



**DISSERTAÇÃO DO 4.º MESTRADO EM CONTABILIDADE E  
FINANÇAS EMPRESARIAIS**

*A Evolução da Política Cambial em Portugal e a Nova Política  
Cambial do Euro*

**Maria Celeste Pereira Frazão**

**Orientador: Professor Doutor João Sousa Andrade**

**Lisboa, Abril de 2010**

## **AGRADECIMENTOS**

Embora a responsabilidade deste trabalho e das suas naturais limitações seja inteiramente minha, desejo exprimir aqui, particularmente, a minha profunda gratidão ao Professor Orientador Doutor João Sousa Andrade da presente dissertação, pelas sugestões e incitamentos ao longo da realização do presente estudo.

Gostaria de agradecer de uma forma muito particular ao Professor Doutor José Porfírio pela receptividade e disponibilidade demonstrada face às minhas solicitações e pelos preciosos conselhos prestados.

Quero agradecer também, todo o apoio afectivo e a compreensão generosa dos meus familiares mais próximos e dos meus amigos.

## **RESUMO**

Face às alterações da taxa de câmbio do escudo que, directa ou indirectamente afectaram a economia do nosso País, propomo-nos proceder a uma análise da Política Cambial, desde 1931, período este, em que a paridade do escudo era fixada à libra inglesa, passando posteriormente pelos Sistemas de *Bretton Woods* e Monetário Europeu, até à entrada em vigor da moeda única, em 1999.

Propomo-nos abordar as Teorias e Técnicas da Política Cambial e o seu impacto na actividade económica, assim como as Opções Cambiais nos Países em Vias de Desenvolvimento e nos Países Ricos e Diversificados.

Como parte final do trabalho, abordamos a “Nova Política Cambial do Euro”, desde a história da Integração Monetária Europeia à Política Cambial do Euro e o seu impacto na Economia Portuguesa.

Desenvolveremos a nossa investigação, centrando-a na pesquisa de dados bibliográficos para além das pesquisas efectuadas em Documentos Oficiais, nomeadamente, Relatórios do Banco de Portugal; do Banco Central Europeu; da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico); Banco Mundial; FMI (Fundo Monetário Internacional) e INE (Instituto Nacional de Estatística).

## **ABSTRACT**

Given the alterations to the exchange rate of the *escudo* which, directly or indirectly affected the economy of our Country, we propose to analyse the Exchange Policy since 1931, period in which the analogy of the *escudo* was made to the British pound, later to the *Bretton Woods* System and European Monetary System up until the coming into effect of the single currency in 1999.

We propose to talk about the Theories and Techniques of the Exchange Policy and their impact on the economical activity, as well as the Exchange Options in Developing Countries and Rich and Diversified Countries.

As the last section of our work, we discuss the “New Exchange Policy of the Euro”, since the history of the European Monetary Integration up to the Exchange Policy of the Euro and its impact in the Portuguese Economy.

Our investigation concentrated on the research of bibliographical information aside from the research done in the Official Documents , namely, Reports from the Bank of Portugal; European Central Bank; the OECD (Organization for Economic Co-operation and Development); World Bank Group; IMF (International Monetary Fund) and the National [Statistical](#) Institute of [Portugal](#).

## **ABREVIATURAS**

BCE – Banco Central Europeu

BCN – Bancos Comerciais Nacionais

BP- Balança de Pagamentos

BTC- Balança de Transacções Correntes

CE- Comunidade Europeia

CEE- Comunidade Económica Europeia

ECU- European Currency Unit

MEU – European Monetary Union

FMI – Fundo Monetário Internacional

IDE – Investimento Directo Estrangeiro

IPC – Índice de Preços no Consumidor

MTC- Mecanismo das Taxas de Câmbio

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PAC – Política Agrícola Comum

PEC – Programa Estabilidade Crescimento

PECO – Países da Europa Central e do Leste

PIB – Produto Interno Bruto

PNB – Produto Nacional Bruto

PPC- Paridade Poder de Compra

SME- Sistema Monetário Europeu

SMI- Sistema Monetário Internacional

UE- União Europeia

UEM- União Económica e Monetária

ZMO- Zona Monetária Óptima

## **LISTA DE QUADROS E TABELAS**

Quadro 1 - Análise Macroeconómica da performance entre diferentes países e períodos – Página 79

Quadro 2 - Grau de abertura e dependência do mercado europeu (%) – Página 191

Quadro 3 – Quotas de mercado totais e diferenças de peso relativo à proporção no PIB e na população – Página 192

Quadro 4 – Exportações para a UE por tipologia de “factores determinantes” (% das exportações totais) – Página 193

Quadro 5- Fluxos de entrada de IDE (milhões de dólares) – Página 196

Quadro 6- Pesos dos diferentes países no IDE mundial por comparação com os pesos no PIB, emprego e exportações mundiais – Página 197

Quadro 7 – Nível de preços comparados entre a União Europeia e Portugal – Página 201

Quadro 8 – Variação do salário médio nominal e real em Portugal e na Zona Euro entre 2000 e 2005 – Pág. 202

Quadro nº.9 – Percentagem que as remunerações representam do PIB (inclui contribuições patronais para a Segurança Social) – Página 203

ÍNDICE

I- INTRODUÇÃO.....	8
CAPÍTULO I.....	13
1. A POLÍTICA CAMBIAL: TEORIAS E TÉCNICAS DE DETERMINAÇÃO DAS TAXAS DE CÂMBIO.....	13
1.1. As diferentes teorias cambiais .....	13
1.1.1. Teoria da Balança de Pagamentos .....	13
1.1.2. O Modelo Monetário .....	15
1.1.2.1. O Modelo Mundell-Fleming.....	15
1.1.2.2. O Modelo de Rudiger Dornbusch.....	20
1.1.2.3. A Política de Desvalorização Cambial .....	21
1.1.2.4. O modelo BMW para economias abertas sob regimes de câmbios fixos e flexíveis .....	27
1.1.3. Os efeitos reais nas estabilizações baseadas na taxa de câmbio – Uma análise de teorias concorrentes.....	29
1.1.3.1. Apresentação do Modelo .....	34
1.1.3.2. Quatro Efeitos Básicos provenientes do modelo .....	37
1.1.3.2.1. O Efeito de Riqueza.....	37
1.1.3.2.2. O Efeito da Mão-de-obra .....	39
1.1.3.2.3. O Preço Efectivo no Efeito do Consumo .....	39
1.1.3.2.4. O Efeito do Investimento.....	40
1.1.3.2.5. As teorias Alternativas.....	41
1.1.3.2.5.1. Desinflação credível e seus efeitos colaterais .....	41
1.1.3.2.5.2. A Hipótese Temporária.....	42
1.1.3.2.5.3. Os efeitos da Política Fiscal.....	42
1.1.3.2.5.3.1. Acertos Fiscais durante a Estabilização .....	43
1.1.3.2.5.3.2. Inflação e Rigidez nos Salários Nominais .....	43
1.2. Fragilidade Financeira nos Regimes de Taxas de Câmbio Fixas.....	44
1.3. Fragilidade dos regimes das taxas de câmbio face ao Mercado Financeiro.....	50
1.4. As variações cambiais e oportunidades de escolha de acordos de taxas cambiais .....	51
1.5. Opções cambiais nos países em vias de desenvolvimento e em países ricos e diversificados.....	59
CAPÍTULO II.....	64
2. OS MERCADOS DE CÂMBIOS E AS OPERAÇÕES CAMBIAIS – VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO.....	64
2.1. Caracterização dos regimes cambiais .....	64
2.2. Sistemas de taxas de câmbio – caracterização.....	71
2.2.1. O Sistema Padrão-ouro.....	74
2.2.2. O Sistema de <i>Bretton Woods</i> .....	75
2.2.3. O Sistema Monetário Europeu.....	76
2.2.4. Sistemas de câmbios fixos.....	78
2.3. Análise dos diferentes sistemas de taxas de câmbio – Suas influências a nível macroeconómico ..	79
2.3.1. A Variação das Taxas de Câmbio.....	80
2.3.1.1. A volatilidade .....	81
2.3.1.2. Desalinhamentos.....	82
2.3.2. A Eficácia da intervenção no mercado cambial.....	83
2.4. Factores determinantes da taxa de câmbio .....	84
CAPÍTULO III .....	99
3. EVOLUÇÃO DA POLÍTICA CAMBIAL PORTUGUESA NAS DÉCADAS SESSENTA A NOVENTA.....	99
3.1. A História do escudo e seus regimes monetários .....	99
3.2. A Política cambial da década de sessenta .....	109
3.3. A Política cambial da década de setenta.....	114
3.4. A Política cambial da década de oitenta .....	130
3.5. A Política cambial da década de noventa .....	142
CAPÍTULO IV – A NOVA POLÍTICA CAMBIAL DO EURO – IMPACTO PARA A ECONOMIA PORTUGUESA.....	162
4.1. História da Integração Monetária Europeia .....	162
4.2. A Política cambial do euro – Processo de integração.....	168
4.3. O Euro – Custos e/ou benefícios para a economia portuguesa .....	172

CAPÍTULO V– O EURO E O DESEMPENHO DA ECONOMIA PORTUGUESA, FACE AO ALARGAMENTO DA UE AOS PAÍSES DA EUROPA CENTRAL E DO LESTE (PECO) .....	186
5.1. Os Principais Desafios da União Europeia no Pós-Euro .....	186
5.2. Alargamento da UE aos Países da Europa Central e do Leste (PECO) e seus efeitos na economia portuguesa .....	188
5.2.1. Alterações no Comércio .....	190
5.2.2. Alterações no Investimento Directo Estrangeiro .....	194
5.3. Convergência e/ou Divergência de Portugal para União Europeia.....	199
5.4. Balanço dos dez anos do Euro e contributo da sua valorização e/ou desvalorização para a Economia Portuguesa .....	205
CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO.....	213
BIBLIOGRAFIA.....	226



## **I- INTRODUÇÃO**

### **Objecto de estudo e sua pertinência**

A política cambial foi frequentemente utilizada pelas autoridades monetárias portuguesas, e, muito particularmente nas últimas décadas, antes da adesão ao Euro, como instrumento político, a fim de melhorar a competitividade externa das exportações portuguesas e combater a taxa de inflação.

É de salientar a importância da adesão de Portugal à UEM como factor de estabilidade cambial e os seus efeitos benéficos para a economia portuguesa, nomeadamente, as reduzidas taxas de juros europeias, os volumosos apoios comunitários e o acréscimo da credibilidade no contexto internacional.

Portugal iniciou bem o processo de adesão e convergência real, apesar de se ter diluído ao longo da última década, dando origem a um processo de divergência, quer ao nível económico, quer ao nível social, urgindo deste modo, a aplicação de reformas estruturais capazes de reestruturarem a economia portuguesa.

O desempenho da economia portuguesa também se alterou, devido ao alargamento da UE aos países da Europa Central e do Leste (PECO), que através de estudos realizados e baseados, particularmente, na análise do Comércio e do Investimento Directo Estrangeiro, resultam menos benefícios para Portugal do que para os Estados membros.

### **Objectivos – hipóteses de trabalho**

O objectivo principal desta Dissertação é mostrar o impacto do Euro na economia portuguesa, procurando perceber se a Política Cambial do Euro trouxe mais benefícios que a Política Cambial do Escudo.

Como forma de enquadramento teórico e contextualização, faremos uma abordagem às principais Teorias Cambiais; aos Efeitos Reais nas Estabilizações baseadas na Taxa de Câmbio; às Fragilidades Financeiras nos Regimes de Taxas de Câmbio Fixas e nos Regimes de Taxas de Câmbio face ao Mercado Financeiro; às Opções Cambiais nos países em Vias de Desenvolvimento e nos países Ricos e Diversificados. No mesmo

seguimento, analisaremos os diferentes Mercados de Câmbios, Regimes e Operações Cambiais, a fim de identificarmos os factores determinantes da taxa de câmbio e sua volatilidade.

Procederemos à análise da evolução da taxa cambial do escudo, desde as oscilações cambiais praticadas no mercado nacional, à intervenção do Banco de Portugal, nas décadas de sessenta a noventa, para melhor se compreender, a estabilidade desta moeda. Analisaremos o desempenho do Euro na Economia Portuguesa, com base numa análise custo/benefício, assim como, do processo de convergência e/ou divergência de Portugal para a União Europeia. Do mesmo modo, analisaremos o desempenho da economia portuguesa com a Moeda Única, face ao alargamento da União Europeia aos PECO.

Para alcançar o objectivo principal, atrás citado, iremos seguir cinco hipóteses de trabalho, abaixo enunciadas:

- 1- Considerando que a política cambial foi definida ao longo de várias décadas, como a utilização deliberada da taxa de câmbio para influenciar variáveis económicas, pretendemos demonstrar que as diferentes Teorias subjacentes, apesar das suas limitações, atenuaram alguns dos problemas reais da economia mundial, nomeadamente, o Desequilíbrio Externo e a Inflação.
- 2- Outra hipótese de trabalho consiste em demonstrar que a Volatilidade da Taxa de Câmbio, apresenta resultados diferentes de acordo com os diferentes Sistemas de Taxas de Câmbio e respectivos factores determinantes da eficácia.
- 3- Pretendemos com esta hipótese de trabalho, analisar a evolução da Política Cambial ao longo das décadas de sessenta a noventa, para aferir se as medidas tomadas, nomeadamente as Depreciações Cambiais, foram adequadas ao desenvolvimento da Economia Portuguesa.
- 4- Considerando que a adesão a uma Moeda Única implica grandes alterações na economia do país aderente, iremos descrever os custos e/ou benefícios apresentados por diferentes personagens, face à política cambial do escudo, aferindo deste modo, o seu impacto na economia portuguesa.

- 5- Tendo em consideração que o alargamento da União Europeia traz mudanças no desempenho de qualquer economia, iremos analisar o seu impacto na Economia Portuguesa. Iremos ainda verificar se os efeitos da aplicação das políticas definidas pela União Europeia, incitaram à Convergência e/ou Divergência entre a Economia Portuguesa e a Zona Euro. Paralelamente, pretendemos verificar se a valorização do Euro face ao Dólar foi benéfica para a Economia Portuguesa.

## **Metodologia**

A análise proposta é feita seguindo duas metodologias diferentes:

Nos primeiros dois capítulos a explicitação é descritiva, na medida em que se apresentam as diferentes Teorias e Técnicas de Determinação das Taxas de Câmbio (Capítulo 1) e os Mercados de Câmbios e as Operações Cambiais e consequentes efeitos de Volatilidade da Taxa de Câmbio (Capítulo 2), como forma de enquadramento teórico e contextualização da temática a abordar. Ainda segundo a mesma metodologia, abordaremos o capítulo 4, que diz respeito à Política Cambial do Euro remetendo para diversos *papers* e artigos de opinião, que explicitam os efeitos do Euro na Economia Portuguesa.

A segunda metodologia, baseia-se em dados estatísticos, retirados maioritariamente dos Relatórios do Banco de Portugal, onde se apresenta a evolução da Política Cambial do Escudo ao longo das décadas sessenta a noventa (Capítulo 3). Seguindo a mesma metodologia, apresentaremos o alargamento da União Europeia e seu impacto no Desempenho da Economia Portuguesa (Capítulo 5), através de dados estatísticos, assim como, do processo de convergência e/ou divergência de Portugal para a União Europeia. No mesmo capítulo, mas com uma metodologia diferente, será apresentado o Balanço dos dez anos do Euro, através de Relatórios da Comissão Europeia, assim como, de alguns *papers*.

## **Organização do trabalho**

No capítulo 1, faz-se uma breve abordagem às Teorias Cambiais, onde serão analisados, a Teoria da Balança de Pagamentos e o Modelo Monetário (Modelo Mundell-Fleming; Modelo de Rudiger Dornbusch; Política de Desvalorização Cambial; Modelo BMW para economias abertas sob regimes de câmbios fixos e flexíveis). Serão ainda apresentados sobre forma de modelo, os Efeitos Reais nas Estabilizações baseadas na Taxa de Câmbio e a Fragilidade Financeira nos Regimes de Taxas de Câmbio Fixas e a Fragilidade dos Regimes de Taxas de Câmbio face ao Mercado Financeiro. Por último, proceder-se-á a uma análise das Opções Cambiais nos países em Vias de Desenvolvimento e nos países Ricos e Diversificados.

No capítulo II, faz-se uma abordagem aos diferentes Mercados de Câmbios, Regimes e Operações Cambiais, nomeadamente o Sistema Padrão Ouro, o Sistema de *Bretton-Woods* e o Sistema Monetário Europeu, desde o seu surgimento até à sua extinção, a fim de contextualizar a volatilidade da taxa de câmbio e identificar os factores determinantes de eficácia, de cada um deles.

Assim, proceder-se-á a uma análise dos Instrumentos de actuação no mercado cambial, tais como as Teorias da Paridade das Taxas de Juro e da Paridade dos Poderes de Compra.

O capítulo III faz uma abordagem à Política Cambial Portuguesa desde a década de sessenta à década de noventa, analisando em particular os câmbios praticados no mercado nacional e a intervenção do Banco de Portugal em defesa da moeda nacional. Proceder-se-á ainda neste capítulo, como parte integrante da Política Cambial, a uma abordagem da Política Monetária Portuguesa, desde a década de trinta até à adesão à moeda única

O capítulo IV trata essencialmente da Nova Política Cambial do Euro, desde a história da Integração Monetária Europeia à entrada do Euro em circulação, e o seu impacto na economia portuguesa. Serão ainda abordados, os benefícios e/ou custos do euro, pelos respectivos defensores e/ou opositores, antes da sua entrada em circulação, até à actualidade.

No Capítulo V são apresentados os efeitos do alargamento da União Europeia aos PECO para a economia portuguesa, assim como, o balanço dos dez anos do Euro e respectivo processo de convergência e/ou divergência. Será ainda abordado neste capítulo, as vantagens e/ou desvantagens da valorização do Euro face ao Dólar.

O capítulo VI termina com uma conclusão ao trabalho.

## **CAPÍTULO I**

### **1. A POLÍTICA CAMBIAL: TEORIAS E TÉCNICAS DE DETERMINAÇÃO DAS TAXAS DE CÂMBIO**

#### **1.1. As diferentes teorias cambiais**

Existem diversas teorias na determinação dos câmbios, nomeadamente a Teoria da Balança de Pagamentos, o Modelo Monetário, o Modelo Mundell-Fleming (MF), o Modelo de Dornbusch e a Política da Desvalorização Cambial.

##### **1.1.1. Teoria da Balança de Pagamentos**

Relativamente à Teoria da Balança de Pagamentos, a mesma foi inspirada em Keynes, que procurava determinar a taxa cambial com base nos saldos da Balança de Pagamentos.

Assim, a paridade cambial de uma moeda resultava da confrontação entre a oferta e a procura de divisas<sup>1</sup>.

Os mercados de câmbios eram extremamente sensíveis à situação da Balança Comercial e ao nível da Balança de Transacções Correntes. A existência de um défice, influenciava automaticamente o nível da taxa cambial, atendendo ao desequilíbrio entre a procura e a oferta de divisas, causando deste modo, uma maior procura de divisas, reduzindo assim o valor da moeda nacional no mercado de câmbios. Contrariamente, numa situação de saldo positivo, o valor cambial tendia a subir.

O comportamento do mercado cambial era de difícil previsão, dependendo de vários factores a ter em conta, nomeadamente, a Estabilidade Política e Social, Considerações Psicológicas, Taxa de Inflação, Taxas de Juro e Saldos da Balança Comercial e Balança de Transacções Correntes.

Passou-se seguidamente a um instrumento analítico da Balança de Transacções Correntes, sendo utilizado em simultâneo com o impacto das variáveis económicas

---

<sup>1</sup> A sua análise iniciou-se com o saldo da Balança Comercial. Se este fosse negativo (importações >exportações) verificava-se uma depreciação da moeda, no entanto a maior competitividade-preço para as exportações que era conseguida, tenderia para uma posição de equilíbrio.

(taxa de juro, taxa de inflação, rendimento nacional) sobre os câmbios, funcionando as diversas balanças como canais de distribuição.

No entanto, esta teoria teve uma validade limitada, já que a Balança de Pagamentos pode oferecer certos dados relativos ao comportamento da taxa cambial a médio prazo<sup>2</sup>. Quando se procedia a uma análise monetária da Balança de Pagamentos, estava subjacente à mesma, os seus desequilíbrios como fenómenos monetários, provenientes da diferença estabelecida entre a procura e a oferta de moeda.

Na presença de desequilíbrios da Balança de Pagamentos entre a oferta de moeda ( $M_s$ ) e a procura  $M = f((y, i, P))$ , os mesmos eram rectificadas de forma diferente, atendendo aos regimes de câmbios previstos. Assim, na presença de um regime de câmbios fixos, e, na presença de um excesso da oferta de moeda interna sobre a procura, havia uma compensação pela diminuição da contrapartida externa. Este facto verificava-se pelo deslocamento do excesso da moeda interna para o mercado de câmbios, efectuado pelos agentes económicos, criando assim um défice da Balança de Pagamentos, e, conseqüentemente, uma depreciação do valor da moeda. Com o objectivo de eliminar essa depreciação os encaixes monetários em excesso eram absorvidos, desfazendo-se assim uma parte das reservas cambiais.

Contrariamente, na presença de um excesso de procura de moeda interna, e, na presença de câmbios fixos, ocorria um acréscimo na oferta de moeda, em termos de contrapartida. Este facto devia-se essencialmente ao desequilíbrio causado na geração de escassez de moeda nacional no mercado de câmbios. Do mesmo modo, o Banco Central intervinha, comprando reservas cambiais, devido ao excedente da Balança de Pagamentos, o que implicava uma subida de valor relativamente à moeda estrangeira.

Na presença de câmbios flexíveis, um excesso da oferta de moeda interna sobre a procura, implicava uma depreciação no mercado de câmbios e, contrariamente, um excesso da procura sobre a oferta de moeda interna, implicava uma subida de valor da moeda nacional no mercado de câmbios.

Relativamente a Portugal, a Teoria da Balança de Pagamentos, assentou na aplicação do modelo da determinação do preço de um bem no mercado através do mecanismo da procura e da oferta, em que um saldo negativo da Balança de Pagamentos levaria a uma procura da moeda portuguesa, inferior à sua oferta, implicando uma depreciação da

---

<sup>2</sup> Quando se tratava de défices ou excedentes da Balança de Pagamentos, referia-se ao saldo da balança de movimentos não monetários, estando relacionados, simetricamente, com a posição monetária externa, indicador estratégico da política macroeconómica internacional.

unidade monetária portuguesa abaixo do par. Contrariamente, um saldo positivo da Balança de Pagamentos levaria a uma procura da moeda portuguesa superior à sua oferta, implicando uma apreciação da unidade monetária portuguesa acima do par.

### **1.1.2. O Modelo Monetário**

O Modelo Monetário pretendia substituir a análise dos fluxos do mercado cambial pelas variações de moeda nacional, correlacionada com o *superavit* ou *défice* da Balança de Pagamentos.

O que mais se destacava neste modelo eram os factores influentes da procura e da oferta de moeda, podendo ser apresentado sobre três premissas:

- Flexibilidade do mercado de factores, alterando-se a taxa salarial para manter o pleno emprego;
- Existência de plena mobilidade de capital;
- A relação entre preços nacionais e estrangeiros considerando a Paridade Poder Compra (PPC).

Atendendo às especificidades deste modelo, muito dificilmente se aproximaria da realidade do mercado de câmbios.

#### **1.1.2.1. O Modelo Mundell-Fleming**

O Modelo Mundell–Fleming foi de extrema importância para a análise da determinação da taxa de câmbio, como resultado da influência dos fluxos de capitais na análise Keynesiana. Estiveram presentes neste modelo, variáveis económicas influenciadas pelas Autoridades Monetárias, mais precisamente por um choque monetário ou por uma alteração na política de gastos públicos. O modelo desenvolvido por Fleming(1962) e Mundell(1963) ultrapassou a abordagem Keynesiana tradicional, feita à Balança de Pagamentos, incorporando de forma pioneira, o efeito dos fluxos internacionais de capital na determinação das taxas de câmbio. Teoricamente, o modelo tinha como condição a estabilidade dos preços, que na presença de mudanças da taxa de câmbio nominal, conduziam a alterações reais dos preços relativos, influenciando deste modo a procura agregada e a taxa de juros interna. Este modelo não seguiu a abordagem monetária do poder de compra, que considerou que a taxa de câmbio apenas tinha



efeitos no diferencial de preços entre dois países, possibilitando deste modo, o equilíbrio na Balança de Pagamentos, sem influenciar as variáveis reais.

Tratando-se dum regime de câmbios fixos, uma política monetária expansionista, que tinha como objectivo estimular a economia em recessão, através da redução da taxa de juros interna, originava uma saída de capitais, causando uma desvalorização cambial. A necessidade da manutenção da paridade cambial obrigaria a Autoridade Monetária a vender moeda de troca internacional no mercado cambial, reduzindo a liquidez do sistema financeiro e, conseqüentemente, uma retoma da taxa de juros ao nível anterior. Deste modo, a política monetária funcionou como um instrumento de equilíbrio da Balança de Pagamentos, através da taxa de juro doméstica na presença de choques conjunturais que alteraram o nível das taxas de juro externas.

Tratando-se do instrumento da política fiscal, este apresentou resultados mais favoráveis no regime de câmbios fixos. Na presença de uma política fiscal contraccionista, a redução dos gastos públicos causava uma quebra no rendimento nacional. O resultado final da política fiscal era assim reforçado pela política cambial, originando uma retracção económica em função da defesa da paridade estabelecida.

Podemos assim considerar, que na presença de um regime de câmbios fixos, a melhor opção da política económica foi a utilização da política monetária como meio de equilibrar a Balança de Pagamentos e a política fiscal como instrumento estabilizador da procura interna.

Tratando-se do regime de câmbios flexíveis, o equilíbrio externo foi conseguido através da variação da taxa de câmbio, possibilitando a implementação de políticas monetárias independentes. A política fiscal no regime de câmbios flexíveis não resultou de alterações do rendimento interno, em função do efeito de *crowding out* entre os gastos públicos e privados. A abordagem de Dornbush(1994) foi mais pragmática, em que a influência da política fiscal na procura interna dependia do peso do sector externo na economia de um determinado país.

O modelo Mundell–Fleming, apresentou algumas limitações, assim a designar:

- Era um modelo de curto prazo, que não recorria a ajustamentos em termos de troca e mudanças nos stocks de activos domésticos e externos;
- Os fluxos de capital não derivavam apenas dos diferenciais nas taxas de juro, mas de um leque mais abrangente de factores, nomeadamente, o potencial de mercado interno, a estabilidade macroeconómica, carga fiscal, etc.;

- Havia necessidade de investigar a influência das expectativas na determinação cambial;
- A hipótese inicial de um nível de preços fixo (rigidez preços e curva da oferta perfeitamente elástica) foi uma simplificação que podia ser pertinente unicamente no curto prazo.

Relativamente ao regime de câmbios fixos e tratando-se de uma pequena economia aberta, haviam grandes vantagens, resultantes, não somente da transparência na regra monetária, como também da eficácia que esta regra permitia no combate aos choques sobre a economia.

Considerou-se nesta análise, uma reduzida mobilidade de capital, situação esta que revestiu de forte importância para muitas economias subdesenvolvidas com controle da Balança de Capitais.

Tratando-se de um regime de taxas de câmbio fixas sem esterilização, um choque da despesa interna, seria totalmente eliminado, quer se tratasse de choque fiscal ou orçamental.

Esta situação derivava de uma expansão da despesa pública, que fez deslocar a curva IS para a direita, elevando assim a taxa de juro de equilíbrio doméstica e o nível de rendimento. Consequentemente, o défice da Balança Corrente aumentava no caso das autoridades monetárias não esterilizarem o impacto sobre o stock de moeda, e a redução da oferta de moeda implicava um deslocamento da curva LM para a esquerda.

Esta situação perdurava, até que o défice da balança persistisse, de modo a que o nível de rendimento alcançasse o seu ponto inicial.

Para eliminar os fortes efeitos do aumento da despesa pública, utilizar-se-ia o processo *crowding out* com a despesa privada, que era reduzida através do aumento da taxa de juro doméstica.

Se considerássemos um aumento no grau de mobilidade do capital, como solução ao aumento da taxa de juro doméstica, dar-se-ia um influxo de capitais, de modo a que o excedente desta balança pudesse equilibrar parte do défice da Balança Corrente.

A presença de um choque positivo na procura de moeda, a curva LM deslocava-se para a esquerda, registando-se uma subida da taxa de juro e uma quebra na produção, favorecendo assim, a Balança de Pagamentos.

Tratando-se do regime de câmbios fixos, a redução no défice externo corrente ou o eventual excedente aumentava a oferta de moeda. Neste caso, se as autoridades monetárias não esterilizassem, verificava-se um abrandamento da redução do PIB.

Em ambas as situações, um sistema de câmbios flexíveis causaria um movimento na taxa de câmbio (depreciação no primeiro e apreciação no segundo) que agravariam os efeitos sobre o PIB. Nas mesmas situações, o regime de câmbios fixos sem esterilização era o estabilizador ideal, e quanto maior fosse o grau de mobilidade do capital, mais eficaz seria a estabilização se não houvesse esterilização.

Na presença de um choque provocado por um preço interno (ou salário), o regime de câmbios fixos não conduzia a uma estabilização automática. A curva IS sofria um deslocamento para a esquerda enfraquecendo o nível do PIB. Por outro lado, a curva LM também sofria um deslocamento para a esquerda atendendo ao impacto do aumento de preços nos activos monetários reais. Neste caso, a perda de competitividade da economia originava um défice na Balança Corrente.

Com taxas de câmbio fixas e sem esterilização verificava-se uma redução no stock de moeda, originando mais uma quebra do nível do PIB por efeito da LM se deslocar novamente para a esquerda, sendo mais benéfico nesta situação, a esterilização por parte das autoridades monetárias. No entanto, o regime mais estabilizador seria o de câmbios flexíveis.

Considerando um choque causado por um aumento dos preços externos (de bens substituíveis com a produção interna) verificava-se um acréscimo da procura doméstica e um excedente da Balança Corrente. No caso do regime de câmbios flexíveis, este efeito seria estabilizado mediante uma apreciação da moeda, o que não se verificava com os câmbios fixos. Perante o regime de câmbios fixos era preferível esterilizar o impacto sobre o PIB.

Tratando-se de uma subida da taxa de juro internacional, com taxas de câmbio fixas era mais vantajoso realinhar as taxas de juro domésticas com as externas para evitar a saída de capitais, através de uma redução da oferta monetária, levando a uma quebra do nível de procura.

Se a Balança Corrente apresentasse uma forte redução entre um excedente ou um défice, devia-se esterilizar este efeito.

Perante um choque provocado por uma subida nas remessas de emigrantes, ou ajuda externa, o maior influxo de capitais implicava um aumento da oferta de moeda, sendo necessário num regime de câmbios fixos, a esterilização. Contrariamente, havia um aumento do nível de actividade interna e uma redução da taxa de juro doméstica, agravando assim, o défice da Balança Corrente e a saída de capitais. Neste caso

concreto, uma maior mobilidade de capitais, causaria um maior efeito esterilizador da saída de capitais.

Em termos do regime de câmbios flexíveis, registar-se-ia uma apreciação da moeda em qualquer daqueles choques e, conseqüentemente uma redução do nível de actividade.

O registo de um choque, provocado por uma redução na procura externa, causaria uma redução da produção e um défice na Balança Corrente. Nesta situação, se o país adoptasse um regime de câmbios fixos devia proceder a uma esterilização para evitar o agravamento do impacto sobre o nível de actividade. Paralelamente, o efeito mais estabilizador resultaria de uma desvalorização num regime de câmbios flexíveis.

Constatamos pela análise dos diferentes choques atrás mencionados, da impossibilidade na utilização de modelos gerais de reacção face a tais choques.

Em termos de análise de curto prazo, os modelos mais relevantes do ponto de vista prático, foram os modelos com rigidez de preços e salários.

Utilizando o modelo de Mundell-Fleming com taxas de câmbio flexíveis, verificamos um resultado fundamental, em que os choques puramente monetários podiam ter efeitos reais com processos de ajustamento prolongados e prejudiciais para as economias, sendo preferível nesta situação, o sistema de câmbios fixos, já que os choques predominantes incidiam sobre a procura de moeda.

Relativamente ao regime de taxas de câmbio fixas, a oferta de moeda tornou-se uma variável endógena, abrandando assim os choques sobre a procura.

Tratando-se de choques da economia real, uma política que mantivesse a oferta de moeda constante, dominava uma política de taxa de câmbio fixa. Deste modo, uma redução da taxa de câmbio real de equilíbrio de longo prazo podia ser alcançada através de um ajustamento da taxa de câmbio nominal, evitando que o mesmo fosse prolongado e prejudicial para o nível interno de preços.

Consideramos assim, que o regime de taxas de câmbio fixas era o indicado para uma economia sujeita a frequentes choques monetários. Na presença de choques reais constantes a economia devia recorrer a ajustes mediante alterações da taxa de câmbio.

Relativamente à teoria da Zona Monetária Ótima de Mundell (1961), esta foi enriquecida com os trabalhos de vários economistas, nomeadamente, Mackinnon, Kenen, Ingram, Cooper e Kindleberger.

Mackinnon apelava ao grau de abertura da economia ao exterior na ZMO, para definir a eficácia das políticas de estabilização.

Kenen defendia a diversificação da produção, para defender melhor o regime de câmbios fixos e a integração das ZMO, enquanto que Ingram defendia a integração financeira para o reequilíbrio das balanças de pagamentos internos.

Cooper e Kindleberger defendiam a homogeneidade das preferências, ao nível de produtos/serviços numa procura colectiva e comum às diferentes populações.

### **1.1.2.2. O Modelo de Rudiger Dornbusch**

O Modelo de Rudiger Dornbusch<sup>3</sup> difere do anterior pela introdução de uma dimensão dinâmica na formação das taxas de câmbio. A taxa de câmbio assegurava o equilíbrio de longo prazo, quer do sector monetário, quer do sector real da economia.

As suas premissas foram as seguintes:

- Um pequeno país em economia aberta, cujas relações internacionais afectavam a economia doméstica, sem reciprocidade (rendimento, moeda, preços e taxa de juro);
- Ajuste imediato dos mercados financeiros e funcionamento da Paridade das Taxas de Juro não Cobertas através da mobilidade dos capitais;
- As previsões de câmbios eram racionais;
- A procura de encaixes reais crescia em função do rendimento e decrescia em função da taxa de juro;
- A taxa de crescimento dos preços derivava do excesso da procura no mercado de bens.

Segundo a hipótese introduzida por Dornbusch (1976), o nível de preços, apesar de ser relativamente fixo no curto prazo, tendia a elevar-se no longo prazo em consequência de um excesso de procura na economia. O ponto fundamental suscitado por Dornbusch era de que o mercado de activos respondia rapidamente às alterações de política económica, enquanto que o mercado de bens e serviços respondia lentamente devido à rigidez dos preços no curto prazo.

Como se constatou nos casos do México (1994) e dos países do Sudoeste Asiático (1997), o impacto inicial da crise cambial resultou em grandes desvalorizações das moedas nacionais que, após um período de ajustamento, passou a um processo de valorização em termos reais.

---

<sup>3</sup>Cf. Dornbusch, R.(1976), *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, Journal of Political Economy, n.º.84, volume 6.

Se considerássemos o sector monetário para comprovar o equilíbrio monetário através da taxa de câmbio, e, sendo a oferta de moeda uma constante, quanto mais elevado fosse o nível de preços internos, mais elevada seria a taxa de juro. No caso da taxa de juro aumentar, verificar-se-ia um aumento da entrada de capitais, vindos do exterior, pressionando deste modo, a subida do valor externo da moeda. Em termos de equilíbrio no sector real, este apresentou-se de forma crescente, já que, quanto mais elevado fosse o nível de preços internos, mais baixo teria que ser o valor externo da moeda, para alcançar o equilíbrio nas transacções de bens e serviços, entre o país e o exterior.

### **1.1.2.3. A Política de Desvalorização Cambial**

A Política de Desvalorização Cambial tinha como principal aplicação a eliminação do desequilíbrio externo.

Segundo Cunha e Machado (1992), a política de desvalorização do escudo era essencial à protecção da competitividade da indústria portuguesa, sobretudo do sector exportador e numa perspectiva mais extrema, a política cambial teria mesmo moldado o padrão de especialização internacional da economia portuguesa. Considerava ainda que a evolução da competitividade podia ser medida pela evolução da taxa de câmbio nominal ajustada pelo diferencial da “inflação”. As reduções sustentadas de taxa de câmbio real (apreciação real) eram encaradas como indicadores de perda de competitividade.

Na perspectiva do Fundo Monetário Internacional, a desvalorização foi definida como «uma redução do valor oficial da moeda nacional em relação ao ouro e às divisas estrangeiras».

Por norma, a desvalorização tinha na sua base, a comprovação de que os preços nacionais aumentavam mais rapidamente que os preços estrangeiros, perante os produtos que pudessem ser negociados internacionalmente, implicando assim, uma diminuição das exportações e um aumento das importações.

A desvalorização não podia permanecer por muito tempo, atendendo aos défices persistentes da Balança de Pagamentos, que conduziam a uma escassez das reservas em divisas internacionais, podendo obrigar a uma negociação de empréstimos externos. Por outro lado, podia impedir o recurso às importações, representando deste modo, uma

certa inércia do aparelho produtivo e, por último, representar a sobrevalorização da moeda nacional, assistida de movimentos de especulação<sup>4</sup>.

As razões que justificaram esta teoria, para além do colmatar do desequilíbrio externo, foram o défice orçamental, a expansão da actividade com inflação e a melhoria do emprego<sup>5</sup>.

Relativamente ao Défice Orçamental, já Keynes referia que em períodos de crise económica, a política dos défices orçamentais constituía uma medida, para não fazer cair, de forma brusca, a actividade global. No entanto, poderia constatar-se a existência de um desvio entre a evolução do rendimento e da produção de bens e serviços, originando a inflação. Nesta situação concreta, verificou-se uma depreciação interna da moeda que se repercutiu numa redução cambial.

Um prolongamento do défice orçamental, que fosse financiado com frequência por empréstimos públicos, originaria preocupações aos detentores de capitais, pelo montante da dívida pública. A actuação dos detentores de capitais, conduziu a uma aceleração da inflação e da depreciação externa, iniciando-se neste ponto, a fuga aos capitais. Surgiu assim, uma possível desvalorização como medida de apoio a uma política de austeridade, provocada pelo endividamento interno e externo<sup>6</sup>.

Uma politica expansionista, alterava os fluxos de trocas de bens e serviços com o exterior, já que, o crescimento do rendimento nacional implicava um aumento na procura global. Na eventualidade de uma ineficaz capacidade excedentária da oferta, a procura alargada seria satisfeita pelas importações. Ao recorrer-se às importações verificar-se-ia um aumento de preços sectoriais, já que os preços internos cresciam mais rapidamente que os preços no estrangeiro, conduzindo a uma perda de competitividade, deteriorando-se subitamente a Balança Comercial.

Este processo inflacionista conduziu a um desequilíbrio externo, que podia depender da desigualdade das taxas de depreciação interna, da estrutura do comércio externo e da componente do comércio externo no rendimento nacional.

Por outro lado, verificou-se uma ligação entre o fluxo de capitais e a expansão económica, podendo ocorrer elevadas taxas de juro relativas a investimentos directos

---

<sup>4</sup>Cf. Medeiros, Eduardo Raposo (1992), *Economia Internacional*, 3ª.Edição, Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas, Lisboa, p.92

<sup>5</sup> A desvalorização tornava as exportações menos caras do país que as praticava e mais caras as importações, contribuindo deste modo para a redução de défices da Balança de Pagamentos.

<sup>6</sup> Cf. Medeiros, Eduardo Raposo(1992), *Economia Internacional*, 3ª.Edição, Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas, Lisboa, p.95

com financiamentos por parte do sistema bancário do país de acolhimento, contribuindo os movimentos especulativos para o agravamento do desequilíbrio.

A melhoria do emprego podia ser conseguida através da política de desvalorização, apesar das Balanças Comerciais se apresentarem positivas, com o objectivo de melhorarem a competitividade das indústrias exportadoras.

A prática da política de desvalorização era decidida pelo poder político atendendo a uma série de factores de natureza política, técnica e psicológica.

Depois de decidida esta política, havia um conjunto de medidas de política económica a levar em conta, de modo a aumentar a capacidade de exportação, quer perante uma situação de inflação, quer perante uma situação de recessão.

Nesta matéria, a noção das duas elasticidades (procura-preço das exportações e procura-preço das importações) era extremamente importante para o estabelecimento de uma condição necessária (ainda que não suficiente), da desvalorização, uma vez que, sendo elásticas, as alterações de preços levavam a modificações mais que proporcionais dos fluxos da oferta e da procura.

O conceito de elasticidade-preço dos bens estrangeiros procurados no país, e dos bens nacionais procurados no estrangeiro, tinha a sua eficácia, numa perspectiva de longo prazo, em que a desvalorização implicava uma reafecção de factores e de recursos para melhorar as vantagens comparativas da economia, tendo de se analisar os efeitos de protecção, de produtividade e de crescimento, sob pena de ser ineficaz a política de desvalorização cambial<sup>7</sup>.

A política de desvalorização cambial tinha as suas limitações, obrigando a um devido acompanhamento de outras medidas, com o objectivo de reduzir o desequilíbrio externo. Esta política tinha de ir para além das elasticidades, conduzindo a um estudo aprofundado da produção nacional, à especificidade do crescimento e ao peso da actividade económica relacionada com o comércio externo e a sua própria estrutura.

Segundo S.Alexander (1952), as elasticidades ignoravam os efeitos a longo prazo provenientes da desvalorização. No caso duma alteração da paridade, podiam surgir importantes alterações estruturais, quer ao nível dos fluxos reais, quer das estruturas produtivas da economia nacional.

Nesta sequência, surgiu a “Teoria da Absorção” de S. Alexander, referindo que as trocas internacionais estavam ligadas à fenomenologia do rendimento global real.

---

<sup>7</sup> Numa análise de curto prazo, o mecanismo utilizado pela desvalorização cambial, incidiu nos preços, de forma a que as mercadorias nacionais procuradas no estrangeiro fossem mais baratas e as mercadorias estrangeiras procuradas no mercado nacional, mais caras.



Tomando como base a equação macroeconómica fundamental, apresentada por:

$Y + M = C + I + G + X$ , em que o primeiro membro representa o conjunto de bens e serviços disponíveis na economia e o segundo representa as utilizações.

$Y$  – Rendimento

$M$  – Importações

$C$  – Consumo Privado

$I$  – Investimento

$G$  – Consumo Público

$X$  – Exportações

Apresentando a equação sob a forma de:

$$Y = C + I + G + X - M$$

Na perspectiva de Alexander, “absorção “ era evidenciada pela expressão:

$C + I + G$  (apresentada pela letra  $A$ ) e, pela letra  $B$  o saldo do comércio externo ( $X - M$ ).

Substituindo pelas letras atrás indicadas, temos:

$$Y = A + B \quad (*) \text{ e/ou } B = Y - A \quad (**)$$

Através da equação representada por (\*\*\*) constatamos que o saldo do comércio externo é igual ao produto nacional menos a absorção, apresentando-se positivo no caso de existir uma mais-valia exportável.

Se ocorresse uma desvalorização, registar-se-ia, automaticamente, uma alteração do rendimento e da absorção, apresentando-se da seguinte forma:

$$\Delta B = \Delta Y - \Delta A, \text{ em que } \Delta A = b A + a \Delta Y$$

$\Delta A$  – variação de absorção

$b A$  – variação da absorção directa através do efeito mecânico da desvalorização

$a \Delta Y$  – variação da absorção resultante da modificação do rendimento.

Substituindo os dados obtemos a seguinte equação:

$$\Delta B = \Delta Y - (a \Delta Y + b A) \quad (1)$$

$$\text{e / ou } \Delta B = \Delta Y (1 - a) - b A \quad (2)$$

Pela análise da equação (2), Alexander considerou que para se registar uma variação positiva do saldo, teria de crescer o rendimento global e da absorção diminuir.

Segundo este teorema, uma desvalorização contribuía para a melhoria do saldo da Balança de Operações Correntes, se ela atenuasse a despesa interna (absorção).

Segundo Maurice Byé (1965) a despesa interna bruta (absorção para Alexander) estava relacionada com o rendimento global, de modo a que o saldo da balança ficasse condicionado à adaptação da absorção ao rendimento e de forma recíproca, destacando ainda os efeitos monetário, da redistribuição e psicológico<sup>8</sup>.

As elasticidades apresentaram-se através das seguintes fórmulas:

- Elasticidade – preço das exportações

$$\frac{\frac{dX}{X}}{\frac{dPx}{Px}}$$

- Elasticidade – preço das importações

$$\frac{\frac{dM}{M}}{\frac{dPm}{Pm}}$$

$X$  – Exportações

$dX$  – Acréscimos das Exportações

$P$  – Nível de Preços

$dP$  – Variação de Preços

$M$  – Importações

$dM$  – Variação das Importações

Pelo exposto, retiramos quatro tipos de elasticidade-preço, designadamente, Elasticidade da Oferta Nacional de Exportações, Elasticidade da Procura de Exportações pelo Estrangeiro, Elasticidade da Oferta de Importações pelo Estrangeiro e Elasticidade da Procura Nacional de Importações.

Estas elasticidades-preço só provocavam alterações de fluxos de exportação e de importação, se a oferta dos bens fosse suficientemente elástica (condição necessária) e, neste caso, a análise passava para o lado da procura, dando origem ao «Teorema das Elasticidades Críticas».

---

<sup>8</sup>Cf. Medeiros, Eduardo Raposo(1992), *Economia Internacional*, 3ª.Edição, Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas, Lisboa, pp.100-102

Este teorema diz-nos que, «caso a Balança Comercial se apresente equilibrada e se as elasticidades da oferta forem infinitas, a condição necessária para aparecer um *superhavit* comercial, a seguir a uma desvalorização da moeda nacional no mercado cambial, é que a soma das elasticidades da procura nacional de bens estrangeiros (importação) e da procura estrangeira de bens nacionais (exportação) seja superior à unidade»<sup>9</sup>. A sua análise confirmou a desvalorização cambial como factor de melhoria da Balança de Pagamentos<sup>10</sup>.

Relativamente aos Países em Vias de Desenvolvimento, verificaram-se obstáculos à política de desvalorização cambial, nomeadamente:

- A existência de Oligopólios e Monopólios podiam deslocar o benefício de uma desvalorização em termos de uma redução de preços na produção, para os custos de transporte ou de venda;
- As Estratégias Políticas adoptadas pelos países desenvolvidos, para apoio ao internacional, podiam não beneficiar os países pobres, pelo facto de anular o comércio entre países com a mesma situação económica;
- As Preferências Pautais, conduziam a preços mais competitivos face a determinados produtos primários, que podiam por vezes substituir a política de desvalorização;
- Os Direitos Aduaneiros e Contingentes Impostos pelos Países Industriais, conduziam a uma redução do mercado dos produtos primários, não se verificando quaisquer benefícios por parte da desvalorização cambial.

Os Efeitos da Desvalorização, apresentaram grandes reflexos a nível do comércio externo, já que, tratando-se do país que praticava a desvalorização, havia uma redução do volume de importações e um acréscimo no volume de exportações, dada a diminuição dos preços externos e, contrariamente, os preços internos do mesmo país aumentavam.

Verificou-se uma oscilação na quantidade de divisas estrangeiras oferecidas no mercado do país que desvalorizava, remetendo-nos para uma complexidade de análise.

Foram evidentes os reflexos sentidos sobre a Balança Comercial, assim como da análise do Teorema das Elasticidades Críticas.

---

<sup>9</sup> Cf., Medeiros, Eduardo Raposo(1992), *Economia Internacional*, 3ª.Edição, Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas, Lisboa, pp.99-100.

<sup>10</sup> Partindo do princípio que a elasticidade-preço das exportações era nula, a elasticidade-preço das importações era superior à unidade. Deste modo, com a desvalorização cambial, o valor das exportações era proporcional a esta, mas as importações diminuíram mais que proporcionalmente. Contrariamente, quando a elasticidade preço das exportações era superior à unidade, o valor das importações acrescia de igual montante à taxa de depreciação, aumentando as exportações mais que proporcionalmente em relação à desvalorização.

#### 1.1.2.4. O modelo BMW para economias abertas sob regimes de câmbios fixos e flexíveis

O modelo BMW consistia na análise de situações de choques internos e ou externos e o uso da política monetária e orçamental pelo Banco Central a fim de repor o equilíbrio da economia.

Foi desenvolvido com o objectivo de colmatar as deficiências, quer do modelo IS/LM-AS/AD para economias fechadas, quer para economias abertas, segundo o modelo Mundell-Fleming. No entanto, estes modelos foram alvos de críticas devido a inconsistência das suas estruturas, para além de serem incapazes de agir em conjunto com a política monetária ao estipular metas de inflação.

Segundo Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002) o modelo era capaz de actuar em conjunto com questões como metas de inflação, regras de política monetária e credibilidade do Banco Central, trazendo como vantagens, a análise da inflação e a determinação das taxas de câmbio flexíveis, enquanto que o modelo Mundell-Fleming não considerava os preços flexíveis, mas sim taxas de câmbio constantes e preços fixos.

O modelo BMW para economias abertas, a partir da taxa de câmbio real na procura agregada ( $y$ ), partia da equação abaixo indicada,  $y = a - br + c\Delta q + \xi_1$  (adaptado, Augusto, 2000), onde  $\Delta q$  representava a alteração na taxa de câmbio real,  $b$  e  $c$ , eram parâmetros estruturais positivos, e  $\xi_1$  representava o choque aleatório na procura.

Considerando o longo prazo, a taxa de inflação era determinada unicamente, através da taxa de inflação externa  $\pi = \pi^f = \pi^* + \Delta s$ , onde  $\Delta s$ , era a taxa nominal de depreciação.

Considerando o curto prazo, as empresas mantinham os preços inalterados, mesmo que surgissem alterações nas taxas de câmbio, conduzindo assim, a uma redução dos lucros. Perante esta situação, a inflação era determinada pelas expectativas de inflação, desvio do produto e um choque da oferta.

Partindo do princípio que o Banco Central era credível e as expectativas privadas eram idênticas, as metas de inflação do Banco Central ( $\pi_0$ ) a Curva de Phillips apresentava o seguinte modo,  $\pi = \pi_0 + dy + \zeta_2$ .

Relativamente ao facto da taxa de câmbio influenciar a taxa de inflação, a equação era dada por,  $\pi = (1-e)\pi^d + e\pi^f = \pi_0 + dy + e\Delta q + \zeta 2$ , onde  $\pi^d$  era a taxa média de inflação doméstica,  $dy$  representava o desvio do produto e  $\zeta 2$  correspondia ao choque da oferta.

O presente estudo pretendia analisar a eficácia da política monetária em vários panoramas, distinguindo *a priori* os regimes de câmbio fixos e flexíveis.

Relativamente às principais diferenças entre o modelo BMW e o modelo Mundell-Fleming, estas eram devidas à actuação dos regimes de câmbio fixo ou flexível para economias abertas.

Sob o regime de câmbio fixo, o modelo Mundell-Fleming mostrava que a política monetária era pouco eficaz, que, perante qualquer ajuste feito através do canal das taxas de juro podia causar movimentos especulativos contra a moeda, enquanto que a política orçamental era mais activa para economias abertas.

No modelo BMW, apesar da política monetária ser completamente ineficaz, os seus efeitos não conseguiram inverter os efeitos de choques na economia, contribuindo por aumentar o desequilíbrio, apesar das origens dos choques serem facilmente detectadas, quer pelo lado da procura, quer pelo da oferta. No entanto, quando aplicado em pequenas economias simétricas, o modelo BMW podia produzir efeitos de estabilização, através da política monetária. Paralelamente, a política orçamental mostrou ser eficiente no modelo BMW, quando se verificavam choques negativos pelo lado da procura.

Em relação a regimes de câmbio flexível, no modelo Mundell-Fleming a política monetária era mais eficiente para economias fechadas, enquanto que a política orçamental era completamente ineficaz para economias abertas. Neste modelo, a redução da taxa de juro interna estava associada à depreciação da taxa de câmbio doméstica, e os preços eram absolutamente fixos.

As versões apresentadas no modelo BMW para câmbio flexível, mostraram resultados parcialmente similares aos encontrados no modelo Mundell-Fleming.

Concluimos assim, que, na presença de taxas de câmbio flexíveis a política orçamental era considerada eficaz, enquanto que no modelo Mundell-Fleming a política orçamental somente validava sob a perspectiva de metas monetárias, caso a política monetária utilizasse como instrumento as taxas de juro, neste caso a política orçamental era ineficaz.

O modelo BMW mostrou ainda ser compatível com regimes de câmbio fixos, através das limitações a que estavam sujeitos os Bancos Centrais, a terem que actuar segundo regras de juro simples ao invés de regras óptimas (Augusto, 2008).

### **1.1.3. Os efeitos reais nas estabilizações baseadas na taxa de câmbio – Uma análise de teorias concorrentes**

Relativamente aos efeitos reais nas estabilizações baseadas na taxa de câmbio, podemos considerar quatro hipóteses fundamentais, assim a destacar<sup>11</sup>:

- Os efeitos secundários da oferta associados a um declínio da inflação;
- A percepção de que a situação da taxa de câmbio era temporária;
- Os ajustes fiscais que tendiam a acompanhar esta situação;
- A existência de rigidez nominal nos salários e nos preços.

Por norma, a inflação só podia ser reduzida se existisse uma contracção da actividade económica, num curto prazo. Segundo Gordon (1982), a desinflação representou uma contracção da economia em países industrializados.

Desde a década de setenta até meados dos anos oitenta, verificou-se em países de inflação elevada um vasto conjunto de evidências nos efeitos reais de estabilização.

O primeiro “fracasso” deste fenómeno da desinflação, foi verificado nos programas de estabilização existente no Cone Sul da América Latina (Argentina, Chile e Uruguai), nos finais dos anos 70<sup>12</sup>.

Apesar de uma extensa análise na taxa de câmbio real, a actividade económica expandiu-se rapidamente nos primeiros anos de estabilização. A contracção, caracteristicamente associada à estabilização da inflação, surgiu mais tarde na sequência dos programas implementados.

---

<sup>11</sup>Cf. Rebelo, Sérgio; Végh, Carlos A.(1995), *National Bureau of Economic Research*, NBER Relatório 5197, Julho.

<sup>12</sup> Pela experiência do Chile no período 1979-1981, numa primeira fase não havia qualquer problema no financiamento dos elevados défices que se faziam sentir, através da contracção de empréstimos externos. No início deste período o Governo chileno decidiu combater a inflação, tendo vindo a implementar reformas orçamentais e comerciais já há alguns anos. Apesar das grandes alterações estruturais na economia, tornou-se difícil definir a verdadeira taxa de câmbio real de equilíbrio e afirmar a veracidade de apreciação da taxa de câmbio real. Nesta sequência, a sobreavaliação atingiu elevados valores trazendo efeitos negativos para a economia. Entre 1979 e 1981 a taxa de câmbio real apreciou-se em mais de 30%. Em 1982, a inflação desceu para valores inferiores a 10%, sendo conseguida através da deterioração do equilíbrio externo. As importações cresceram mais de 2 biliões de dólares e o desemprego aumentou fortemente, resultando assim da perda de competitividade da indústria do país. Depois de várias depreciações cambiais em 1982, a inflação superou os 25% no espaço de um ano.

In, Dornbusch, R.; Helmers, F.Leslie C.H.(1991), *Economia Aberta, Instrumentos de Política Económica nos Países em Vias de Desenvolvimento*, Fundação Calouste Gulbenkian, pp.83-85.

A experiência chilena demonstrou as consequências provenientes de um desalinhamento da taxa de câmbio, tendo como principais efeitos da sobreavaliação, os seguintes:

- Perda de competitividade externa, atendendo ao aumento das importações e à redução das exportações;
- Redução da produção interna, do emprego e das receitas fiscais, face ao bloqueio perante a competitividade das empresas, quer por parte das importações, quer na produção de bens de exportação;
- Uma forte desvalorização para colmatar a crise existente no equilíbrio externo<sup>13</sup>;
- Efeitos desfavoráveis sobre os mercados financeiros internos.

Os comerciantes ao contraírem empréstimos em moeda nacional para aumentarem as importações ou para criar stocks de exportações enquanto aguardavam a desvalorização, conduziam a um aumento das taxas de juro, afectando assim outros sectores. No caso de se verificar um prolongamento da sobreavaliação, muitas empresas poderiam abrir falência atendendo à especulação daí resultante. No caso dos bancos entrarem em dificuldades financeiras devido à especulação existente, o governo poderia sofrer elevados custos para salvar o sistema financeiro.

Estes problemas verificados no Chile, repetiram-se de várias formas noutros países, tais como, na Argentina, em Israel, no México e no Peru.

Segundo Kiguel, Liviatan e Végh, (1992), perante uma análise de situações idênticas a países com inflação “crónica”, deveria ser seguido um padrão comum, já que os países que utilizaram as taxas de câmbio como âncora nominal nos programas de estabilização da inflação, observaram uma subida repentina na actividade económica (consumo, investimento e aumento do PIB), uma forte apreciação da taxa de câmbio real, um aumento na taxa salarial real e uma deterioração nas contas externas. Posteriormente, nos programas estabelecidos, estes efeitos foram muitas vezes invertidos com a contracção nítida da economia e com a depreciação da taxa de câmbio real.

Relativamente a estudos iniciais de Rodriguez (1982) e Dornbusch (1982), sobre o programa do Cone Sul dos finais dos anos 70, e na presença de uma inflação “contagiosa”, a forte mobilidade de capital e a redução da taxa de desvalorização, conduziu a uma queda nas taxas de juro nominal e real<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup>Nesta sequência, os mercados de activos podiam antecipar a desvalorização, aquando da aquisição de dólares e outras moedas estrangeiras ou acelerar as importações de bens a preços reduzidos e reter as exportações de modo a que pudessem atingir preços internos mais elevados.

<sup>14</sup> A queda na taxa de juro real causou uma subida repentina na economia.

Uma outra explicação alternativa (Calvo, 1986 e Calvo e Végh, 1993), colocou o seu enfoque nos efeitos de falta de credibilidade, onde os agentes esperavam que o programa da estabilização da inflação fosse o oposto no futuro. Ao verificar-se a necessidade monetária para fazer face às respectivas transacções e uma redução temporária nas taxas de juro nominais, o preço efectivo de consumo actual reduzia-se relativamente ao futuro, impedindo assim, um consumo inicial e uma subida repentina da produção acompanhada por uma estimada taxa de câmbio real.

Para outros autores, a política fiscal representou um papel fundamental na economia.

Segundo Helpman e Razin (1987), a redução na taxa de inflação gerava um efeito de riqueza, e conseqüentemente uma subida repentina, devido à falta de equivalência Ricardiana.

Para Drazen e Helpman (1988), o efeito de riqueza derivava da expectativa de uma redução futura nos gastos governamentais.

Segundo Rebelo (1994), perante a ausência de reformas, o acréscimo das despesas governamentais, aumentava o actual valor de recursos que o governo eventualmente necessitasse de extrair do sector privado através dos impostos ou outros meios (nacionalizações, empréstimos forçados, entre outros.) Ao controlar a situação fiscal, a estabilização produzia um efeito de riqueza que podia gerar uma subida repentina, mesmo que as taxas aumentassem num curto período de tempo.

O papel dos bens de consumo duradouros foi destacado por Gregório, Guidotti e Végh (1994), que, na presença de transacções que representassem valores dispendiosos, uma queda na inflação libertava recursos para outros fins. O efeito de riqueza daí resultante, despertava os consumidores para a compra de bens duráveis, gerando assim uma forte subida inicial e, posteriormente, uma descida mais gradual.

Destacamos ainda, a literatura baseada nos efeitos secundários da oferta, como resultado das variações inflacionárias da mão-de-obra, conforme Roldos (1993) ou da acumulação de capital, Roldos (1995) e Uribe (1995).

Esta vasta teoria literária trouxe pontos de vista interessantes em diferentes aspectos da estabilização baseada na taxa de câmbio, contudo não houve qualquer tentativa em agrupar as diferentes hipóteses num único enquadramento analítico de modo a aceder à sua importância relativa. Por outro lado, a comparação da relevância quantitativa dos diversos mecanismos teóricos face à prática, registou algumas falhas.

O objectivo desta análise, consistiu em aceder às diferentes hipóteses, quer qualitativamente, quer quantitativamente, com base num enquadramento único. Para



atingir este objectivo, foi desenvolvido um pequeno modelo de economia aberta caracterizado por dois sectores de actividade (bens negociáveis e não negociáveis), acumulação de capital físico, uma transacção baseada na procura de dinheiro e mão-de-obra endógena.

Em termos qualitativos, existiram várias hipóteses, sem que existisse alguma hipótese capaz de explicar todas as regularidades empíricas.

Os efeitos secundários da desinflação na oferta provaram ser um componente essencial de qualquer cenário que se aproximasse na imitação das dinâmicas de estabilização actuais. Ao nível quantitativo, foi muito difícil explicar as magnitudes das apreciações reais observadas e as subidas repentinas no consumo<sup>15</sup>.

Desde os finais de 1940, muitos países em desenvolvimento suportaram longos períodos de inflação “crónica”, entendendo-se como inflação alta e persistente, relativamente a países industriais<sup>16</sup>. Ao contrário da hiper inflação, cuja duração era medida em meses e de uma natureza explosiva, a inflação crónica era relativamente estável e podia durar décadas. Os países adaptaram-se a viver com inflação alta, criando diversos mecanismos de indexação nos mercados financeiros, do trabalho e dos bens, sobre os quais se pretendia reduzir os custos da inflação, no entanto, o processo inflacionário tendia a arrastar-se, considerando-se longo e difícil.

Este facto revelou que as tentativas de estabilização falharam e a inflação continuou “viva”, apesar de alguns países, tais como, Chile, Israel, México e Argentina, durante 1980 conseguirem reduzir drasticamente as suas taxas de inflação.

Considerando um reduzido número de excepções, a maioria dos programas de estabilização em países com inflação crónica alta utilizaram a taxa de câmbio como âncora nominal principal. A escolha da taxa de câmbio em detrimento do agregado monetário revelou que nos países de inflação alta, a velocidade esteve provavelmente sujeita a etapas imprevisíveis, muitas vezes provocadas por uma sobrevalorização do dólar, dificultando assim, o acesso ao crescimento da taxa monetária consistente com um alvo na taxa de inflação.

Nas últimas décadas existiram 13 grandes programas de estabilizações baseadas na taxa de câmbio, na Argentina, no Brasil, no Chile, em Israel, no México e no Uruguai, em

---

<sup>15</sup> Cf. Rebelo, Sérgio; Végh, Carlos A.(1995), *National Bureau of Economic Research*, NBER Relatório 5197, Julho, pp. 2-4

<sup>16</sup> A distinção importante entre inflação crónica e hiper inflação remonta a prazos (1972). Para análises recentes, ver Bruno (1993), Sachs (1987) e Végh (1992).

que aproximadamente metade dos mesmos, fixavam a taxa de câmbio com base no controle dos preços e dos salários.

Os restantes planos de estabilização utilizavam a taxa de câmbio como a única âncora nominal. Quer tenham sido um sucesso ou não, as estabilizações baseadas na taxa de câmbio em países com inflação crónica, foram caracterizados por uma série de regularidades empíricas documentadas em Kiguel e Laviatan (1992), Végh (1992) e Reinhart e Végh (1994), assim a designar:

- Reduzida convergência da taxa de inflação para a taxa de desinflação.

A utilização da taxa de câmbio como “âncora” foi defendida muitas vezes com base no seu efeito imediato na inflação de bens negociáveis, o mesmo não acontecendo no sector dos bens não negociáveis<sup>17</sup>. Em termos de inflação no geral, esta convergia rapidamente para a taxa de desvalorização.

- Expansão inicial da actividade económica seguida de um abrandamento mais tardio.

Contrariamente ao que as relações tradicionais da curva-tipo de Philips poderiam prever, a actividade económica (PIB, emprego, consumo privado e investimento privado) expandiu-se especialmente nos primeiros períodos do programa.

- Aumento do preço relativo dos bens não negociáveis (aumento da taxa de câmbio real).

O aumento do preço relativo dos bens não negociáveis foi normalmente, substancial.

- Aumento dos salários reais medido em unidades de bens negociáveis.

Verificou-se um aumento nos salários reais numa fase inicial do processo, com excepção da experiência vivida no Uruguai, devido às limitações de dados e ao usarem o IPC, os salários reais deflacionaram-se.

- Complexidade de resposta relativa a taxas de juro reais.

O comportamento das taxas de juros reais dependiam aparentemente da tendência dos planos, a serem ortodoxos ou heterodoxos. Nos planos

---

<sup>17</sup> Bens negociáveis referiam-se aos bens exportáveis (os de produção interna, mas susceptíveis de exportação), em conjunto com os bens importados, ou seja, eram bens susceptíveis de comércio internacional, em que a sua produção era determinada pelo preço em moeda estrangeira e não pelo preço em moeda nacional. Bens não negociáveis eram bens produzidos para consumo interno, nomeadamente os serviços prestados pelo Estado.

ortodoxos, as taxas de juro reais apresentavam uma descida, enquanto que nos planos heterodoxos registavam um aumento.

- Aumento da massa monetária na economia.

Verificou-se um aumento substancial do rácio de M1 no PIB, sendo o Uruguai uma excepção à regra.

- Deterioração da Balança de Pagamentos.

As contas externas no geral deterioraram-se significativamente, reflectindo um vasto aumento nas importações de bens duráveis e bens de investimento.

- Forte ajuste fiscal.

A eliminação de grande parte do défice do sector público foi condição necessária para uma desinflação.

- Forte subida no mercado imobiliário.

O preço da propriedade residencial e comercial tinha tendência a aumentar significativamente em programas de estabilização baseados na taxa de câmbio<sup>18</sup>.

### **1.1.3.1. Apresentação do Modelo**

O modelo que se apresenta descreve uma economia pequena economia aberta e optimizada com mobilidade perfeita de capital internacional.

Consideramos neste modelo a oferta de trabalho como variável exógena, não existindo qualquer tipo de acumulação física de capital, em que o dinheiro não representava qualquer função<sup>19</sup>.

#### **a) Preferências**

Consideramos neste modelo, um elevado número de famílias semelhantes, que procuravam maximizar a sua utilização na vida, definida pelas sequências de consumo

---

<sup>18</sup> Nos dois primeiros anos a seguir à implementação do plano de estabilização do Uruguai em 1978, os preços das casas e terrenos (falando em dólares) aumentavam cerca de 181% e 212% respectivamente (Roldos, 1991). Os preços das casas e dos terrenos desceram nitidamente em 1982 quando o programa terminou e voltou aos seus níveis de pré-estabilização. Durante o “tablita” Chileno em 1978, o preço real das casas aumentou cerca de 135% nos primeiros três anos do programa, descendo em seguida de forma precipitada em 1982 para os níveis de pré-estabilização quando o programa foi abandonado (Morande, 1992).

<sup>19</sup> Cf. Rebelo, Sérgio; Végh, Carlos A.(1995), *National Bureau of Economic Research*, NBER Relatório 5197, Julho, pp. 8-21. O enquadramento de pequena economia aberta que aqui se empregou foi muito similar aos modelos de Mendoza(1991), Lundvik (1992), Correia, Neves e Rebelo (1992) e Roldos (1995).

de bens negociáveis, representados por  $(C_t^T)$  e bens não negociáveis representados por  $(C_t^{NT})$ . Daí a seguinte equação:

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \frac{1}{1-1/\sigma} \left\{ \left[ (C_t^T)^\gamma (C_t^{NT})^{1-\gamma} \right]^{1-1/\sigma} - 1 \right\} \quad 0 < \gamma < 1 \quad (1)$$

Onde  $0 < \beta < 1$  era o factor desconto e  $\sigma > 0$  era a elasticidade intemporal de substituição.

Cada agente fornecia unidades de tempo por período de  $N$  inflexíveis, distribuindo-se para trabalhar nos sectores negociáveis  $(N_t^T)$  e não negociáveis  $(N_t^{NT})$ :

$$N_t^T + N_t^{NT} = N \quad (2)$$

#### b) Tecnologia de Produção

Nesta economia, a estrutura de produção foi constituída pelo trabalhador (factor variável), capital (K) e terra (T)  $\Rightarrow$  (factor fixo).

A estrutura de produção desta economia apresentou modelos de factores específicos (Jones, 1971 e Mussa, 1974). A produção de bens negociáveis  $(Y_t^T)$  e não negociáveis  $(Y_t^{NT})$  foram descritos pelas funções de produção Cobb-Douglas abaixo indicadas, considerando-se  $Z^T$  e  $Z^{NT}$  como parâmetros de nível de tempo invariável:

$$Y_t^T = Z^T (N_t^T)^\alpha K^{1-\alpha} \quad 0 < \alpha < 1 \quad (3)$$

$$Y_t^{NT} = Z^{NT} (N_t^{NT})^\eta T^{1-\eta} \quad 0 < \eta < 1 \quad (4)$$

Tratando-se os bens não negociáveis de trabalhos intensivos, logo  $\alpha < \eta$ .

#### c) Os Problemas das Famílias

Considerando que existiam restrições no orçamento, apresentou-se a equação abaixo indicada:

$$Y_t^T + p_t Y_t^{NT} + \Omega_t + b_{t-1}(1+r^*) = (1+\tau_t^c)C_t^T + (1+\tau_t^c)p_t C_t^{NT} + b_t \quad (5)$$

Onde  $p_t$  designava o preço relativo dos não negociáveis em termos de negociáveis. A família podia conceder empréstimos à taxa de juro real exógena representada por  $r^*$ . A variável  $b_t$  representava uma participação financeira privada de fundos líquidos estrangeiros. As taxas sobre o consumo de ambos os bens apresentou-se sobre a forma de  $\tau_t^c$ . Quanto à receita fiscal, como se pretendia a sua redução na família, apresentou-se sobre a forma de transferências globais ( $\Omega_t$ ).

A condição do jogo no-Ponzi para a representatividade da família foi apresentada como se segue:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{b_t}{(1+r^*)^t} = 0 \quad (6)$$

Com o objectivo de se abstrair da presença de tendências na conta corrente, assumiu-se que  $\beta = (1+r^*)^{-1}$ . O problema da família consistia então em maximizar a utilidade do tempo de vida, definido em (1), sujeito às restrições (2)-(6).

#### d) A Restrição ao Orçamento Governamental

O governo recebia impostos sobre o consumo de ambos os bens e reduzia as receitas públicas nas famílias através de transferências globais. A participação financeira privada de fundos líquidos estrangeiros do Governo ( $f_t$ ) apresentava-se da seguinte forma:

$$f_t = f_{t-1}(1+r^*) + \tau_t^c C_t^T + \tau_t^c p_t C_t^{NT} - \Omega_t \quad (7)$$

As condições do jogo no-Ponzi para o governo representavam-se do seguinte modo:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{f_t}{(1+r^*)^t} = 0 \quad (8)$$

e) Equilíbrio nos Bens de Mercado

Considerando que os bens não negociáveis eram usados unicamente para consumo, assim, em equilíbrio, a sequência de preços relativos  $\{P_t\}_{t=0}^{\infty}$  tinha de ser tal que:

$$Y_t^{NT} = C_t^{NT} \quad (9)$$

Usando esta equação e agregando as restrições ao orçamento público e privado, obtém-se as condições de equilíbrio para os bens de mercado negociáveis:

$$Y_t^T = C_t^T + T B_t \quad (10)$$

$$a_t = (1 + r^*)a_{t-1} + T B_t \quad (11)$$

A equação  $a_t = b_t + f_t$  representava a participação financeira das famílias em fundos públicos, enquanto que  $T B_t$  representava o balanço na troca da economia.

A conta corrente era dada por :  $C A_t = r^* a_{t-1} + T B_t$ .

Na ausência de choques, esta economia considerou-se estável, onde  $T B = -r^* a$ . Qualquer nível de “a” era consistente com o estatuto estável. Deste modo, níveis positivos da participação financeira privada de fundos líquidos estrangeiros permitia à economia financiar um défice de troca que tornasse possível desfrutar níveis de consumo elevados de ambos os bens.

### 1.1.3.2 Quatro Efeitos Básicos provenientes do modelo

#### 1.1.3.2.1. O Efeito de Riqueza

O efeito de riqueza tinha como objectivo proceder a uma análise da estabilidade. O efeito de riqueza segundo Hicksian, comprometia as respostas de diferentes escolhas de variáveis para um aumento na utilidade do tempo de vida com preços inalteráveis<sup>20</sup>. Nesta economia, um efeito de riqueza conduzia a um aumento proporcional no consumo de ambos os bens sem alteração na localização do trabalho nos dois sectores, conforme representado a partir de óptimas condições:

<sup>20</sup> Para uma discussão sobre efeitos de riqueza e de substituição em modelos dinâmicos, ver King (1991).

$$\frac{1-\gamma}{\gamma} \frac{C_t^T}{C_t^{NT}} = p_t \quad (12)$$

$$p_t \eta Z^{NT} (N_t^{NT})^{\eta-1} T^{1-\eta} = \alpha Z^T (N_t^T)^{\alpha-1} K^{1-\alpha} \quad (13)$$

A Equação (12) referia-se às proporções óptimas nas quais os bens negociáveis e não negociáveis eram consumidos. A Equação (13) determinava a óptima localização de trabalho ao longo dos dois sectores. Estas equações mostraram que um aumento proporcional nos dois parâmetros de produtividade  $Z^T$  e  $Z^{NT}$  numa economia onde  $\alpha = 0$  gerava um efeito de riqueza puro, em que o consumo de ambos os bens aumentava na mesma proporção, deixando os seus preços relativos inalteráveis.

Na presença de um aumento em  $\alpha$ , registava-se uma expansão do consumo da família em ambos os bens.

É de realçar que se  $p$  fosse inalterável, a família iria manter o mesmo rácio  $C^T / C^{NT}$ , sendo contudo impraticável. A equação (13) mostra-nos que quando  $p$  não se altera, os valores de  $N^{NT}$  e  $Y^{NT}$  mantêm-se os mesmos. Para que  $C^{NT}$  se expandisse,  $p$  tinha de aumentar para induzir a recolocação do trabalho em relação ao sector não negociável. Assim sendo, no equilíbrio,  $p$  aumentava sempre e o consumo de bens negociáveis expandia-se sempre acima do consumo dos não negociáveis<sup>21</sup>. A recolocação do trabalho em relação ao sector não negociável, implicava uma queda na produção de bens negociáveis. O balanço da troca deteriorava o resultado da queda em  $Y^T$  e o aumento em  $C^T$ , sendo esta queda compensada pelo aumento nos retornos para os fundos líquidos estrangeiros ( $r^* a$ ).

A consistência destes diversos efeitos com excelentes características de estabilizações baseadas na taxa de câmbio, explicava a importância dos efeitos de riqueza face a estas situações.

<sup>21</sup> É normal que o mesmo aumento na procura que gerava uma apreciação real aumentava o rendimento do preço da terra, o qual no equilíbrio era  $p_t (1-\eta) Z^{NT} (N_t^{NT})^{\eta-1} T^{1-\eta}$ . Isto era consistente, pelo menos ao nível qualitativo, com a subida repentina observada nos mercados imobiliários.

### 1.1.3.2.2. O Efeito da Mão-de-obra

Considerando a variável mão-de-obra endógena neste modelo, a quantidade de tempo empregue nas actividades do mercado, respondia aos choques de estabilização. Os efeitos destes movimentos de mão-de-obra podiam ser apresentados neste modelo, tendo em conta um aumento exógeno e permanente face ao total da mão-de-obra  $N$ , provocando quer um efeito de riqueza positivo, quer efeitos de substituição associados às mudanças nos preços relativos dos não negociáveis. Dada a hipótese que  $\alpha < \eta$ ,  $N^{NT}$ , verificava-se um aumento acima de  $N^T$ .

Perante uma situação de equilíbrio, o consumo dos não negociáveis teria de aumentar acima do consumo dos negociáveis. Contudo, se  $p$  permanecesse constante, a família iria querer aumentar o consumo de ambos os bens nas mesmas proporções. Deste modo, na presença de equilíbrio, o preço dos não negociáveis tenderia a cair, implicando que  $C^{NT}$  aumentasse acima de  $C^T$ . A conta corrente permanecia imutável porque o aumento em  $N$  era permanente. Concluímos assim, que um aumento da mão-de-obra permitiu-nos demonstrar as subidas repentinas no consumo, tornando mais difícil um aumento mais racional do preço relativo dos não negociáveis.

### 1.1.3.2.3. O Preço Efectivo no Efeito do Consumo

Uma redução da inflação traduzia-se numa estabilização macroeconómica, contribuindo para uma redução do preço efectivo de consumo.

Considerando a mão-de-obra, como uma variável exógena, e uma redução ao rendimento das famílias proveniente de uma receita fiscal, uma mudança permanente em  $r^c$  não provocava qualquer efeito. Contudo, mudanças temporárias em  $r^c$  não eram neutras, porque estas alteravam o preço relativo do consumo hoje face ao consumo no futuro.

É de realçar o período corrente de  $t$  e considerando que  $r^c$  possuía um valor mais baixo entre este período e o período  $t+T$ , após o qual regressava ao seu nível inicial. O consumo de ambos os bens subiria nos períodos em que a taxa fosse sempre mais baixa. Estes elevados níveis de consumo eram financiados pela redução do stock dos fundos líquidos estrangeiros, por exemplo, aquando do registo de um défice numa conta corrente. Um aumento no consumo implicava um aumento em  $p$  pelas razões anteriormente abordadas: o preço relativo dos bens para a família tinha de aumentar



para deduzir o aumento em  $N^{NT}$  que produzia o aumento possível em  $C^{NT}$ <sup>22</sup>. Para os períodos  $T$  observou-se uma subida repentina no consumo e um nível mais elevado de  $p$ . O tamanho da subida repentina do consumo, dependia da elasticidade da substituição intemporal,  $\sigma$ , e dos parâmetros de produção  $\alpha$  e  $\eta$ .

Não foi relevante que esta experiência tenha isolado o verdadeiro efeito de substituição associado à queda temporária em  $r^c$ , já que o resultado reflectiu uma mistura deste efeito de substituição com o efeito de riqueza Hicksian negativo. Nesta sequência, a receita fiscal era abatida na família e, deste modo, a taxa de tributação constante no consumo não teve qualquer efeito no nível do bem-estar. Ao distorcer o preço de consumo intemporal, a queda temporária em  $r^c$  diminuiu na verdade a utilidade da família representativa.

#### **1.1.3.2.4. O Efeito do Investimento**

Consideramos neste modelo três alterações, incluindo no mesmo as despesas do investimento ( $I_t$ ), a equação standard da acumulação de capital, onde  $\delta$  representava a taxa de depreciação, assumindo que o investimento no capital físico requeria somente bens negociáveis.

$$K_t = I_t + (1 - \delta)K_{t-1} \quad (14)$$

Uma vez que o investimento não envolveu ajustes de custos, o stock de capital ajustou-se imediatamente, a fim de equacionar a taxa de juro real mundial, para a produtividade marginal de capital interno e depreciação líquida:

$$r^* = (1 - \alpha)Z^T (N_{t+1}^T)^\alpha K_t^{-\alpha} - \delta \quad (15)$$

Esta equação demonstrou que o investimento em capital físico foi afectado por forças directas e indirectas. Deste modo, um aumento nos parâmetros  $Z^T$  foi o exemplo mais simples de uma força directa que aumentou o investimento. Uma queda nas taxas de

<sup>22</sup> O preço relativo de  $p$  permaneceu imutável no caso dos dois bens serem perfeitamente substituídos (neste caso  $C^{NT}$  não se alterou) ou quando ambas as funções de produção se apresentavam lineares no trabalho (neste caso a tecnologia manifestou um preço relativo constante).

produção ou investimento, assim como uma queda da inflação quando as transacções de investimentos requereram o uso de dinheiro, teve efeitos semelhantes aos do aumento em  $Z^T$ . Por outro lado, o investimento também foi afectado pelas mudanças na procura dos não negociáveis os quais, através dos seus efeitos em  $N^T$ , alteraram o stock de capital desejado.

Verificaram-se fortes aumentos no consumo e nos preços reais, provenientes de uma queda temporária no preço efectivo do consumo e no aumento dos fundos líquidos estrangeiros.

Em ambos os casos, verificou-se uma descida na quantidade de trabalho envolvido no sector dos negociáveis, causando uma queda no investimento, que renovou a paridade entre a rede doméstica de produtividade de capital e a taxa de juro real internacional. Para que o investimento aumentasse, este efeito indirecto tinha de ser compensado por um choque que aumentasse a produtividade de capital interno.

#### **1.1.3.2.5. As teorias Alternativas**

Pretende-se analisar nesta secção as implicações das diferentes teorias face a todas as variantes macroeconómicas relevantes.

##### **1.1.3.2.5.1. Desinflação credível e seus efeitos colaterais**

Os efeitos colaterais provenientes do processo de desinflação credível, foram destacados por Roldos (1993,1995) e Uribe (1995), sendo que, em todas as experiências levadas a cabo, a taxa de desvalorização foi reduzida em 100 por cento.

A queda na taxa de lucro nominal reduziu os custos das transacções associados ao investimento, aumentando assim a produtividade marginal do capital líquido destes custos. Consequentemente, o capital estável/rácio laboral nas trocas no sector dos bens aumentaria, implicando valores mais altos de  $w$  e  $p$  e um rácio menor  $C^{NT} / C^T$ .

Dada a magnitude envolvida, o aumento da mão-de-obra não foi suficiente para suportar o aumento da procura para bens não negociáveis, caindo  $N^T$  (sectores negociáveis) e aumentando com o impacto,  $N^{NT}$  (sectores não negociáveis). O acréscimo do stock de capital, que ocorreu durante a transição, esteve associado à queda em  $N^{NT}$  e ao aumento de  $N^T$ .

### **1.1.3.2.5.2. A Hipótese Temporária**

Na sequência de tentativas falhadas de estabilização em países com inflações “crónicas”, com o objectivo da redução da inflação para níveis internacionais, trouxeram algum cepticismo para o sector privado, surgindo assim a hipótese temporária explorada por Calvo (1986) e Calvo e Végh (1993). Esta hipótese considerou que o plano de estabilização não era credível, logo a redução da taxa de inflação era vista como “estritamente temporária”.

Atendendo à utilidade do dinheiro para a aquisição de bens, uma redução temporária da taxa de lucro implicava uma queda no preço efectivo de consumo hoje, relativamente ao futuro, conduzindo a uma subida repentina na produção e, conseqüentemente, uma contracção tardia<sup>23</sup>.

Na presença de escassez de mão-de-obra para fazer face a este aumento, observar-se-ia uma subida de  $W$  devido à recolocação do trabalho no sector da negociação para o sector da não negociação. Estes efeitos continuaram a estar presentes, mas a expansão da mão-de-obra esteve associada a uma queda inicial na taxa real dos salários. O aumento em  $N$  foi primeiramente o resultado da queda da inflação que baixou os preços de consumo em termos de lazer, já que a inflação afectou a mão-de-obra através da mudança em  $X$ . A queda na inflação tornou o investimento temporário mais barato, causando assim, um forte investimento repentino durante a estabilização e uma queda no investimento abaixo dos seus níveis iniciais depois do período dez.

### **1.1.3.2.5.3. Os efeitos da Política Fiscal**

Segundo Drazen e Helpman (1988-1990) e Agenor (1994), os efeitos dos planos de estabilização resultaram das reformas fiscais que se fizeram sentir no acto da transacção.

Foram exploradas empiricamente por Giavazzi e Pagano (1991) as contracções fiscais, na sequência das análises fiscais observadas na Irlanda e Alemanha em 1980.

---

<sup>23</sup> Os preços efectivos de consumo temporariamente baixos levaram a que as famílias aumentassem o consumo hoje (por exemplo: entre período 1 e período 10) relativamente ao futuro (por exemplo: depois do período 10). Assim, no impacto ambos  $C^T$  e  $C^{NT}$  aumentaram. Os níveis de consumo mais altos observados entre o período 1 e o período 10 foram financiados em parte pelo nível mais alto da mão-de-obra e em parte pela redução dos fundos líquidos estrangeiros

Conforme Rebelo (1994), uma expansão podia ocorrer na presença de um aumento das taxas, em situações onde o presente valor dos recursos que o governo necessitasse para extrair do sector privado, excluía o plano de estabilização.

#### **1.1.3.2.5.3.1. Acertos Fiscais durante a Estabilização**

Os programas de estabilização que apresentaram um maior sucesso, mesmo considerados temporários, deveram-se essencialmente à existência de um acerto fiscal, caracterizado pela coordenação de taxas elevadas com reduzidas despesas<sup>24</sup>.

No entanto, parte do aumento das receitas públicas, parece ter sido uma resposta endógena à subida repentina inicial, devendo-se em grande parte ao PIB, que caiu nitidamente com a recessão de 1988-1989<sup>25</sup>.

#### **1.1.3.2.5.3.2. Inflação e Rigidez nos Salários Nominais**

Na sequência dos estudos sobre a estabilização Mexicana em 1987, desenvolvidos por Dornbusch e Werner (1994), a inflação foi identificada como inflação “contagante” .

Por norma, quando se apresentava o resultado do programa de estabilizações baseado na taxa de câmbio, os salários nominais estavam indexados a inflações do passado. Por outro lado, a materialização das taxas de inflação baixas após a reforma, tornava os salários reais demasiado elevados.

Quando se pretendia estudar as implicações desta hipótese, calculava-se o equilíbrio perfeito do modelo base previsto, o qual correspondia a um aumento sustentado, mas temporário, na taxa do salário real. Atendendo a que o salário real esteve acima do seu valor de equilíbrio, assumiu-se que o número de horas empregues no mercado de trabalho era determinado pelo lado mais restrito do mercado, sendo neste caso concreto o lado da procura<sup>26</sup>. Consequentemente, surgiu o desemprego involuntário, proveniente

---

<sup>24</sup> A melhoria fiscal verificada na Argentina desde 1990 a 1993, representou um aumento nas receitas públicas (incluindo as taxas). Da mesma forma, em Israel, a forte melhoria fiscal de 18.4 pontos percentuais no défice geral do governo como percentagem de PIB desde 1984 até 1986, reflectiu-se numa redução de 10 pontos percentuais aproximadamente, em despesas públicas (especialmente na defesa e nos subsídios) e num aumento das receitas públicas. O México apresentou um grande excedente (aproximadamente 10% do PIB) quando o plano de estabilização foi implementado no fim de 1987. No Uruguai, o ajustamento fiscal também aconteceu antes que o programa tivesse sido implementado. Em 1982, a situação fiscal deteriorou-se nitidamente devido a um aumento significativo nas despesas (relacionadas com a segurança social e os salários governamentais).

<sup>25</sup> A relação entre receita fiscal pública e o aumento repentino inicial no consumo em trocas baseadas nas taxas de estabilização foram abordados por Talvi (1994)

<sup>26</sup> Cho e Cooley (1995) e King (1995) exemplificaram modelos dinâmicos que incorporaram a rigidez nominal e o desequilíbrio das regras de localização. Erceg e Levin (1994) analisaram o papel da rigidez nominal em episódios de estabilização, num enquadramento semelhante abordado neste trabalho.

do desfasamento de horas utilizadas pelas empresas, considerado restrito, e o número de horas disponível na economia.

Considerou-se que os salários reais seguiam o seguinte processo:

$$\widehat{w}_t = \zeta_t + v\widehat{N}_t$$

Onde,  $\widehat{w}_t$  correspondia ao desvio percentual na taxa salarial relativo à situação estável,

$\zeta_t$  representava um choque salarial e  $v$  referia-se à sensibilidade de mudanças na taxa salarial para variações no emprego total  $\left(\widehat{N}_t\right)$ , definido como o desvio percentual de

$\left(N_t^T + N_t^{NT}\right)$  em valores de situações estáveis. O termo  $v\widehat{N}_t$  representava o aumento do salário real, ao mesmo tempo que as condições nos mercados de trabalho diminuam e definiu-se que  $v=1$ .

Os efeitos da rigidez nos salários nominais no âmbito do isolamento, geraram características contrafactuais fortes, nomeadamente, uma recessão em ambos os sectores e um declínio, quer no consumo, quer no investimento. Nesta sequência foi notório o despedimento de trabalhadores devido aos salários elevados e uma redução no consumo provocada pelo desemprego, assim como a quebra no investimento

Constatamos que os efeitos de uma redução permanente na taxa de desvalorização, levou à convergência imediata da inflação negociável, mas também, uma lenta convergência da inflação dos bens de consumo interno. Assim, um acréscimo em  $p$  implicava um aumento no consumo de bens negociáveis e uma diminuição no consumo dos bens não negociáveis, um aumento do investimento (o qual correspondeu à recolocação do trabalho em relação aos bens negociáveis) e uma diminuição da taxa salarial real, ao mesmo tempo que se deteriorava a conta corrente<sup>27</sup>.

## **1.2 Fragilidade Financeira nos Regimes de Taxas de Câmbio Fixas**

Uma das políticas mais utilizadas para reduzir a taxa de inflação, consistia na fixação da moeda de um país a outro que tivesse uma baixa inflação.

Os regimes de câmbio fixos foram adoptados por diferentes países e em diferentes épocas, com o objectivo de atingir uma estabilidade económica, sem que tenha sido possível a existência de padrões consistentes face aos resultados pretendidos de

---

<sup>27</sup> O facto de  $p$  ser temporariamente superior levou à redução de fundos líquidos estrangeiros.

estabilização. No entanto, existiram modelos comuns face a experiências tão diversificadas, tais como, no Chile em 1979, França em 1987 e Argentina em 1991<sup>28</sup>.

Paralelamente às grandes pesquisas relativas aos efeitos sobre as taxas de câmbio baseadas em programas de estabilização, e, mais especificamente, nas consequências provenientes das mudanças na taxa de inflação, salientamos o trabalho de Krugman (1979) onde reforçou a importância do regime de taxa de câmbio fixa, como interveniente entre a política fiscal e a política monetária. Na presença de grandes flutuações fiscais adoptadas pelos Governos de qualquer país, estes podiam afectar o défice, conduzindo a uma perda gradual das reservas e, eventualmente uma especulação na moeda.

A fixação da taxa de câmbio contribuiu para um decréscimo na eficiência governamental, quer no presente, quer no futuro, resultante da reforma do sistema fiscal e do redireccionamento dos gastos governamentais face aos objectivos da produção.

Segundo Kiguel e Livithan (1988), as medidas de restrição fiscal adoptadas contribuíam para uma reforma de sucesso, havendo uma gestão mais coerente dos débitos, tornando os custos de actividade governamental mais transparentes.

Relativamente à política de estabilização proveniente das taxas de câmbio fixas, Vegh (1992) e Rebelo (1995) apresentaram como consequências:

- 1- Expansão económica<sup>29</sup>;
- 2-Aumento súbito do preço relativo dos não transaccionáveis;
- 3-Deterioração das contas correntes da balança comercial;
- 4-Quebra da produção no sector comercial;
- 5- Ajuste fiscal nos programas de sucesso;
- 6-A expansão inicial na actividade económica tendia a ser seguida de um abrandamento.

Os factos mencionados pelos números 2, 3 e 4 revelaram um fraco sucesso da política de taxa de câmbio adoptada. Nesta sequência, verificamos que a inflação convergiu lentamente e a expansão económica pareceu ser “sustentada” por empréstimos estrangeiros. Por outro lado, o aumento dos salários foi muitas vezes forçado por acordos e por uma política expansionista do governo e por injeções de capital estrangeiro ou pela rigidez nominal do sistema.

---

<sup>28</sup>Cf. Rebelo, Sérgio(1997), *What Happens When Countries Peg Their Exchange Rates (The Real Side Of Monetary Reforms)*, National Bureau Of Economic Research, p.3

<sup>29</sup> Como resultado da expansão económica, verificou-se um aumento do consumo e do salário real, uma redução da taxa de desemprego e um forte expansão do mercado imobiliário.

A expansão no sector dos não transaccionáveis deveu-se ao facto deste estar protegido pela competitividade estrangeira, em que a redução dos preços compensava assim, o aumento dos salários.

Perante a perspectiva criada em redor da fixação da taxa de câmbio como indesejável, os economistas foram forçados a defender o controlo de preços e salários. A presença de uma expansão inicial relacionada com a fixação da taxa de câmbio, seguida de uma recessão, foi alvo de crítica ao governo, pelo facto de não existir a priori qualquer precaução face a esta situação. Sempre que se verificava esta situação indesejável, este regime de taxa de câmbio fixa era abandonado.

Os efeitos relativos à fixação da taxa de câmbio estavam associados a uma redução dos custos de transacção provenientes da diminuição da taxa de inflação. No caso de custos reduzidos, a fixação da taxa era pouco relevante numa primeira fase, em termos reais.

A rigidez nos salários em termos nominais, implicava um aumento nos salários reais acima do seu valor de equilíbrio, atendendo à redução da taxa de inflação como resultante da fixação da taxa de câmbio. Consequentemente, esta subida do salário real deveria conduzir a uma recessão e não a uma expansão, já que o desemprego tendia a subir e a produção/ investimentos a descer. A rigidez do preço nominal implicou uma subida do preço dos não transaccionáveis face ao seu valor de equilíbrio, daí a existência de uma recessão no sector dos não transaccionáveis.

Os efeitos procedentes da rigidez nominal atrás expostos, persistiram por longos períodos, perdendo a sua importância, já que esta rigidez se reportava a períodos não superiores a um ou dois anos<sup>30</sup>.

Segundo Froot e Rogoff (1992) a fixação da taxa de câmbio não correspondeu a um crescimento do salário real em termos de rigidez nominal. Nesta sequência, se o salário real fosse demasiado elevado no primeiro período devido ao acréscimo da inflação esperada face à inflação verificada, este problema deveria ser corrigido num segundo período<sup>31</sup>.

Quanto à forma de resolver substancialmente os efeitos de rigidez nominal, podiam proceder a uma renegociação dos contratos nominais, como condição satisfatória para países de alta inflação e, simultaneamente, indexar os novos contratos aos bens negociáveis.

---

<sup>30</sup> Os efeitos da rigidez em termos nominais nos salários e nos preços foram discutidos por Rebelo e Vegh (1995).

<sup>31</sup> Um aumento sustentado no salário real, requeria que a diferença existente entre a inflação esperada e a verificada, aumentasse sistematicamente com o tempo.

Apresentamos em seguida o modelo analisado por Rebelo e Vegh (1995), relativo a uma pequena economia aberta, com a presença de dois sectores na economia, os transaccionáveis e os não transaccionáveis, em que as preferências dos agentes económicos foram definidas por sequências de consumo destes dois tipos de bens, designados por  $C_t^T$  e  $C_t^{NT}$ .

Apresentamos a equação  $U = E_0 \sum_{t=0}^{\infty}$ , onde o símbolo  $E_0$  designava a expectativa condicional da informação disponível em tempo zero.

A variável  $N_t$  representava o número de horas trabalhadas pelo agente no período  $t$ .

Nesta função utilidade, o valor  $N_t$  era determinado em relação ao salário real, sendo uma referência relativa para modelos de pequenas economias abertas, evidenciando uma certa volatilidade a nível do consumo<sup>32</sup>.

Relativamente à Tecnologia, o trabalho era livremente móvel entre os dois sectores. A variável designada por  $N_t$ , unidades de trabalho por cada trabalhador, podia ser usada para produzir bens transaccionáveis ou não transaccionáveis, apresentando-se a seguinte equação:  $N_t^T + N_t^{NT} = N_t$ .

Ao introduzirmos custos de mobilidade de trabalho ou permitindo ao trabalho variar perante margens intensivas ou extensivas, o próprio modelo apresentava um maior crescimento inicial do preço relativo dos não transaccionáveis.

A produção de transaccionáveis requeria trabalho e capital, conforme a função de Cobb – Douglas que abaixo se indica:

$$Y_t^T = A^T (N_t)^{\alpha} K_{t-1}^{1-\alpha} \quad 0 < \alpha < 1$$

A produção dos não transaccionáveis resultava da combinação de trabalho com o factor específico como a terra<sup>33</sup>.

$$Y_t^{NT} = A^{NT} (N_t^{NT})^{\eta} T^{1-\eta} \quad 0 < \eta < 1$$

Ao introduzirmos no modelo o progresso técnico, verificava-se um aumento da produtividade mais rápido no sector dos transaccionáveis, aumentando o preço relativo dos não transaccionáveis a uma taxa constante.

<sup>32</sup> Cf. Mendoza (1991), Lundvik (1992) e Correia (1995).

<sup>33</sup> Os não transaccionáveis utilizavam o trabalho de forma mais intensiva do que os transaccionáveis, como sendo  $\eta > \alpha$ . Os não transaccionáveis eram na maior parte produzidos no sector dos serviços.



Esta taxa de crescimento era apresentada pela expressão  $\left(\frac{g_T}{g_{NT}}\right)^{n-\alpha}$ , onde  $g$  identificava a taxa bruta do progresso técnico.

Seguidamente apresentou-se a função relativa à quantia monetária utilizada nas transacções de mercadorias negociáveis, que permitia ao agente economizar o montante correspondente ao total dos recursos destinados nas mesmas.

$$S_t = Z^s (C_t + I_t)^y \left( \frac{M_t P_t^T}{C_t + I_t} \right)$$

A variável  $P_t^T$  representava o preço nominal das mercadorias transaccionadas, e  $\frac{M_t}{P_t^T}$  as oscilações do dinheiro.

O consumo total definido em unidades de transaccionáveis era dado pela equação:

$$C_t = C_t^T + P_t C_t^{NT}$$

A função quadrática é abaixo apresentada por :

$v(\chi) = \chi^2 - \chi + \frac{1}{4}$  onde  $\chi_t = M_t [P_t^T (C_t + I_t)]$ , representava o inverso da velocidade de circulação respeitante ao total.

A equação seguinte diz respeito à tecnologia adoptada nas transacções:

$$\frac{M_t^T}{P_t} = (C_t + I_t)^{\frac{1}{2}} \left[ 1 - \frac{R_t}{Z_s} (1 + R_t) \right], \text{ onde o } R_t \text{ designa a taxa de juro nominal.}$$

A forma quadrática assumida por  $v(\chi) = \chi^2 - \chi + \frac{1}{4}$ , assegurava que os custos das transacções fossem zero quando a taxa de juros nominal era também zero.

Relativamente aos efeitos de riqueza, segundo Rebelo e Vegh (1995), se o preço relativo das mercadorias não se alterasse, verificava-se o mesmo aumento proporcional em ambos os tipos de consumo. No entanto, sem uma mudança nos preços relativos, a produção de não negociáveis continuaria a verificar-se e, conseqüentemente um aumento do seu preço, registando-se uma maior expansão no consumo dos negociáveis do que no consumo dos não negociáveis, em termos de equilíbrio.

Estando o trabalho dividido entre a produção de negociáveis e de não negociáveis, o investimento declinava devido à taxa de retorno de capital no sector dos negociáveis, reduzindo-se abaixo de  $r^*$ .

Quanto aos efeitos de reforma, no caso de uma economia se encontrar num estado de não reforma, a taxa de produção permanecia constante, assim como os impostos, mas as despesas governamentais nos negociáveis e não negociáveis subiam.

No caso de incorporação dos efeitos de deflação, verificou-se uma redução da taxa de juro nominal assim como do custo de transacção. Registou-se ainda, um efeito de riqueza associado ao declínio dos recursos de transacções, e, conseqüentemente um aumento do consumo e um aumento nos lucros líquidos provenientes do investimento e dos custos de transacção.

A redução dos custos de transacção associada à deflação foi suficientemente forte para gerar um aumento no stock de capital.

Podemos concluir que as situações atrás descritas tiveram sucesso devido à estabilização da taxa de câmbio. No entanto, o investimento tendeu a aumentar com a estabilização, apesar do seu comportamento não se apresentar tão estável como o consumo. A relação estabelecida entre os efeitos da política fiscal e os da deflação, contribuíram para um aumento do investimento.

Segundo Rebelo (1995), era difícil compreender estes efeitos, devendo-se unicamente ao resultado da deflação. Uma das vantagens mais significativas do âmbito fiscal, permitiu ao modelo gerar um maior consumo e uma apreciação de taxas de câmbio reais.

Os países que optaram por um regime de câmbios fixos num contexto do Programa de Ajustamento Macroeconómico, implementaram reformas de âmbito fiscal para permitir uma melhoria da iniciativa privada.

Este modelo demonstrou que a política fiscal podia gerar os principais factos associados a estas reformas, tais como uma expansão do consumo, uma deterioração da conta-corrente e um aumento da taxa de salário real e do preço relativo dos não negociáveis, para além de surpreender quanto ao facto de que uma expansão económica acontecia ao mesmo tempo que o aumento dos impostos. A reforma implicou um aumento fiscal, que foi menor do que aquele que eventualmente teria lugar se a economia continuasse no estado de não reforma. Conseqüentemente, o sector privado revelou um efeito de riqueza positivo que implicou um aumento do consumo e concomitantemente, uma expansão económica. Os acontecimentos económicos subsequentes à adopção de um regime de taxas de câmbio fixas, foram frequentemente considerados irracionais por parte do sector privado. Os *booms* do consumo e as apreciações reais foram demasiado

fortes para serem consideradas simplesmente como resultado de um processo de deflação.

A fixação da taxa de câmbio gerou um forte incentivo à criação de reformas fiscais e à sua permanência. A adoção de taxa de câmbio fixa e a mudança associada foram um acontecimento exógeno <sup>34</sup>.

### **1.3. Fragilidade dos regimes das taxas de câmbio face ao Mercado Financeiro**

A crise das moedas que coincidiu com as crises bancárias assentou em quatro elementos fundamentais:

- 1- Os Governos ofereciam garantias aos credores nacionais e estrangeiros;
- 2- Os bancos não aumentavam as suas taxas de câmbio;
- 3- Existência de um “*boom*” de empréstimos antes das crises;
- 4- Quando o colapso ocorreu, registou-se um aumento das taxas de juro e, consequentemente, um declínio persistente da produção (*output*).

As garantias governamentais implicaram uma redução nas taxas de juro, gerando assim, maior expansão económica, mas um sistema bancário mais frágil.

Os bancos optaram por não subir as taxas de câmbio e quando as taxas de câmbio fixas eram abandonadas a favor de uma política deslizante (*crawling-peg*), os bancos caminhavam para uma situação de “falência”, descendo assim, as taxas de juro, os salários reais e a produção (*output*).

A presença de garantias governamentais prestadas aos credores bancários, eliminavam completamente os incentivos bancários a fim de assegurar os riscos das taxas de câmbio. Consideramos dois tipos de riscos associados às desvalorizações das taxas de câmbio.

O primeiro tipo de risco surgiu na presença de um empréstimo contraído em termos de moeda estrangeira, por exemplo em dólares, estando esses empréstimos denominados na unidade da sua própria moeda.

O segundo tipo de riscos, surgiu quando as desvalorizações estavam associadas a empréstimos mais elevados, mesmo que estes estivessem denominados em dólares. Esta

---

<sup>34</sup> Cf. Rebelo, Sérgio(1997), *What Happens When Countries Peg Their Exchange Rates*, Working Paper 6168, National Bureau of Economic Research, Setembro, pp. 3-25

ocorrência devia-se ao facto destes empréstimos serem frequentemente usados para fundos que produzissem mercadorias não transaccionáveis, cujos preços relativos entravam em declínio após a desvalorização da moeda.

A ausência de garantias governamentais era considerada uma boa política, já que eliminava completamente os incentivos bancários que conduziam a um aumento do risco de desvalorização. No entanto, as garantias governamentais concedidas a créditos bancários implicavam uma redução das taxas domésticas e um aumento da produção, do emprego, dos salários reais e do número de bancos e de empresas.

Perante esta situação, também se constatou um sistema bancário mais fragilizado, já que, na presença de uma desvalorização, não aumentava o risco das taxas, podendo contribuir para um acréscimo da dívida ao estrangeiro, conduzindo também os bancos à falência.

As economias com e sem garantias governamentais reagiram de mesma forma à desvalorização, no entanto, uma economia com garantias tinham uma taxa de juro mais baixa e um maior nível de produção, levando a uma desvalorização, a um aumento nas taxas de juro e a uma queda na actividade económica.

Nas economias de taxas fixas com garantias governamentais, os bancos não desejavam comprar dólares no futuro.

Assumimos as desvalorizações como acontecimentos exógenos, cuja probabilidade não estava relacionada com o estado da economia<sup>35</sup>.

#### **1.4. As variações cambiais e oportunidades de escolha de acordos de taxas cambiais**

A política cambial ao ser definida como a utilização deliberada da taxa de câmbio para influenciar variáveis económicas fundamentais, nomeadamente as exportações e as importações, visava os objectivos da política económica global.

Considerando variações cambiais no quadro de um pequeno país, como é o caso de Portugal, Suécia, Áustria, entre outros, não tinham qualquer capacidade para alterar os preços internacionais, qualquer que fosse a sua posição de comprador ou de vendedor. Neste países, os preços internacionais eram considerados como um dado, que, no caso

---

<sup>35</sup> Cf. Rebelo, Sérgio; Burnside, Craig; Eichenbaum, Martin(1999), *Hedging And Financial Fragility In Fixed Exchange Rate Regimes*, Working Paper 7143, National Bureau Of Economic Research, Maio, pp.2-38.

de desvalorizarem a sua moeda para aumentar a sua competitividade, deparavam-se com uma incapacidade total de o fazer nos mercados externos.

Tratando-se de um grande país, os preços em moeda nacional, quer dos bens exportáveis quer dos bens importáveis, permaneciam constantes, já que o grande país conseguia fazer reflectir sobre o mercado externo todo o impacto da desvalorização. A função da procura de bens importáveis do grande país era perfeitamente elástica, de tal forma que a variação cambial não causava qualquer impacto nos preços em moeda nacional. Do mesmo modo, a função da oferta de exportações era perfeitamente elástica, já que as variações da procura externa dos bens por si exportáveis não tinham qualquer impacto nos preços em moeda nacional, correspondendo a variação do preço de oferta a um forte impacto da depreciação da moeda nacional.

Relativamente a países em vias de desenvolvimento, a opção, quer por taxas flutuantes, quer por fixas, não foi fácil, atendendo à sua reduzida dimensão económica, sendo necessário uma adaptação à estrutura existente, podendo persistir a flexibilidade e eficácia na gestão monetária e fiscal, impondo restrições à movimentação de capitais.

O mesmo se verificou em relação aos países ricos e diversificados, que na presença de problemas económicos, esses problemas persistiram de forma isolada e não de forma interligada, dado o seu tamanho e diversidade.

Dentro dos dois sistemas de taxas, as taxas cambiais flexíveis, deixavam de contribuir para a redução de choques reais, mas contrariamente, contribuía para o agravamento dos choques financeiros.

No seguimento da experiência monetária internacional, consideraram-se quatro períodos distintos em termos dos países mais importantes.

O primeiro referia-se ao período compreendido entre 1870 e 1914, sendo considerado pela maioria dos países o padrão-ouro, que contribuiu para a existência de taxas de câmbio fixas entre moedas. Este regime foi interrompido pela Primeira Guerra Mundial e foi, durante o seu período de existência, considerado relativamente uniforme.

Um segundo período, compreendido entre 1914 e 1946, caracterizou-se por grandes variações devido à divulgação e uso esporádico de controlos cambiais.

No terceiro período, compreendido entre 1946 e 1973, a política cambial foi influenciada pelo Acordo de *Bretton Woods* de 1944, adoptado inicialmente por quarenta e quatro países, número este que foi aumentando ao longo do tempo.

Este acordo atingiu o seu auge nos finais dos anos sessenta e, em Março de 1973 foi abandonada a prática de câmbios flutuantes pela generalidade dos principais países europeus e pelo Japão<sup>36</sup>.

Em 1978 procedeu-se a uma rectificação dos artigos do Acordo do Fundo Monetário Internacional (FMI), de forma a que fossem tomadas as medidas necessárias para manter as taxas cambiais de mercado próximas da paridade.

No seguimento desta alteração, os países membros poderiam escolher o acordo cambial mais conveniente, desde que o mesmo fosse declarado ao FMI e estivesse de acordo com o seu objectivo geral<sup>37</sup>.

A rejeição da flexibilidade da taxa cambial intra-europeia pela maioria dos países membros da Comunidade Europeia alterou o Sistema *Bretton Woods* face ao mecanismo das taxas cambiais do Sistema Monetário Europeu, dando origem à criação da União Económica e Monetária Europeia e da sua moeda comum<sup>38</sup>.

O fim do risco de câmbio não eliminou o risco do país, como revelou a história recente da Argentina e Equador. Para além disso, a disciplina fiscal também pode beneficiar da fixação a uma moeda forte credível.

No entanto, verificou-se uma mudança, em que a escolha entre câmbios flexíveis e fixos foi apenas a escolha entre disciplina fiscal hoje e amanhã.

Perante câmbios flexíveis, todos os desequilíbrios fiscais se manifestaram imediatamente no valor da moeda, contrariamente aos regimes de câmbios fixos, em que a taxa de câmbio disfarçava a “indisciplina” em vez de promover o equilíbrio orçamental.

A introdução de limites aos défices nacionais na zona euro, foi uma forma de o reconhecer.

---

<sup>36</sup> No entanto, muitos países preferiram fixar as suas moedas a outra mais forte, nomeadamente o dólar americano, o franco francês e a libra inglesa.

<sup>37</sup> Os países membros, que actualmente incluem todas as economias mundiais, à excepção de Cuba, da Coreia do Norte, de Hong Kong, de Taiwan e de um conjunto de pequenos Estados, adoptaram entre si uma elevada diversidade de acordos cambiais, oscilando entre a flutuação livre e a fixação rígida a uma moeda mais forte, com muitas combinações intermédias.

<sup>38</sup> A Europa Ocidental foi campeã da estabilidade cambial intra-regional, pelo menos desde os anos setenta. O euro não foi o ponto de partida, mas o destino dessa história de estabilidade. Os países em desenvolvimento, na Ásia do Leste ou na América Latina, partiram de uma maior volatilidade cambial que a Europa, apresentando progressos distintos até aos anos noventa. Enquanto que na Ásia, as suas moedas atingiram níveis de estabilidade cambial europeus, a América Latina manteve volatilidades quase três vezes as da Europa. As flutuações das taxas de câmbio real entre cada região e o Resto do Mundo, confirmaram a Europa e a Ásia como zonas de câmbio estáveis. A América Latina, contrariamente, apresentou maior volatilidade intra-regional, face ao Resto do Mundo. A volatilidade das moedas regionais *versus* o dólar, também representou uma Ásia estável e uma América Latina mais estável com o dólar, face aos seus vizinhos.

Pela experiência concreta dos países latino-americanos e africanos, verificou-se que as políticas fiscais mais prudentes estavam associadas a maior flexibilidade cambial<sup>39</sup>.

Na sequência da proposta apresentada por Keynes, com o objectivo de aumentar a relação entre o preço oficial de compra do ouro e o preço de venda desse mesmo material, os países que aderissem a tal solução apresentariam um conjunto de taxas cambiais flutuantes, traduzindo-se deste modo num dado número de oportunidades para a política monetária nacional independente<sup>40</sup>.

As taxas flutuantes apresentaram três desvantagens fundamentais:

- O problema das transacções comerciais que não podiam ser cobertas de riscos a preços moderados;
- Alterações dispendiosas e perturbadoras ao nível do trabalho e do capital dentro dos sectores, em resposta a alterações de taxas cambiais que podiam revelar-se temporárias;
- Movimentos agravantes das taxas cambiais, contribuindo assim para a intensificação de desequilíbrios, em vez da promoção de adaptação.

O sistema de taxas cambiais flexíveis foi defendido por Friedman, já que eliminava a necessidade de coordenação internacional, podendo cada país desenvolver uma política monetária interna estável<sup>41</sup>.

Os economistas começaram a defender uma maior flexibilidade das taxas cambiais, apresentando assim diversas propostas.

Alguns economistas pretendiam conferir maior liberdade às diferenças existentes nas políticas monetárias nacionais, alargando a variação admissível relativa às paridades centrais, tal como Keynes nos anos vinte; enquanto que outros se baseavam em mudanças seculares graduais das taxas cambiais sem provocarem uma forte especulação em torno de mudanças discretas e prováveis ( por exemplo Willinson , 1965).

O movimento geral a favor das taxas cambiais flexíveis entre as moedas mais fortes, que teve lugar em 1973, foi de curta duração<sup>42</sup>.

---

39 Cf. José Albuquerque Tavares, *Economia Pura* (2001), pp.84-87

40 A formalização da proposta de Keynes não se concretizou, no entanto, devido à situação do ouro em 1931, surgiram mais oportunidades relativas à acção nacional independente, para além do que Keynes tinha previsto.

41 Milton Friedman defendeu que, face às alternativas disponíveis, conseguiam pôr a flutuar as moedas europeias umas contra as outras, perante as transacções efectuadas, numa época bastante oprimida por controlos directos. Considerou ainda, a flexibilidade das taxas cambiais, como uma forma de absolver objectivos que, de outro modo seriam conflituosos. Numa fase inicial, foi apenas Friedman que defendeu as taxas cambiais flexíveis, já que a maioria dos economistas contemporâneos preferiam as taxas cambiais fixas e temiam a possível instabilidade derivada das taxas cambiais flexíveis. Verificou-se uma permanência elevada das taxas fixas, especialmente as taxas cambiais fixas de *Bretton Woods*.

42 Muitos Europeus Continentais consideravam que as taxas flexíveis em relação às suas moedas iriam prejudicar o recém-criado Mercado Comum e, sobretudo, a Política Agrícola Comum. As designadas taxas cambiais verdes,

Em câmbios fixos e perfeita mobilidade de capitais, as autoridades viam a política monetária a perder a sua eficácia, ficando contudo com a possibilidade de accionar duas modalidades de política: a política orçamental e a política cambial.

O problema dos câmbios fixos era também o de potenciar desequilíbrios no saldo global da Balança de Pagamentos, que não eram resolvidos de forma automática como acontecia em câmbios flexíveis. Os câmbios flexíveis administrados, que constituíam a situação intermédia entre os dois grandes regimes cambiais, partilhavam as desvantagens dos câmbios fixos, pelo menos nos períodos em que as autoridades decidiam fazer uso efectivo da faculdade de intervenção, que o sistema lhes conferia. A principal desvantagem dos câmbios flexíveis puros, consistia na instabilidade cambial que podia ocorrer na ausência completa de intervenção no mercado cambial, e no risco dessa instabilidade provocar danos no comércio e investimentos internacionais. Uma outra vantagem por vezes atribuída aos câmbios fixos e desvantagens dos câmbios flexíveis, referia-se ao argumento que aquele regime cambial tinha como papel disciplinador da política cambial (Ramos, 2006 ).

A questão sobre o melhor regime de taxas cambiais continuou a colocar-se, e a mesma questão nos anos noventa centrava-se na conveniência da introdução de uma moeda comum na Europa, apesar de trazer algumas dúvidas para os economistas.

Para além disso, o facto de todos os países passarem por crises financeiras em 1997 e 1998, e apresentarem taxas cambiais fixas e não declaradas, contribuindo para uma reapreciação da política de taxas cambiais mais apropriada para os países em vias de desenvolvimento, levou alguns economistas à conclusão de que as taxas cambiais flexíveis eram preferíveis às fixas.

A não concretização das escolhas das taxas cambiais deveu-se essencialmente a uma teoria monetária demasiado primitiva nos seus estudos e na sua insistência em separar factores monetários e reais aquando da análise das economias.

Esta prática, considerada pedagogicamente útil, impossibilitou os economistas de associarem quaisquer custos sociais, já que afectavam o papel distribuidor dos preços monetários, assim como nas flutuações das taxas cambiais que estavam dissociadas de sinais autênticos de redistribuição de recursos.

A escolha do regime cambial considerava, entre outros factores, a elevada mobilidade de capitais e a integração internacional dos mercados financeiros, uma vez que os fluxos

---

diferentes das taxas de mercado, foram aplicadas ao comércio agrícola intra-europeu, necessitando à partida de ajustes de ordem interna.



de capitais de curto prazo contribuía para aumentar a vulnerabilidade externa das economias domésticas, à medida que mudanças súbitas das expectativas dos investidores internacionais, podiam resultar numa redução drástica do nível de desempenho macroeconómico sobre qualquer tipo de regime cambial (Gabriel; Oreiro, 2008).

Há uma vasta literatura sobre as vantagens e desvantagens do regime de câmbio fixo e do regime de câmbio flexível, nomeadamente, Wickham (1985), Flood, Bhandari e Horne (1989) e Krugman e Obstfeld (1991), entre outros.

Um resultado importante da rigidez do câmbio, sob as hipóteses de economia pequena e mobilidade perfeita de capital, referia-se à perda de independência monetária (Seabra, 1998).

Segundo Corden (2001), nenhum regime de taxas de câmbio tinha apenas vantagens ou desvantagens, sempre existiram compensações e todos os regimes cambiais consideravam-se factíveis, quando os fundamentos eram satisfatórios. Segundo o mesmo autor, as taxas de câmbio precisavam de ser prontamente ajustadas, com ajustes automáticos através de *crawling pegs* anunciadas previamente quando a taxa de inflação de um país aumentava significativamente acima da taxa de seus parceiros e competidores comerciais.

Num regime de flutuação cambial, segundo Friedman (1953), as variações da taxa de câmbio reflectiriam, variações nos fundamentos macro e microeconómicos de um país. Deste modo, uma variação cambial seria fruto de uma elevação da produtividade num ritmo mais rápido (ou mais lento) do que aquele verificado nos parceiros comerciais ou de uma expansão monetária descompassada com aquela que se observava no restante do mundo; em ambos os casos, a alteração cambial seria benéfica à economia local. Assim, se um país apresentasse fundamentos estáveis e consolidados, a sua taxa de câmbio seria igualmente estável. Se, por outro lado, houvesse uma alta volatilidade cambial, ela estaria apenas evidenciando instabilidades económicas mais profundas ou um comportamento dos fundamentos económicos excessivamente divergente em relação ao de outros países. Nestes casos, fixar artificialmente a taxa de câmbio não eliminaria as causas desta instabilidade mas, pelo contrário, aumentaria a volatilidade de outras variáveis económicas. O mesmo autor afirmou que, a estabilidade cambial seria reforçada pela acção dos especuladores, pois, contrariamente ao que diziam os críticos, esta acção impediria uma divergência excessiva da taxa em relação ao seu ponto de equilíbrio. Num regime de câmbios fixos, havia mais segurança sobre a taxa de câmbio

no futuro, criando maiores incertezas com relação a outras variáveis, inclusive, a própria taxa de crescimento económico.

Segundo Greenville (2000) apesar de defender que o regime cambial mais adequado aos países desenvolvidos era o flexível, propôs, que nos emergentes, era preciso haver algum tipo de administração da taxa de câmbio associada ao uso de controlos de capitais.

A principal característica do regime de câmbio flexível era a não intervenção do Banco Central no mercado de moeda estrangeira, sendo a taxa de câmbio determinada pela oferta e procura de moeda estrangeira (Seabra, 1998). A grande parte das vantagens atribuídas à liberdade do câmbio eram devidas, ainda hoje, aos argumentos de Friedman (1953).

Segundo Conti (2007), os regimes de livre flutuação cambial não eram recomendáveis para países emergentes, por dois motivos básicos:

- O potencial de variabilidade da taxa de câmbio destes países era muito maior do que nos países desenvolvidos;
- As variações da taxa de câmbio tinham, nestes países, um efeito negativo sobre as suas economias que era muito maior do que aquele verificado nos países centrais.

Na sequência dos estudos elaborados por Chosh e outros (1997) em cento e quarenta países ao longo de trinta anos e com nove tipos de taxas cambiais, constatou-se que a taxa de inflação relativamente à sua variabilidade, era mais reduzida num sistema de taxas cambiais fixas do que num sistema de taxas cambiais flutuantes.

Contrariamente, o crescimento do rendimento *per capita* não revelou grandes influências pelas taxas cambiais, podendo dever-se ao facto dos rácios de investimento serem superiores e, por outro lado, ao decréscimo comercial existente com as taxas cambiais fixas. No entanto, a variabilidade da produção real era nitidamente superior num sistema de taxas cambiais fixas.

Quanto ao primeiro resultado, este contradiz a conclusão a que Quirk (1994) chegou, referindo a inexistência da ligação entre os sistemas de taxas cambiais e a inflação.

Os defensores das taxas cambiais fixas para a União Europeia, realçaram a existência do declínio da inflação no âmbito do crescimento económico adequado, junto dos membros do SME ao longo dos anos oitenta.

Os opositores alegaram que as taxas centrais sofreram alterações ao longo dos primeiros oito anos do SME, e que o sistema de taxas flutuantes seguido pela Grã-Bretanha

implicou um desempenho económico superior ao dos países do SME ao longo dos anos oitenta.

Hausmann e outros (1999) descobriram ao longo dos anos noventa, que os países Latino – Americanos com taxas cambiais fixas, apresentavam uma melhor situação financeira, taxas de juro reais mais baixas e uma menor indexação salarial efectiva.

Bachelta e Van Wincoop (1998) construíram um modelo formal com o objectivo de encontrar a influência da variabilidade cambial ao nível do comércio e do investimento internacionais.

De acordo com o seu modelo, o comércio externo não foi influenciado pelo regime de taxas cambiais quando a origem dos choques era monetária, sendo o comércio mais reduzido quando as taxas eram flutuantes e se os choques reais e a política macroeconómica fossem utilizados para abrandar o seu impacto no mercado interno.

Na presença de taxas cambiais flutuantes o investimento externo líquido era menor se existissem preferências pelas obrigações domésticas e a aversão ao risco fosse relativamente grande.

Estes resultados pareciam contrariar a descoberta de Ghosh e outros, dado que as taxas cambiais fixas pareciam à partida reduzir o crescimento do comércio externo aquando da sua comparação com taxas flutuantes.

Por outro lado, com base num estudo efectuado ao comércio americano e alemão por Akhtar e Hilton (1984), estes autores consideraram que as exportações dos produtos manufacturados pelos dois países em causa foram nitidamente em menor número do que seriam se fosse considerada a introdução das taxas cambiais flutuantes em 1973<sup>43</sup>.

Relativamente ao efeito disciplinar dos acordos de taxas cambiais, Ghosh e outros descobriram que as taxas cambiais fixas abrandaram o crescimento da oferta de moeda e, por outro lado, também afirmaram que as taxas cambiais fixas disciplinariam a política fiscal<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> Cf. Helliwell, o comércio existente entre províncias era dez vezes maior que o comércio existente entre as províncias canadianas e os estados americanos, tomando por base os níveis de rendimento e a distância, já que estes vizinhos prosseguiram uma área comercial livre e apresentavam no geral sistemas semelhantes da lei comercial.

<sup>44</sup> Cf. Tornell e Velasco (1995) uma moeda em desvalorização era um sinal mais imediato e visível da indisciplina fiscal, do que um declínio em reservas que surgiam com atraso e que podiam ser ocultadas de variadas formas, baseando-se assim, num estudo empírico e no comportamento de 28 países Africano-Sub-Saharianos. No entanto, Kim (1999) debruçou-se sobre o impacto da liberalização das contas, uma variável que não aparecia no teste de Tornell-Velasco. Um estudo realizado a 54 países ricos e pobres, entre 1950 e 1989, revelou que a liberalização das contas apresentava um efeito disciplinar distinto e estatisticamente forte na política fiscal e, como seria de esperar, o efeito foi superior nas taxas cambiais fixas.

## **1.5. Opções cambiais nos países em vias de desenvolvimento e em países ricos e diversificados**

A opção entre as taxas flutuantes com restrições de conta e alguma autonomia monetária e taxas fixas livres de qualquer restrição, mas com perda de autonomia monetária, aplicadas aos países em vias de desenvolvimento, podia encontrar-se sob tensão ou até mesmo entrar em contradição.

Sérven (2002), confirmou a hipótese, de que nos países em desenvolvimento, as consequências negativas de uma alta taxa de volatilidade no câmbio sobre decisões de investimento, foram mais acentuadas que nos países desenvolvidos, argumentando ainda, que nos países em desenvolvimento, as incertezas eram maiores.

O nível de preços nacional que se encontrava sob o domínio do Banco Central era determinado de forma autónoma por todos os indivíduos envolvidos nos mercados financeiros.

Em relação a economias pequenas e abertas, os níveis de preços nacionais foram fortemente influenciados pelas suas taxas cambiais, pelo menos a curto ou a médio prazo.

No entanto, tecnicamente, a taxa cambial não estava dependente de nada, quer a longo prazo, constituindo o preço de troca entre duas variáveis nominais<sup>45</sup>, quer a curto prazo, excepto se o banco central não estabilizasse ou não possuísse reservas suficientes para resistir aos choques que reflectiam movimentos de mercados fortemente controlados.

Por outro lado, um grande agente financeiro podia influenciar a taxa cambial e, consequentemente, o nível dos preços dos países relativamente pequenos, vendendo as moedas destas a descoberto.

Para além disso, atendendo ao movimento dos frágeis mercados financeiros, um simples agente não necessitava de muitos recursos para alterar a taxa cambial radicalmente, bastando recorrer à moeda através das vendas<sup>46</sup>.

A taxa cambial foi considerada o preço mais importante, quer para economias com mercados financeiros que apresentavam um desenvolvimento imperfeito, quer para uma economia livre.

---

<sup>45</sup> Tal como Kareten e Wallace afirmaram há duas décadas atrás.

<sup>46</sup> Através da elaboração de estudos recentes, constatou-se que os investidores compravam num mercado em crescimento e vendiam num em declínio, não existindo assim garantias da independência do comportamento dos agentes, sendo a possibilidade de destabilização elevada..

A possibilidade de cobertura de riscos futuros seria limitada num mercado financeiro pouco desenvolvido e, de qualquer modo, os investimentos a longo prazo não podiam ser cobertos financeiramente.

Perante taxas cambiais flutuantes e liberdade de movimentação de capital, os residentes foram confrontados com sucessivas flutuações face ao valor real do activo interno, e à medida que a taxa cambial se alterava tinha a possibilidade de investir no estrangeiro em instrumentos financeiros mais estáveis e líquidos.

Podemos afirmar que os movimentos livres de capital e as taxas cambiais flutuantes, foram basicamente incompatíveis, excepto nas grandes e diversificadas economias com mercados financeiros bem desenvolvidos e sofisticados.

Por outro lado, a movimentação livre de capitais tornou-se igualmente incompatível com as taxas cambiais fixas, ainda que ajustáveis.

Os países podiam optar por preservar o direito de controlar, pelo menos determinadas movimentações de capital fora e dentro das suas jurisdições, de forma a reduzir a variabilidade das taxas cambiais, quer estas fossem nominal ou real, a não ser que os países se encontrassem preparados para fixar permanentemente os valores das suas moedas a uma outra moeda mais forte, ou para adoptar uma moeda mais forte como moeda nacional.

Os países em vias de desenvolvimento deveriam agir de acordo com a sua estrutura económica e as suas circunstâncias, na flexibilidade dos seus ordenados e rendas, na flexibilidade e na eficácia da gestão da política monetária e fiscal e na capacidade administrativa, para impor restrições à movimentação de capitais e outros factores diversos.

Consideramos assim, que a escolha não era fácil e os países não estavam dispostos a regressar de forma entusiasta às taxas cambiais flutuantes.

Relativamente às opções de taxas cambiais em países ricos e diversificados, as taxas cambiais flexíveis predominaram desde 1973 entre as principais moedas do mundo<sup>47</sup>.

Os três choques petrolíferos foram provocados por movimentações pronunciadas nas taxas cambiais do dólar, na sequência dos preços mundiais do petróleo se traduzirem em dólares.

---

<sup>47</sup> A designar, o dólar americano, o iene japonês, a libra inglesa, o dólar canadiano e as moedas da Europa Continental, centradas no mercado alemão. Contrariamente ao que Nurkse certamente esperava, a experiência não foi mal sucedida, dado que as taxas cambiais flutuantes, solucionaram as suas economias perante grandes problemas mundiais, nomeadamente os choques petrolíferos de 1974, 1979-1980 e 1986 e a reunificação alemã de 1990.

A forte valorização do dólar no início dos anos oitenta contribuiu para a existência de efeitos reais e duradouros, quer ao nível do comércio externo, quer ao nível da estrutura de produção, devido aos elevados custos fixos por vezes associados à entrada de produtos num mercado nacional<sup>48</sup>.

A profundidade e duração da recessão japonesa nos anos noventa pode, em parte, dever-se à excessiva expansão industrial induzida pelas taxas cambiais no Japão em meados dos anos oitenta quando o iene baixou, tornando os Japoneses altamente competitivos no mercado americano<sup>49</sup>.

Perante a criação do euro, alguns economistas<sup>50</sup> referiram que a volatilidade das taxas cambiais entre o dólar e o euro poderia ser superior face ao dólar e ao marco alemão antes de 1999.

Esta situação deveu-se, em parte, a razões estruturais, dado que a variação das taxas cambiais provocou poucos problemas internos, não necessitando de estabilizar as taxas cambiais e em parte institucionais, já que cabia ao Banco Central Europeu a estabilidade dos preços e não a estabilidade dos valores das moedas<sup>51</sup>.

As taxas cambiais foram fortemente influenciadas pelas transacções financeiras que, por sua vez, influenciaram o comércio.

Enquanto que as transacções comerciais particulares podiam ser financeiramente cobertas de riscos a curto prazo a um determinado custo, um investimento com o objectivo meramente comercial não podia ser coberto do mesmo modo.

A movimentação das taxas cambiais também revelou uma extrema importância, já que contribuiu para um abrandamento dos problemas reais da economia mundial.

Dos acordos estabelecidos com taxas cambiais, o primeiro foi constituído por taxas cambiais flutuantes, que prevaleceram, regra geral, durante a maior parte dos últimos vinte e cinco anos. Estes acordos apesar de não trazerem inconvenientes, não resistiram às primeiras reivindicações, tornando-se por vezes problemáticos. Como alternativas,

---

<sup>48</sup> Cf. Krugman (1989).

<sup>49</sup> Quer o Japão, quer os Estados Unidos prosseguiram com êxito políticas monetárias com uma inflação reduzida.

<sup>50</sup> Bergsten 1997, 1998, Masson e Turtelboom 1997 e Rey 1998

<sup>51</sup> Deste modo, o BCE necessitava de prestar apenas atenção às taxas cambiais, se a sua movimentação ameaçasse a estabilidade dos preços, já que as alegações anteriores do BCE revelavam uma indiferença relativa quanto à taxa cambial entre dólar-euro. Podemos constatar, ao longo da próxima década, uma maior volatilidade se, eventualmente, os responsáveis cambiais externos em todo o mundo decidissem alterar substancialmente o móbil das reivindicações, do dólar para o euro, tal como foi prognosticado por V. Bergsten (1997), Portes e Rey (1998). Na perspectiva de Cooper (1999), não era possível a ocorrência de uma mudança rápida dos dólares para os euros, devido à ausência de títulos de crédito em euros, em número suficiente e adequados, tendo a internacionalização crescente do euro um lugar de forma mais gradual e suave no âmbito do crescimento económico mundial. No entanto, se ocorresse uma mudança rápida, existiam maiores probabilidades desta ocorrer em diversas etapas do que apenas uma só vez, contribuindo para uma elevada desvalorização do dólar, a uma taxa e de forma impossível de anunciar, dado que o potencial para tal mudança seria considerado muito elevado.

deveria ter-se procedido à criação de zonas alvo, ou seja, taxas centrais com grandes níveis de variação admissível, entre as moedas centrais<sup>52</sup>.

Uma outra alternativa consistiu na permissão de flutuação das taxas cambiais, de modo a que as políticas monetárias fossem estabelecidas nas áreas principais, segundo o mesmo índice de preços<sup>53</sup>.

Existiu uma terceira hipótese, considerada mais decisiva, que consistia em criar uma moeda comum entre os países centrais<sup>54</sup>.

As zonas alvo podiam apresentar elevados ou baixos níveis de variação das taxas cambiais admissíveis, podendo apresentar limites “rígidos” ou “flexíveis” face a estes níveis, dependendo do grau de compromisso assumido publicamente pelos governos, de forma que a taxa cambial permanecesse dentro dos mesmos<sup>55</sup>.

Opiniões mais recentes deram preferência a níveis mais elevados, situando-se por exemplo em 20 por cento e a limites flexíveis, de forma a que os governos não necessitassem de manter a taxa cambial dentro desses níveis.

Com este acordo, pretendiam-se evitar maiores desvios face às taxas cambiais, enquanto permitiria às forças de mercado determinar na maioria das vezes as taxas cambiais. No entanto, tal não era necessário dado que as zonas alvo podiam ser estabelecidas com base em quaisquer taxas cambiais de mercado que as autoridades monetárias considerassem correctas a longo prazo.

Existia toda a pretensão em manter esta possibilidade, dado que nem todos os elementos normativos necessários para o estabelecimento dos objectivos das contas correntes eram evidentes num mundo de elevada mobilidade do capital privado e de grandes diferenças internacionais ao nível do uso efectivo de capital<sup>56</sup>.

Como se pode constatar, à medida que as taxas cambiais se aproximavam dos limites dos níveis, a política monetária em ambas as entidades afectadas podia vir a ser derrotada face ao objectivo das taxas cambiais e, assim, desviava-se dos objectivos internos.

Nesta sequência, foi atribuído um benefício, quer em termos de flexibilidade da política fiscal aplicada à estabilização na macroeconomia<sup>57</sup>, quer em termos de mecanismo de

---

<sup>52</sup> Cf. já defendido por Williamson (1985) e Bergsten e Henning (1996) e, recentemente, adoptado por Paul Volcker (1995).

<sup>53</sup> Cf. Teoria defendida por Hckinnon e, em 1930, por Keynes.

<sup>54</sup> Sendo sugerida por Cooper (1984).

<sup>55</sup> O acordo original de *Bretton Woods*, consistia numa zona alvo com níveis baixos e limites rígidos.

<sup>56</sup> Os países ricos podiam ser importadores líquidos de capital, como foi o caso do Canadá e da Austrália há décadas e tem sido o caso dos Estados Unidos nas duas últimas décadas.

<sup>57</sup> Como foi referido por Robert Solomon (1999)

coordenação das políticas monetárias junto de entidades importantes, uma vez que a acção monetária coordenada podia afectar tanto a taxa cambial como a procura agregada<sup>58</sup>.

A política monetária desenvolvida a longo prazo em ambos os países teria em conta a estabilização dos respectivos índices de preços do comércio por grosso interno.

Para que a política monetária fosse determinada praticamente com o mesmo índice de preços de cada país, seria importante a existência de uma forte correlação na movimentação dos preços do comércio por grosso britânico, europeu, japonês e americano.

A estabilidade dos preços do comércio por grosso afectou a inflação (medida nos preços do consumidor) proporcionando uma certa flexibilidade dos acordos perante os salários reais, a despeito da rigidez dos salários nominais, facilitando assim, o ajustamento aos choques, quer dentro, quer entre economias.

Por outro lado, e contrariamente, a estabilidade dos preços no consumidor contribuiria para uma rigidez relativa de preços face à inflexibilidade dos preços/salários descendentes, impedindo, assim, o ajustamento.

Atendendo ao tamanho e diversidade de todas as economias, havia mais probabilidade dos problemas existentes dentro das próprias economias serem maiores do que entre elas, e uma maior facilidade dos ajustes a tais choques, do que os ajustes aos choques dentro dessas economias.

Segundo a proposição empírica, os mercados financeiros seriam tão instáveis e tão frágeis no futuro como o eram no passado, não conseguindo satisfazer a controvérsia de Harry Johnson, de que estes eram previdentes e universalmente estabilizadores no seu comportamento.

Estes três debates sugeriram que, à medida que o tempo passava as taxas cambiais flexíveis deixariam gradualmente de ser úteis na redução dos choques reais, e passariam a ser um meio de agravamento dos choques financeiros cada vez mais problemáticos no tocante à actividade produtiva.

---

<sup>58</sup> Segundo Mackinnon (1984,1996), foi proposto um acordo alternativo, mas não inteiramente divergente, entre a Alemanha, o Japão e os Estados Unidos. A proposta, tal como foi aplicada no Japão e nos Estados Unidos Mckinnon e Ohno (1997), envolveu a determinação de uma taxa cambial alvo, baseada na paridade do poder de compra dos preços do comércio por grosso e a aplicação de um nível de 10% em turno desta taxa, com limites flexíveis. À medida que a confiança no sistema aumentava, os níveis desciam ao longo do tempo.



## **CAPÍTULO II**

### **2. OS MERCADOS DE CÂMBIOS E AS OPERAÇÕES CAMBIAIS – VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO**

#### **2.1. Caracterização dos regimes cambiais**

Uma transacção em divisas consiste em trocar moeda nacional por divisas a uma taxa de câmbio negociada.

A literatura de inspiração Keynesiana sobre a relevância da taxa de câmbio no sistema económico era vasta. A preocupação com o papel desempenhado pelo câmbio na economia era particularmente acentuada quando se analisava o comportamento das economias emergentes.

De uma maneira geral, a taxa de câmbio e seus impactos sobre a competitividade externa dos países, foram analisados como elementos integrantes de uma estratégia de desenvolvimento económico (Curado, Rocha e Damiani, (2008).

A taxa de câmbio apareceu, necessariamente, para a regulação dos pagamentos e/ou transferências entre residentes de diferentes países, daí que as operações cambiais tiveram por base, o comércio internacional e os movimentos de capitais.

Os indicadores pelos quais se procedeu a uma análise da procura e da oferta duma moeda pelos detentores de outra moeda, foram sobretudo os níveis de preços relativos nos dois países envolvidos (que permitiam prever alterações de competitividade) e os diferenciais de taxas de juro das duas moedas como factor determinante dos movimentos líquidos de capitais entre os dois espaços monetários.

A partir desta dualidade de critérios, surgiram dois tipos de teorias, uma que incidiu mais nos determinantes das transacções de bens e serviços (níveis de inflação), e outra que incidiu essencialmente nos diferenciais de taxas de juro (movimentos de capitais).

A relação de troca estabelecida no mercado cambial fez-se tradicionalmente, em termos de certa quantidade fixa de moeda estrangeira para uma quantidade variável de moeda nacional. Nesta hipótese, afirmava-se que o mercado «dá o incerto».

A posição cambial determinava-se pela diferença entre as compras e as vendas de certa divisa.

Podemos distinguir uma posição curta quando as compras de certa divisa eram inferiores à venda, em contraponto de uma posição longa, em que as compras superavam as vendas.

A taxa cambial nominal, designou-se por “paridade”, pois permitia identificar os preços das mercadorias que foram objecto de transacções internacionais, através da conversão. Havendo uma alteração da “paridade”, entrava-se em conta, com os conceitos de “depreciação” e de “apreciação”<sup>59</sup>.

Para além da taxa de câmbio nominal, considerava-se a taxa de câmbio efectiva, diferindo esta em relação à anterior, pela cotação de compra e pela cotação de venda.

A taxa de câmbio efectiva real derivava do ajustamento da taxa de câmbio efectiva nominal em função do desvio entre a taxa de inflação do país em causa e as dos parceiros comerciais que entraram para o cálculo da taxa nominal<sup>60</sup>.

O centro da teoria das taxas de câmbio podia ser determinada através do estudo das elasticidades da oferta e da procura.

Considerando o mercado da oferta e da procura de moeda, a curva da procura de moeda estrangeira por parte dos importadores tinha uma inclinação negativa (a importação diminuía com a subida da taxa de câmbio), enquanto a curva da oferta de moeda estrangeira por parte dos exportadores apresentava uma inclinação positiva (a exportação aumentava com a subida da taxa de câmbio dessa moeda estrangeira), partindo do princípio que os preços de bens e serviços dos dois países não se alteravam, ou seja, eram curvas de curto prazo.

Na presença de curvas de longo prazo era tida em linha de conta a evolução das condições de mercado dos bens e serviços em dois espaços comerciais considerados e, conseqüentemente, os efeitos da taxa de câmbio sobre os próprios preços dos bens na sua origem.

Alargando este raciocínio a todos os outros países, constatamos que uma oferta encontrava a sua necessária procura, havendo uma compensação de saldos nas transacções reais que estabeleceram as transacções monetárias sobre aquela moeda. Se

---

<sup>59</sup> Dizia-se que havia depreciação quando a taxa cambial subia, o que significava que o valor cambial da respectiva moeda descia. Pela apreciação, a taxa cambial descia, o que significava que os preços dos bens e serviços do país em causa tornavam-se mais caros para os clientes do estrangeiro. Sempre que a moeda de um país se depreciava, as suas exportações deveriam melhorar nos mercados externos, ficando as suas importações mais caras para os residentes. A apreciação da moeda tinha o efeito inverso, ou seja, os parceiros comerciais pagavam mais caro os bens e serviços do país em questão, e os residentes pagavam menos pelos produtos estrangeiros.

<sup>60</sup> A variação da taxa de câmbio real, calculava-se pela diferença entre o desvio inflacionista e a variação nominal. Uma taxa de câmbio real, em relação a uma divisa estrangeira, podia apreciar-se, mesmo que a taxa de câmbio nominal se depreciasse. Para tal, bastava que o desvio inflacionista fosse superior à variação da taxa de câmbio nominal

esta situação não se verificasse, o equilíbrio só era conseguido através da deslocação da curva da procura, com alterações sobre o preço dessa moeda, ou sobre a taxa de câmbio, face a cada volume possível de transacções nessa moeda.

Em relação a Portugal e no que se refere a elasticidades, as nossas importações implicaram uma inelasticidade, atendendo à necessidade de aquisição dos bens independentemente do preço praticado.

Considerou-se a elasticidade nula, no caso dos países de importação nos colocarem restrições quantitativas às transacções e estas estiverem esgotadas. Nesta sequência, uma variação do preço de moeda estrangeira não aumentava as nossas exportações.

Quanto mais imperfeito se apresentasse o comércio internacional, quer a nível de quotas, quer em termos de acréscimo dos preços de transporte e tarifas, entre outros, menos sensível seria a procura perante alterações das taxas de câmbio.

Segundo Machlup «a elasticidade da oferta e da moeda estrangeira seria tanto mais alta quanto mais elevada fosse a elasticidade da procura externa dos nossos produtos».

Na presença de produtos iguais produzidos no estrangeiro, com preços competitivos, uma subida nas nossas exportações implicava necessariamente uma redução na produção dos outros, considerando, deste modo, que a elasticidade da oferta de moeda estrangeira se elevaria com a elasticidade da oferta de produtos estrangeiros nossos concorrentes.

Desta forma, podemos afirmar que a nossa oferta de exportações causou alterações na oferta de moeda estrangeira, com base nos seguintes princípios: «a elasticidade da oferta de moeda estrangeira será tanto mais alta quanto mais elevada for a elasticidade da oferta de bens exportáveis»; e por outro lado, «a elasticidade da oferta de moeda estrangeira será tanto mais alta quanto mais elevada for a elasticidade da nossa procura interna de produtos cujo excedente for exportado».

Quanto ao mercado de câmbios, as compras e as vendas foram compensadas ou mutuamente efectivadas.

O desenvolvimento dos mercados cambiais em Portugal e o estabelecimento do «*fixing*» em mercado foram assinaláveis pelo facto de terem partido do zero, representando uma importante viragem, cabendo ao Banco Central o seu poder exclusivo e a fixação administrativa de taxas.

Em Portugal, até 1985, estivemos perante um mercado monopolista e monopsonista, já que era o Banco Central que se contrapunha aos outros bancos, vendendo divisas contra

demonstração documental da sua necessidade, ou comprando divisas por eles apresentadas, a preços fixados, todas as manhãs.

O Banco Central Português fixava a taxa de câmbio administrativamente, na sequência de informações diárias sobre os mercados, em especial o de Londres, e incutia na nossa moeda a variação que a política cambial oficial determinasse. Com a instalação completa do mercado, passou a ser um simples *fixing* não obrigatoriamente seguido nas transacções inter bancos e com clientes.

A taxa de câmbio passou a designar-se por taxa de câmbio efectiva, baseada numa média aritmética ponderada face ao volume de operações realizadas em cada moeda, das cotações em Londres das moedas dos treze principais países nossos parceiros comerciais.

A fórmula utilizada era do tipo<sup>61</sup>:

$$E = N_0 - (R_1W_1 + \dots + R_{13}W_{13})$$

$N_0$  - representava a variação percentual da taxa escudo/dólar, obtida por se fazer  $E = 0$  (não variando a taxa efectiva do escudo)

$R_i$  - representava a variação percentual da taxa moeda  $i$  /dólar em Londres

$W_i$  - representava o peso da ponderação para a moeda  $i$  (inclui importações, exportações, turismo e remessas de emigrantes)

Com  $E = 0$ , existia estabilidade, resultando a seguinte fórmula:

$$N_0 = R_1W_1 + \dots + R_{13}W_{13}$$

Havendo desvalorização de 1%, ou seja,  $E = 0,01$ , resultava a seguinte fórmula:

$$N_0 = R_1W_1 + \dots + R_{13}W_{13} + 0,01$$

Consequentemente, recebíamos informações das *cross rates* das treze moedas sobre o dólar para compor a nossa cotação, que tinha como efeito a decisão de desvalorização.

Em termos de taxa efectiva, a forma mais simples seria:

$$E = \sum_{i=0} W_i \cdot Y_i^1 / Y_i^0$$

$Y_i^1$  - cotações em escudos da moeda  $i$  no momento 1 e  $Y_i^0$  o mesmo para o momento 0.

$E = 1,01$  – Desvalorização de 1%

Deste modo, o escudo deixou de estar ligado ao dólar (*pegged*), e às moedas da serpente monetária, a que ainda esteve ligado durante os anos 1974 e 1975.

<sup>61</sup>Cf. Walter Marques, *Política Monetária*, Publicações Europa América, Biblioteca Universitária (1986), pp.118-121.

Em 1978 a política oficial passou a ser a de um *crawling-peg*, isto é, desvalorização deslizando e sistemática de 0,6 por cento ao mês, em taxa composta.  $E = 1,006$  foi por norma implementado de maneira uniforme ao longo do mês, deixando de existir num futuro próximo, oferecendo deste modo, uma maior flexibilidade à política do Banco Central<sup>62</sup>.

O mercado cambial seguiu o tipo anglo-saxónico, o informal, sendo universalmente o mais importante e mais usado<sup>63</sup>.

No início de 1988 foi dado um novo passo com a adopção de um ano como prazo máximo para as operações a prazo e com a criação de três «*market makers*» no mercado cambial e alargamento dos respectivos limites de posição.

As moedas de maior peso continuaram a ser o dólar (53%) e o marco (21%)<sup>64</sup>.

Prosseguindo uma política de reestruturação da política cambial orientada para a Europa, aderiu-se ao sistema de «*swaps*» do FECOM, recebendo ECU's oficiais em troca de 20 por cento das nossas reservas de ouro e divisas, como se aceitou o alargamento do uso do ECU privado nas transacções com Portugal.

Tratava-se da prática de internacionalização do escudo, quebrando a última importante barreira que impedia a existência de um mercado mais alargado. Consequentemente, verificou-se uma desregulamentação cambial, incidindo fortemente no próprio mercado doméstico do escudo.

O aparecimento dum mercado externo do escudo iria eliminar uma série de obstáculos, nomeadamente a imagem de desconfiança devido a elevadas oscilações, a sua cotação no exterior com elevados «*spreads*» e a desconfiança, por vezes não justificado, dependendo, deste modo, da oferta e procura do escudo no exterior.

Em termos gerais, podemos afirmar que o mercado de câmbios procurado em Portugal aproximou-se de outros modelos de mercados de câmbios internacionais,

---

<sup>62</sup>Neste período surgiu um mercado a prazo, administrativamente muito regulado, onde os bancos operavam com os seus clientes e recorriam ao Banco Central, que emitia as condições, quer à vista quer a prazo, para cada uma das moedas. Pretendia-se, assim, dar credibilidade ao «*crawling-peg*» e dar nota de confiança ao mercado. O Banco de Portugal suportava os erros de valor esperado, advindas das cotações a prazo, face às cotações à vista do momento futuro. Elas eram determinadas com base num cabaz de moedas, na variação do dólar face às outras moedas no mercado de Londres, respeitando a política de desvalorização deslizando estabelecida.

O FMI interferiu no sentido de pôr fim àquela experiência, devido a alguns prejuízos registados pelo Banco Central. Do mesmo modo, foram desincentivados os depósitos em moeda estrangeira de não residentes. Nos primeiros anos 80 tentou-se o lançamento duma primeira fase do mercado à vista, sendo impedidos pelo mesmo devido às condições externas desfavoráveis, a um «*crawling-peg*» acentuado e a uma Balança de Transacções Correntes constantemente desajustada. Apenas em 1985, diversos factores políticos, psicológicos e uma melhoria das condições externas, fruto da adesão à CEE, permitiram o lançamento do mercado à vista no dia 1 de Outubro.

<sup>63</sup> A constituição do mercado de câmbios, deveu-se ao cruzamento das linhas telefónicas entre os departamentos de câmbio (*dealing-rooms*) dos bancos e os *brokers*, quando existiam.

<sup>64</sup> Cf. Marques, Walter, *Modernização Financeira em Portugal*, Revista da Banca, n.º.6, Abril/Junho(1988), p.11

desempenhando um lugar de pouco destaque relativamente à arbitragem e ao processo de especulação.

Um dos factores importantes no mercado de câmbios a prazo em Portugal, foi a completa retirada do Banco Central das decisões de taxa de câmbio, passando a ser livres de comercialização entre as partes.

A intervenção do Banco de Portugal justificava-se sempre que existissem afastamentos dos valores de equilíbrio, procurando, assim, o ajustamento.

Os Bancos Centrais tinham como função, para além de outras, a gestão das reservas cambiais, com o objectivo de assegurarem a estabilidade externa da moeda.

A forma de desempenho desta função, por parte das instituições, designou-se por regimes cambiais, considerando dois tipos de regimes cambiais, o regime de câmbios fixos e o regime de câmbios flexíveis.

Relativamente ao primeiro regime, as taxas de câmbio eram definidas pela vontade dos Bancos Centrais. No segundo, as taxas de câmbio estavam ligadas ao comportamento dos agentes no mercado de câmbios e as cotações evoluíam por forma a igualar a procura à oferta de moeda, até que o saldo da Balança de Pagamentos fosse nulo.

As autoridades monetárias, neste tipo de regime, podiam intervir na cotação da sua moeda, comprando ou vendendo divisas no mercado de câmbios.

O sistema de câmbios fixos permitiu um abrandamento das perturbações financeiras, para além de obrigar ao cumprimento de um certo rigor por parte dos governos, reduzindo assim, a ocorrência de políticas inflacionistas.

A disciplina dos câmbios fixos esteve limitada por diversas causas, nomeadamente, a não influência sobre as políticas fiscais expansionistas, a não ser que os fluxos de capitais estivessem muito dependentes das taxas de juro; por outro lado, não existiam restrições externas, só excepcionalmente e no caso das moedas se relacionarem com um padrão, como aconteceu com o dólar no sistema de *Bretton Woods*.

Pelas pesquisas feitas neste domínio, os governos abandonariam, mesmo temporariamente, as paridades fixas, se, eventualmente, a flexibilidade das taxas de câmbio contribuísse para um ajustamento mais fácil e imediato das economias perante um choque importante.

O sistema de *Bretton Woods* foi bastantes vezes criticado, quer pelo rigor extremo da sua disciplina, quer por não estabelecer regras a cumprir pelo país da moeda de reserva e pela falta de independência monetária relativamente aos países aderentes ao sistema.

O surgimento do SME deveu-se às vantagens de ligação das moedas dos estados membros a uma flutuação conjunta contra o dólar e outras divisas.

Pretendia-se com este sistema, a criação de uma zona de estabilização na Europa, partindo da convergência das taxas de inflação, cujos resultados não foram alcançados. Dada a importância no processo de controle de capitais, foram efectuados diversos ajustamentos na paridade das diferentes moedas. Atendendo à frequência e magnitude dos reajustamentos, consideramos que este sistema foi difícil de persistir, no período em análise.

O principal atractivo das taxas de Câmbio Flexíveis residia no facto das mesmas proporcionarem uma espécie de “mecanismo automático” para manter a Balança de Pagamentos em equilíbrio e, contrariamente, uma das principais desvantagens residia no facto de acrescentarem um novo elemento de incerteza ao Comércio Internacional. Por outro lado, enquanto que, na presença da taxa de câmbio flutuante o preço ou ajustamento do desequilíbrio da Balança de Pagamentos recaía sobre a própria taxa de câmbio, num sistema de taxas fixas, esse preço tendia a cair sobre a economia nacional. Poderá afirmar-se que, ao longo da história, foram postos em prática os dois regimes. Os mesmos coexistiram, desde meados do século XIX, mediante vários sistemas cambiais, destacando-se como principais, o Sistema Padrão-Ouro, o Sistema de *Bretton Woods* e o Sistema Monetário Europeu.

Durante o Sistema do Padrão Divisas-Ouro, as taxas de câmbio registaram uma forte estabilidade devido ao abandono da convertibilidade ouro dólar em 1971 e à adopção da flutuação das moedas em 1973. Por outro lado, a crise mundial, desencadeada em meados dos anos setenta, traduziu-se por uma grande instabilidade das cotações das moedas e profundos desequilíbrios comerciais, colocando-se, assim, o problema das relações entre estas duas séries de ajustamentos. Certos teóricos, sistematizaram esta relação através da hipótese da «paridade dos poderes de compra» (PPC), em que a variação da taxa de câmbio anulava as perdas de competitividade que teriam resultado da diferença das taxas de inflação.

Os mercados de câmbios foram muito sensíveis aos factores extra económicos, enquanto que o ajustamento entre as taxas de câmbio e a situação comercial não foi “mecânico”<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Um dos paradoxos da evolução monetária internacional provém, daquilo que na teoria da paridade dos poderes de compra foi mais evidente no interior do SME, onde entra o dólar e as outras moedas.

A adequação entre taxas de câmbio e saldo comercial foi mais bem sucedida no âmbito de uma zona regional em que as paridades fixas eram negociadas mais entre parceiros europeus, do que no âmbito da flutuação do dólar. Por outro lado, o ajustamento, quando existia, podia ser lento na sua realização.

Constatamos assim, que a Paridade dos poderes de compra (PPC) foi mais uma norma de política económica do que um equilíbrio realizado permanentemente e de forma espontânea.

## **2.2. Sistemas de taxas de câmbio – caracterização**

Entende-se por paridade ou *par-value* de uma moeda a taxa de câmbio oficial ou o seu valor internacional em termos de outras moedas que o Governo era obrigado, por acordo, a manter, ou o valor que o Governo tentava manter por alinhamento com uma ordem monetária internacional.

Esta modalidade de moeda vigorou durante a vigência do sistema “padrão-ouro”.

No sistema “padrão-ouro”, os países definiam a sua moeda em termos dum determinado peso em ouro, vendendo ou comprando ouro para equilibrar a sua Balança de Pagamentos.

Depois da segunda Grande Guerra, a maioria das nações aderiu ao Sistema de *Bretton Woods*. Neste sistema os países passaram a fazer depender as suas taxas de câmbio do ouro e do dólar. Quando existiam fortes desvios, os países corrigiam a paridade “oficial”.

O sistema de *Bretton Woods*, apresentou algumas incorrecções no seu funcionamento, devido à falta de independência monetária para os outros países que tinham aderido ao mesmo, bem como por não estabelecer regras a que deveria obedecer o país da moeda de reserva.

O novo sistema que decorreu nos anos oitenta, designou-se por sistema das “taxas flutuantes controladas”.

As taxas de câmbio relativas subiam ou desciam dependendo da oferta e da procura de exportações. No entanto, os governos intervinham para limitar ou ampliar movimentos, de tal forma que as “flutuações livres” se alternavam com as “flutuações controladas”.

Neste período, o ouro já não tinha o papel chave que oficialmente lhe era reconhecido no tempo do padrão-ouro.



Os responsáveis pela reforma monetária esperavam que os direitos de saque especiais (DSE) do FMI pudessem vir a ter um papel importante no Sistema Monetário Internacional.

O sistema de taxas de câmbio flutuantes parecia anular a disciplina automática dos anteriores padrões, baseados no ouro ou no dólar, permitindo aos países seguir as suas próprias políticas inflacionistas ou anti-inflacionistas.

Paralelamente a este facto surgiu uma nova disciplina, a do mercado que fez subir ou descer as taxas de câmbio em resposta a diferenças nos níveis de preços relativos e nas taxas de juro, ou mesmo em resposta às expectativas das pessoas relativamente aos preços e às taxas de câmbio.

O sistema de livre flutuação tinha a sua origem nas forças de mercado e determinava uma taxa natural ou de mercado, enquanto que o sistema flexível, com grandes semelhanças, tinha a intervenção do Governo (ou Banco Central) na utilização das reservas do país a fim de sustentar ou não a paridade.

A desvalorização, natural ou determinada pelas autoridades, funcionava como um mecanismo corrector de défices ocasionais ou persistentes (desvalorização oficial) da Balança de Pagamentos.

No regime que funcionou efectivamente em Portugal (*dirty floating*), as autoridades intervinham para comandar as forças do mercado, injectando ou retirando moeda estrangeira, se o objectivo fosse uma redução ou uma subida do seu valor.

No entanto, nem sempre a taxa de câmbio foi utilizada como instrumento regulador do mercado, especialmente em situações meramente especulativas.

A maior ou menor possibilidade de intervenção das autoridades no mercado cambial derivava essencialmente do montante de reservas postas à sua disposição.

Podia acontecer que, numa situação de perfeita concorrência no mercado, uma desvalorização apresentasse os efeitos contrários, que, em vez de melhorar a Balança de Pagamentos, deteriorava-a. Nesta sequência, era extremamente importante conhecer as condições de desvalorização, se trazia efeitos positivos ou negativos, surgindo deste modo três teorias, a via das Elasticidades ou via tradicional, a via da Absorção e a via Monetária.

No sistema de paridades fixas ajustáveis verificou-se um ajuste de tempos a tempos, acabando por flutuar dentro de uma banda, exigindo à partida elevadas reservas e uma política económica bastante estável e ligeira.

No sistema rígido fixo, o Banco Central detinha o monopólio do *dealing* com moeda estrangeira e a existência de controlos cambiais, havendo um impedimento do funcionamento livre do mercado e da quebra de reservas<sup>66</sup>.

O sistema de taxas múltiplas divergiu dos anteriores, dependendo sempre das operações em causa.

As teorias que validaram a determinação das paridades de uma moeda foram a teoria da paridade do poder de compra e a teoria do equilíbrio da Balança de Pagamentos<sup>67</sup>.

A PPC era apenas uma condição de equilíbrio em que câmbio e preços eram simultaneamente determinados.

Em países como Portugal, de grande abertura ao exterior, era muito frequente verificar-se a interacção da taxa de inflação e da taxa de câmbio.

Esta teoria elementar serviu como indicador de divergência ou irrealismo da taxa de câmbio praticada.

A teoria mais completa seria a da Balança de Pagamentos como um todo, denominando-se por teoria do equilíbrio das Balanças de Pagamentos, que foi aceite naquele período na sua generalidade.

Dado o reduzido rigor das Balanças de Pagamentos, considerou-se como mais viável, de medida da correcção de uma paridade, a análise do movimento das reservas internacionais.

Atendendo à crescente liberalização e interdependência dos mercados de capitais, passou a ser elemento de análise, a gestão de carteiras de activos monetários e financeiros, considerando-se que os mercados destes activos é que predominaram na determinação das taxas de câmbio<sup>68</sup>.

Uma outra fórmula muito usada para apurar a necessidade de alterações da política cambial e, particularmente da taxa de câmbio da moeda nacional, prendia-se com o acompanhamento da evolução da competitividade externa de um país em relação aos seus directos concorrentes.

Foram diversos os motivos que levaram à perda de validade de uma paridade, nomeadamente, a inflação, que podia contribuir para a desvalorização da moeda, já que

---

<sup>66</sup> Estes sistemas foram sempre usados em épocas de guerra.

<sup>67</sup> Durante os períodos em que havia uma maior variação nos preços (especialmente com inflação galopante) a taxa de câmbio variava de acordo com as previsões da teoria PPC. Com variações bruscas de origens muito diversas e na presença da maioria dos países com um nível moderado de inflação, a doutrina da PPC revelou fracas provas na previsão dessas variações. Por outro lado, registaram-se grandes variações nas taxas de câmbio reais, isto é, nas taxas de câmbio relativas e corrigidas pelo nível de preços.

<sup>68</sup> Os modelos explicativos tinham de ser dinâmicos, atendendo à especulação que podia surgir por parte dos operadores, exercendo uma influência num curto prazo.

implicava uma redução das exportações e conseqüentemente um aumento das importações, levando a um maior volume de detentores da moeda do que de agentes que a procuravam; quando um país tinha uma inflação superior à nossa, conduzia a uma deflação da nossa moeda face à dele, apesar de se inflacionar em valor absoluto; os movimentos cíclicos que surgiam em economias dos países industrializados, com as alterações das exportações e das importações; as razões de troca que podiam conduzir a maiores desvalorizações ou revalorizações; as taxas de juro, cujas alterações podiam atrair maiores ou menores investimentos; as alterações estruturais, nomeadamente a criação ou alteração das indústrias que afectavam a moeda na sua oferta e/ou procura; as alterações tecnológicas; a especulação, a psicologia do mercado, as expectativas e os «*lead and lags*» isto é, antecipações ou prorrogações de pagamentos, derivando do pressuposto da valorização/revalorização da moeda.

Constatamos assim, que foram diversos os factores que intervieram na formação das taxas de câmbio, quer no domínio económico, quer nos domínios social e político.

### **2.2.1. O Sistema Padrão-ouro**

O Sistema Padrão-ouro foi considerado por muitos autores como um sistema ideal, mas que nunca funcionou completamente. Vigorou desde o século XIX até ao primeiro terço do século XX<sup>69</sup>.

Neste sistema, a quantidade de moeda em circulação dependia da quantidade de ouro detida pelos Bancos Centrais.

O preço de uma divisa, relativamente a outra, dependia da paridade oficial dessas divisas. Esta paridade era estipulada em relação ao ouro.

O Padrão-ouro, tal como o sistema de taxas de câmbio flutuantes, oferecia um mecanismo de auto-correcção para os desequilíbrios da Balança de Pagamentos<sup>70</sup>.

---

<sup>69</sup> Portugal abandonou o regime padrão-ouro (adoptado pela lei de 29 de Julho de 1854) através do Decreto de 9 de Julho de 1891.

<sup>70</sup> Se um país apresentasse saldo positivo da Balança de Pagamentos, entraria ouro no país como forma de pagamento do excesso de exportações, dando assim origem a um aumento da oferta de moeda e a um aumento da procura que, por seu lado, provocariam o aumento dos preços. As exportações tornar-se-iam menos competitivas e as importações, pelo contrário, tornar-se-iam mais competitivas. Assim, as exportações diminuiriam e as importações aumentariam até à eliminação do excedente. Para que o valor de uma divisa se mantivesse fixo, as autoridades monetárias do país deveriam estar prontas a comprar e a vender a divisa ao preço fixado. Isto significava que deviam possuir reservas da sua própria divisa, de ouro e de divisas estrangeiras para poderem anular qualquer excesso da procura ou da oferta ao preço fixado.

O Sistema Padrão-ouro passou por grandes dificuldades no período entre as duas grandes guerras mundiais. Consequentemente, foi adoptado um novo sistema designado por *Gold Exchange Standard* (padrão-divisa-ouro)<sup>71</sup>.

Como resultado do abandono do sistema padrão-ouro, registaram-se os seguintes factos:

- Deixou de existir a identidade entre a unidade monetária legal e a unidade monetária corrente, sendo substituído o real-ouro pelo escudo-ouro e o real-papel pelo escudo-papel;
- A circulação monetária apresentou uma transformação, deixando de ser constituída na sua maioria por moedas de ouro, para passar a ser constituídas por notas do Banco de Portugal, levando ao entesouramento do respectivo ouro;
- A taxa de câmbio passou a flutuar livremente, sendo ilimitados os pontos de entrada e de saída do ouro<sup>72</sup>.

Em 1922, quando foi abandonada a convertibilidade das notas em moedas de ouro, foram reconhecidas oficialmente as divisas nacionais como meio de reserva dos Bancos Centrais. Para além disso, neste sistema, as autoridades monetárias podiam escolher entre câmbios fixos e câmbios flutuantes.

### **2.2.2. O Sistema de *Bretton Woods***

Em Julho de 1944 foi instaurado o Sistema de *Bretton Woods* com o objectivo de controlar a instabilidade que se implantou no período entre as duas grandes guerras e facilitar as trocas comerciais para estimular o crescimento económico.

Neste sistema, vigorava um regime de “câmbios fixos ajustáveis”, em que os países aderentes tinham a possibilidade de escolher uma paridade para a sua moeda (em ouro ou em dólares).

A flutuação da cotação das divisas não podia ultrapassar os limites definidos ( $\pm 1\%$  em relação ao dólar e  $\pm 2\%$  em relação às restantes moedas). Sempre que as taxas de câmbio atingissem esses limites, os Bancos Centrais eram chamados a intervir.

Os participantes do Acordo de *Bretton Woods* apresentaram em 1944, vários sistemas de taxas, nomeadamente, Taxas Livremente Flutuantes, Taxas de Câmbios Flexíveis,

---

<sup>71</sup> Portugal aderiu ao regime do padrão divisas-ouro em 1 de Julho de 1931 (Decreto nº.19 869, de 9 de Junho de 1931), permanecendo nele 82 dias, ficando decidido em 21 de Setembro de 1931, acompanhar a libra no seu abandono do regime do padrão-ouro. O câmbio fixo adoptado no período da adesão ao regime padrão divisas-ouro era de £1 = 110\$00.

Cf. Mata, Maria Eugénia, Revista de História Económica e Social, 1987, p.5.

<sup>72</sup> Cf. Mata, Maria Eugénia, Revista de História Económica e Social, 1987, p.6.

Paridades Fixas sujeitas a ajustamento com uma banda de variação, Paridades Totalmente Fixas (normalmente com fortes controlos cambiais) e Sistemas de Taxas Múltiplas<sup>73</sup>.

### 2.2.3. O Sistema Monetário Europeu

O SME consistia basicamente num conjunto de mecanismos cambiais de intervenção e de facilidades de crédito.

Foi instituído o ECU (*European Currency Unit*) como moeda europeia, assumindo no seio do SME várias dimensões. Foram definidas oficialmente taxas centrais em termos do ECU para cada moeda participante e foi estabelecida uma tabela de cotação central entre as moedas.

As grandes linhas do SME foram fixadas através dos acordos de Bremen, em 1978. Pretendia-se, com este sistema, instaurar a estabilidade monetária e cambial nos Estados Membros, na medida em que se pretendia criar uma zona de paridades fixas mais sólida do que a verificada com a “Serpente Europeia”. A curto prazo, o Sistema pretendia estabelecer, mediante a cooperação, a estabilidade das taxas de câmbio entre as moedas comunitárias e, enquanto um todo, a estabilidade cambial perante o exterior, sobretudo face ao Dólar dos Estados Unidos da América. A médio /longo prazo o SME pretendia criar condições para garantir a convergência das economias necessárias para alavancar a integração económica. Na primeira etapa do SME, havia uma grande heterogeneidade de níveis de taxas de inflação, conduzindo a frequentes realinhamentos das paridades, permitindo a preservação da competitividade de cada país e a existência de controlo de câmbios. A prática de desvalorização pelo facto de apenas pretender a reposição da competitividade externa, perdeu a sua reputação. A meados da década de oitenta, com a adopção da política de franco forte, a estratégia francesa modificou-se, as desvalorizações deixaram de compensar o diferencial de inflação e a competitividade

---

<sup>73</sup> Cf. Walter Marques(1986) (pp.150-151), estes sistemas, com excepção do caso das taxas múltiplas, apresentavam alguns aspectos em comum, embora variassem do *laissez-faire* ao dirigismo centralizado. Por outro lado, as paridades fixas também variavam, mantendo-se apenas em tempo de paz e normalidade conjuntural, designando-se o sistema de paridade fixas *Bretton Woods*, por sistema *adjustable-peg*. O sistema de livre flutuação, resultou das forças de mercado e determinou uma taxa natural ou de mercado. O sistema flexível era idêntico ao anterior, intervindo o Governo ou o Banco Central, com a utilização de reservas do país para sustentar ou não a paridade.

No sistema de paridades fixas ajustáveis, estas eram fixadas, mas ajustadas de tempos a tempos, flutuando, entretanto, dentro de uma banda. A sua prática requeria a posse de reservas consideráveis e uma política económica mais estável e suave. Relativamente ao sistema rígido fixo, o Banco Central tinha o monopólio do *dealing* com moeda estrangeira e existiam controlos cambiais. O sistema de taxas múltiplas saiu fora dos demais, havendo várias consoante as operações em causa.

deteriorava-se, registando-se realinhamentos punitivos. Consequentemente, as taxas de câmbio exerciam neste período, uma pressão anti-inflacionista cumulativa, embora mitigada pelas desvalorizações parciais. A partir de 1987, considerada a terceira fase do SME, a manutenção das taxas de câmbio praticamente fixas (ausência de realinhamentos) determinou a existência de moedas sobrevalorizadas, em que a sua continuidade reflectia o aumento de credibilidade, reforçado pelas expectativas favoráveis dos agentes económicos. A manutenção de elevadas taxas de juro reais, em países com processos desinflacionistas em curso, atraía capitais estrangeiros, que viam nestas taxas de juro um prémio suficiente face ao risco cambial que tinham que suportar. O afluxo de capitais implicava um reforço na posição da moeda em questão. Esta situação não podia permanecer por muito mais tempo, exigindo uma imposição por parte da realidade inflacionista com os investidores a exigirem taxas de juro mais elevadas, ou, estes abandonariam as suas posições na divisa, que acabava por sofrer fortes pressões para desvalorizar. O SME tornou-se incompatível, no longo prazo, com a manutenção de uma tendência de apreciação (depreciação) da taxa de câmbio real, atendendo à perda contínua (acumulação) de reservas cambiais e, potencialmente instável, porque o ritmo de convergência das economias europeias (inflação, finanças públicas, desemprego, taxas de juro, etc) foi mais lento que o processo de globalização financeira e de liberalização dos movimentos de capitais. A recessão económica comprometeu ainda mais o ritmo de convergência.

Segundo Calvo (1999), as economias que participavam no Mecanismo de Taxas de Câmbio do SME podiam ser atingidas por episódios de crises cambiais. Da mesma forma, referiu que em todos os episódios de graves crises cambiais, as economias operavam sob regimes de câmbios fixos, onde a moeda era indexada contra uma divisa estrangeira, regra geral, o dólar norte-americano.

Para Andrade (1998), o SME era considerado um sistema assimétrico assente no marco. As finanças públicas alemãs desequilibraram-se como nunca e as taxas de juro dispararam. Considerou que os Estados Unidos e o Japão deveriam cooperar com a UE a fim de evitar duas situações: a primeira prendia-se com a defesa das paridades, a fim de manter a competitividade das economias e não gerasse um fenómeno de instabilidade acrescida e caótica; a segunda, que o isolamento europeu, na defesa da estabilidade interna do euro, não gerasse a deflação interna à Europa relativamente aos americanos e japoneses, sendo essa a pior das situações para o projecto europeu.

#### 2.2.4. Sistemas de câmbios fixos

Perante um sistema de câmbios fixos, o Banco Central fixava o preço de uma moeda estrangeira em moeda nacional, obedecendo a esta taxa de câmbio fixa, todas as transacções com o exterior que envolvessem entradas e saídas de divisas.

Os principais objectivos dos sistemas de câmbios fixos consistiam no abrandamento das perturbações financeiras e no rigor/disciplina, por parte dos governos, que de outro modo poderiam prosseguir políticas inflacionistas.

Relativamente ao primeiro objectivo, se existissem perturbações financeiras as taxas de câmbio fixas solucionavam bem o problema<sup>74</sup>.

No entanto, se existissem perturbações no sector da economia real a variação da taxa de câmbio não se podia evitar, já que esta facilitava o ajustamento dos preços relativos de impostos.

Podemos referir uma das modalidades existentes neste sistema, designada por *currency board*, em que o país, além de definir uma taxa de câmbio fixa, vinculava o volume da moeda local à quantidade de moeda estrangeira de referência neste país. O país que adoptasse este sistema cambial, perdia totalmente a capacidade de executar qualquer tipo de política monetária, dependendo o controle da liquidez exclusivamente da entrada e saída de divisas. Este sistema *currency board* foi adoptado em 1991 pelo Governo da Argentina, quando este fixou a paridade do peso ao dólar em 1:1, para além de condicionar o volume de pesos argentinos em circulação em saldo de dólares das suas reservas.

Esta paridade levou a que muitas empresas argentinas recorressem a empréstimos no exterior ao longo do tempo. Na eventualidade do Governo proceder a uma desvalorização cambial, teria de se preparar para potenciais falências de empresas endividadas em dólares.

Podemos ainda considerar neste sistema, um sistema cambial “cooperativo”, em que todos os países nele envolvidos seriam responsáveis pela manutenção das paridades cambiais entre as respectivas moedas, como foi o caso da União Europeia, quando se aproximou da Moeda Única, exigindo políticas económicas entre ambos os países estáveis.

---

<sup>74</sup> Se, por exemplo, houvesse uma queda na procura de moeda, podia ser neutralizada através de uma redução na sua oferta, não se alterando a taxa de câmbio. Caso os investidores deslocassem a sua preferência da moeda nacional para títulos do exterior, o efeito podia ser neutralizado através da intervenção no mercado de divisas.

### 2.3. Análise dos diferentes sistemas de taxas de câmbio – Suas influências a nível macroeconómico

A Conferência de *Bretton Woods* de 1944, que fixou as taxas de câmbio num período de 25 anos, foi muitas vezes referida como um modelo de “cooperação” entre países<sup>75</sup>.

Desde que terminou o sistema, não foram tomadas quaisquer medidas para proceder à restauração das paridades fixas entre as moedas dos principais países industrializados.

Se procedermos à comparação da experiência vivida nos dois períodos (período de *Bretton Woods* e período pós 1973), encontramos grandes diferenças relativamente às taxas de inflação e de crescimento, entre outras variáveis.

Independentemente do indicador escolhido, a década de sessenta apresentou superior *performance*. Conforme quadro 1, nos períodos compreendidos entre 1960 e 1985, a década de sessenta apresentou melhores resultados, desde a inflação, que era mais baixa<sup>76</sup>; o crescimento real do PNB, que teve melhores resultados em todos os países; a produtividade, que apresentou um maior crescimento, apesar de ter crescido mais nos anos oitenta, nos Estados Unidos da América e em Inglaterra; as taxas de desemprego apresentaram valores muito diferentes.

**Quadro 1 - Análise Macroeconómica da performance entre diferentes países e períodos**

	ESTADOS UNIDOS	CANADÁ	JAPÃO	FRANÇA	ALEMANHA	ITÁLIA	INGLATERRA
<b>INFLAÇÃO</b>							
1961-71	2.8	2.7	5.6	4.1	2.8	3.9	4.4
1973-80	8.5	8.7	9.5	10.1	4.9	14.9	14.0
1981-85	5.3	7.2	2.7	9.1	3.8	12.9	6.9
<b>PNB</b>							
1961-71	3.6	5.2	10.4	5.4	4.2	5.2	2.8
1973-80	2.5	3.4	4.1	3.1	2.5	3.3	1.8
1981-85	2.4	2.2	3.8	1.2	1.2	0.4	1.7
<b>PRODUTIVIDADE</b>							
1961-71	2.9	4.5	9.8	6.4	5.5	6.5	3.8
1973-80	1.6	2.1	6.1	4.6	4.0	4.6	1.8
1981-85	3.7	2.4	5.3	4.5	3.9	3.5	5.0
<b>DESEMPREGO</b>							
1961-71	4.8	4.9	1.2	1.6	0.8	5.1	2.6
1973-80	6.6	7.0	1.9	4.5	2.9	6.6	4.9
1981-85	8.3	10.4	2.5	8.7	7.1	9.6	11.9

In, CPI Indexes and GNP from IMF, International Financial Statistics; Productivity from U.S. Bureau of Labor Statistics; unemployment rates from OECD, Labor Force Statistics

<sup>75</sup> Cf. Marston, Richard C., *Exchange Rate Policy Reconsidered*, Working Paper n.º2310, National Bureau of Economic Research, Inc.p

<sup>76</sup> Apesar da tendência para a baixa verificada nos anos 80.



Quando comparávamos o desempenho proveniente de câmbios fixos versus câmbios flexíveis, era extremamente difícil fazer depender as taxas de crescimento, de desemprego e de produtividade de uma variável taxa de câmbio.

A mesma dificuldade se colocou na indicação da performance do sistema de câmbios fixos em resposta às perturbações dos anos setenta e oitenta, considerando os dois choques petrolíferos e as fortes alterações das políticas macroeconómicas adoptadas pelos Estados Unidos e Inglaterra.

Segundo Edwards (2003), os choques assimétricos comerciais tinham efeitos mais negativos num regime de taxas de câmbio fixas, do que num regime de taxas flexíveis. O regime cambial flexível ajudava a reduzir o impacto real das condições de choques de comércio, quer em países emergentes, quer em países industriais, ou seja, a escolha do regime cambial tinha implicações importantes em termos de volatilidade da produção.

Da mesma forma, para Yeyati (2003), os países com regimes de taxas flexíveis cresciam mais rapidamente do que países com taxas de câmbio fixas, para além do regime cambial flexível ajudar a reduzir o impacto real das condições de choques de comércio, quer em países emergentes, quer em países desenvolvidos.

Relativamente ao sistema da política cambial a adoptar pelos decisores, podiam colocar-se várias escolhas, sendo extremamente importante a sua identificação e análise, tendo que se completar esta análise com a Variação das Taxas de Câmbio, com o Papel das Intervenções Esterilizadoras, com as Taxas de Câmbio Fixas e com as Regras para Gerir a Flutuação.

### **2.3.1. A Variação das Taxas de Câmbio**

Relativamente à Variação das Taxas de Câmbio consideramos duas vertentes, uma que diz respeito à “volatilidade” e outra ao “desalinhamento”.

Quanto à volatilidade e ao desalinhamento, a variação das taxas de câmbio podiam apresentar-se de diferentes modos, contribuindo cada uma delas para uma política cambial diferente e com custos diferentes.

A volatilidade podia ser abreviada se os países industriais restabelessem um sistema de câmbios fixos com bandas estreitas, sendo possível a sua permanência apenas com controles cambiais, como se verificou no período de *Bretton Woods*. Este facto conduziu a crises da Balança de Pagamentos e a frequentes ajustamentos das paridades, perdendo deste modo o sistema credibilidade.

Se considerarmos o desalinhamento como o problema mais importante, ao escolhermos uma política cambial, deveríamos ter presente, a natureza do problema, para ser eficiente.

Os países deveriam comprometer-se com as suas políticas macroeconómicas, de controle da taxa de câmbio e não apenas com o limite da variação da taxa de câmbio, que por vezes era o mais aceitável.

A variação da taxa de câmbio podia ser explicada por dois modelos distintos: um que se relacionava com as alterações da Balança de Transacções Correntes e, particularmente, com a Balança Comercial (modelo de determinantes reais); e outro, que pretendia explicar a taxa de câmbio através de variáveis monetárias (modelo monetário), podendo considerar-se, como o preço de um activo.

As regras para gerir a flutuação incluíam as regras adoptadas pelo FMI em 1978 e o estabelecimento de zonas-alvo para as principais moedas.

O sistema das zonas alvo, comparativamente com o sistema de *Bretton Woods*, considerou bandas para a flutuação das taxas de câmbio, de maior amplitude, a fim de permitir flutuações consideráveis.

### **2.3.1.1. A volatilidade**

A volatilidade prendia-se com a variação das taxas de câmbio, dia a dia, mês a mês, podendo não haver um esclarecimento sobre a referida variação.

Comparando a volatilidade das taxas de câmbio com a volatilidade dos preços, através do Índice de Preços ao Consumidor e do Índice de Preços por Grosso (neste caso concreto para os Estados Unidos, Japão, Alemanha, França e Reino Unido), verificamos que a volatilidade foi superior nas taxas de câmbio<sup>77</sup>.

Se considerarmos mercados que funcionaram em leilão, nomeadamente o algodão, o arroz e o trigo, a volatilidade das taxas de câmbio foi mais baixa do que a volatilidade dos preços das mercadorias.

Quando presenciávamos taxas de câmbio efectivas voláteis é porque as taxas de câmbio nominal também o eram. Ao medirmos a volatilidade das taxas de câmbio, dificilmente chegávamos a uma conclusão plausível, dada a ausência de respostas definitivas devido à falta de modelos necessários para a sua análise.

---

<sup>77</sup> Cf. Monthly series: International Monetary Fund, International Financial Statistics tape

Em relação ao sistema de *Bretton Woods*, houve uma limitação da volatilidade das taxas de câmbio reais, com excepção do Franco e do Marco, que apresentaram um acréscimo marginal na volatilidade, pelo facto de estabelecerem relações com o mecanismo da Serpente e com o SME.

A volatilidade das taxas de câmbio podia trazer efeitos negativos para o comércio, dada a incerteza na sua intervenção, devendo exigir às empresas uma certa atenção aquando da celebração de contratos.

A volatilidade das taxas de câmbio, foi superior em câmbios flutuantes, com garantia de provas dadas, no entanto, foi difícil determinar estatisticamente as consequências que o Comércio Internacional apresentou com o aumento da volatilidade<sup>78</sup>.

### **2.3.1.2.Desalinhamentos**

Entende-se por desalinhamento a diferença persistente de uma taxa de câmbio do seu nível competitivo a longo prazo<sup>79</sup>.

O desalinhamento podia trazer custos, ou pela transferência de recursos, quer a nível interno ou externo, ou por empresas concorrentes, ou pelas perdas na competitividade de curto prazo devido a desalinhamentos que podiam tornar-se permanentes, caso as empresas estrangeiras entrassem no negócio.

No período após 1973 os casos onde o desalinhamento apresentou resultados mais notórios entre os principais países industrializados, ocorreram com a libra e com o dólar.

Relativamente ao desalinhamento da libra, a taxa de câmbio efectiva real aumentou 45 por cento entre 1976/81, levando a uma “desindustrialização” do Reino Unido, já que causou uma perda de competitividade dos preços do sector exportador inglês.

---

<sup>78</sup> Hooper e Hohlhagen (1978) quando estudaram os efeitos da volatilidade nos fluxos bilaterais de comércio dos EUA e da Alemanha, constataram a inexistência de efeitos significativos sobre o comércio causado pelo risco cambial.

Cushman (1983) referiu algumas provas de redução de comércio utilizando mais a volatilidade das taxas reais, do que as nominais, como medida de risco.

Kenen e Rodrik (1984), referiram algumas provas limitadas de redução de comércio, quando utilizavam informações sobre o comércio multilateral e taxas de câmbio efectivas para onze países.

As provas com maior credibilidade, a favor dos efeitos de redução de comércio, foram citadas por Akhtar e Hilton (1984), ao analisarem o comportamento das exportações e importações agregadas dos EUA e da Alemanha. Nesta análise, constataram que as exportações e importações alemãs foram bastante reduzidas com a crescente volatilidade das taxas de câmbio nominais efectivas, enquanto as importações dos EUA não sofreram alterações e as exportações, apenas marginalmente.

<sup>79</sup> Cf. Morgan Guaranty Trust, os casos mais sérios de desalinhamento entre os principais países industrializados ocorreram com a libra e o dólar.

Foram atribuídas várias causas a este factor de apreciação, ou devido aos efeitos do petróleo, ou ao prosseguimento da política monetária restritiva<sup>80</sup>.

Quanto ao desalinhamento do dólar, existiram várias opiniões relativas à apreciação do dólar: a política fiscal da Administração Regan; a política monetária restritiva prosseguida pelo Federal Reserve Board desde 1979; o afluxo de capitais estrangeiros aos Estados Unidos; e o aumento do investimento associado ao Tax Reduction Act of 1981.

Atendendo à forte procura interna de bens produzidos nos Estados Unidos, verificou-se um atenuar dos efeitos da apreciação no emprego<sup>81</sup>.

A Balança Comercial por sector, entre 1980 e 1985, foi duramente atingida, devido a uma forte redução das exportações, sendo o sector mais atingido o do automóvel.

O sector de bens de capital, sendo o sector mais forte da indústria Americana, foi largamente atingido<sup>82</sup>.

Apesar destes efeitos negativos sobre a economia Americana (sobrevalorização do dólar), o dólar não atingiu tanto a sua economia como a Libra no Reino Unido, pelo facto do sector dos exportáveis não apresentar um peso tão significativo nos Estados Unidos como no Reino Unido.

### **2.3.2. A Eficácia da intervenção no mercado cambial**

Neste parâmetro de análise colocou-se a questão se fazia parte ou não da política cambial, a intervenção cambial.

Antes de iniciarmos a nossa análise, poderemos definir, em sentido restrito, “Intervenção Cambial”, qualquer venda ou compra de divisas contra moeda nacional, conduzida pelas autoridades monetárias, sem ter em conta a forma de financiamento utilizada.

Nesta sequência, podemos distinguir duas formas de intervenção, a “Intervenção Esterilizadora” e a “Intervenção Não-Esterilizadora”, tendo como efeitos a variação dos activos líquidos em divisas, com a diferença no primeiro caso, da existência de uma base monetária inalterável.

---

<sup>80</sup> Buitter e Miller (1983) alegaram que uma grande parte da apreciação continua inexplicada, verificando-se um forte declínio na competitividade do sector industrial Inglês.

<sup>81</sup> Branson e Love (1986) atribuíram à valorização de 40% do dólar a perda de 1,3 milhões de postos de trabalho.

<sup>82</sup> Cf. Survey of Current Business, National Income and Product Accounts

A eficácia do papel das intervenções esterilizadoras dependia de alterações na oferta de moeda.

Não existiram, até à data, provas de que a intervenção esterilizadora pudesse afectar as taxas de câmbio, especialmente através do canal carteira de títulos.

Neste caso, a política monetária podia utilizar os instrumentos tradicionais sobre a política interna ou através da não esterilização das intervenções nos mercados de divisas.

As intervenções esterilizadoras tinham o papel de transmitir sinais ao mercado, relativos à futura política cambial, podendo aparecer sinais diferentes no mercado devido a intervenções sucessivas de igual importância.

## **2.4. Factores determinantes da taxa de câmbio**

Existiram diversos factores determinantes da taxa de câmbio, nomeadamente o Papel Central da Oferta de Divisas; a Procura de Moeda para Efeitos de Transacção; a Paridade Poder de Compra e os Factos; a Associação da Moeda e da Paridade Poder de Compra; as Diferenças nas Taxas de Juro; as Antecipações Relativas à Taxa de Câmbio e a Balança Comercial ou o Saldo de Transacções Correntes.

Relativamente ao papel central da oferta de divisas e atendendo ao processo de variação das taxas de câmbio, que tratou especificamente, de uma variação das moedas nacionais, foi tomado em conta, numa primeira análise, o Mercado Monetário Nacional.

A taxa de câmbio foi influenciada pela oferta relativa de moedas, quer no plano nacional, quer no plano internacional<sup>83</sup>.

Quanto à procura de moeda para efeitos de transacções, variava com a rotação anual das transacções que necessitassem de moeda, rotação essa que dependia do nível do PNB.

A ligação existente entre PNB e Procura de Moeda esteve intimamente relacionada com a Teoria Quantitativa de Procura de Moeda. Segundo esta teoria, em cada país a oferta de moeda era igual à procura de moeda e directamente proporcional ao valor do PNB.

Assim,

$$M = Kpy$$

$$M_f = K_f \cdot P_f \cdot Y_f$$

$M$  e  $M_f$  = Massa monetária do país e estrangeiro

---

<sup>83</sup> Verificamos em diversos países, nomeadamente, Argentina, Brasil e Chile, que a hiper inflação da massa monetária foi originária da perda de valor das suas moedas.

$K$  e  $K_f$  = Coeficientes de comportamento

$P$  e  $P_f$  = Nível de preços no país e no estrangeiro

$Y$  e  $Y_f$  = Produtos nacionais reais (preços constantes)

Os partidários da teoria quantitativa consideraram que os  $K$  eram por vezes constantes; contudo, os factos indicam-nos contrariamente, que os mesmos variaram.

Considerando a Equação da Teoria Quantitativa na determinação da relação de preços entre os países, temos:

$$P = (M)(K_f)(Y_f)$$

$$P_f = M_f.K.Y$$

Não houve certezas sobre a ligação dos preços relativos ( $\frac{P}{P_f}$ ) com as taxas de câmbio

( $r$ ).

Partindo da hipótese (PPC) e, considerando o período de longo prazo, os níveis de preços e as taxas de câmbio, existiu uma relação previsível, em que os bens e serviços podiam ser adquiridos num país ou noutro, menosprezando os custos de transporte e as restrições ao comércio. Quanto aos não transaccionáveis, estes podiam ter evoluções de preços diferentes.

Na hipótese de se considerarem os preços na mesma moeda sem direitos aduaneiros e impostos, quer num período curto ou longo, era previsível que a evolução do preço de um mesmo bem trocado com o estrangeiro fosse semelhante em todos os países onde as transacções internacionais se apresentassem relevantes.

Assim,

$$P = r.P_f$$

$$R = P$$

A taxa de câmbio  $r$  era o preço da divisa estrangeira, por exemplo a libra, exprimida em dólares.

$P$  e  $P_f$  eram os níveis de preços nos Estados Unidos e Inglaterra, respectivamente na sua própria moeda.

Em relação à Paridade do Poder de Compra e os factos, considerando um período de longo prazo e em países com taxas de inflação menores, os resultados eram favoráveis, já que era possível proceder a arbitragens internacionais com o objectivo de manter os preços a um nível próximo.

No mesmo período, a teoria da PPC deu um contributo interessante aos países que pretendiam estabilizar os preços interiores com as respectivas taxas de câmbio.

O mesmo não aconteceu num período curto, já que esta hipótese não nos deu uma explicação correcta do que aconteceu no pós-guerra.

Durante os anos 70 e princípios dos anos 80, a relação de preços  $\frac{P}{P_1}$  não acompanhou o movimento das taxas de câmbio.

Para podermos explicar os movimentos de curto prazo, deveremos ir além da PPC.

Considerando a associação da moeda e da PPC, se juntássemos à equação da PPC a teoria quantitativa da moeda, a taxa de câmbio dependeria dos  $M.K.Y$ .

$$R = \frac{P}{P_f} = \frac{(M)}{M_f} \cdot \frac{(K_f)}{K} \cdot \frac{(Y_f)}{Y}$$

$$\frac{P}{P_f} = \text{variável intermédia determinada a longo prazo pelos } M, K \text{ e } Y.$$

Esta equação, na presença de uma nação estrangeira, levou à apreciação da sua moeda, se no seu conjunto a massa monetária crescesse mais lentamente ( $\frac{M}{M_f} \uparrow$ ), o produto

real crescesse mais rapidamente ( $\frac{M_f}{Y} \uparrow$ ) e se a relação também crescesse ( $\frac{K_f}{K} \uparrow$ ).

Na situação inversa, considerando um país onde a massa monetária aumentava rapidamente, com uma economia real estagnada, as probabilidades de depreciação da sua moeda eram imediatas.

Considerando períodos de diversos anos, estas situações parecem ter correspondido aos factos.

Com base na equação acima referida, a quantificação dos efeitos em percentagem sobre a taxa de câmbio da variação de  $M$  e de  $Y$ , certas elasticidades eram iguais a 1 e diversos estudos estatísticos provaram que estavam em conformidade com a realidade.

Ainda nesta sequência das elasticidades da taxa de câmbio, perante uma situação de crescimento equilibrado, uma taxa de câmbio permaneceria inalterada

Existiram outros determinantes da taxa de câmbio, nomeadamente as diferenças nas taxas de juro, as antecipações relativas à taxa de câmbio, a Balança Comercial ou o saldo de Transacções Correntes.

Relativamente às diferenças nas taxas de juro, sempre que a taxa de juro de um país, nomeadamente dos Estados Unidos aumentasse, mantendo-se a dos restantes estáveis, os investidores adquiriam dólares no mercado à vista, apostando assim sobre o seu valor futuro, levando deste modo ao aumento da circulação desta moeda.

Quanto à influência da taxa de juro na taxa de câmbio, dependia essencialmente do tipo de variação<sup>84</sup>.

Relativamente às antecipações relativas da taxa de câmbio, a moeda também desempenhou a função de reserva de valor, podendo a aquisição de títulos financeiros expressos em determinada moeda estar dependente da evolução da taxa de câmbio<sup>85</sup>.

Os saldos negativos da Balança Comercial e das Transacções Correntes representaram um desequilíbrio, através da concessão de moeda face ao mercado externo, implicando a sua eliminação imediata.

Relativamente à Teoria da Paridade das Taxas de Juro, o mercado de câmbios subdividia-se em duas áreas distintas. A relativa às operações à vista, onde a troca de divisas era efectuada no momento da negociação da taxa de câmbio e a relativa às operações a prazo, onde a taxa de câmbio e a transacção eram efectuadas em datas distintas<sup>86</sup>.

Relativamente aos mercados de câmbios a prazo, o investidor tinha a vantagem de conseguir a cobertura do risco cambial, tendo como garantia, uma determinada taxa de câmbio a praticar no acto da venda da divisa.

Do mesmo modo, todo o investidor que pretendia adquirir uma moeda em data futura, corria o risco de presenciar uma subida da cotação dessa moeda até à data em que ele necessitasse de a comprar, podendo optar pelo mercado a prazo, para evitar tal situação.

O diferencial das taxas de juro entre os países que emitiam duas moedas, podia determinar a relação estabelecida entre as taxas de câmbio à vista e a prazo, designando-se por paridade coberta das taxas de juro.

---

<sup>84</sup> Tomando como exemplos, um aumento da taxa de juro nos USA devido a uma contracção da massa monetária, cujo valor do dólar deveria crescer no mercado cambial; se a razão fosse uma aceleração da inflação dos preços nos USA, ou um acréscimo do défice, haviam dúvidas sobre a valorização da moeda.

<sup>85</sup> As antecipações podiam ser de diversa ordem: sobre as massas monetárias futuras; sobre as antecipações relativas à política dos poderes públicos em relação aos activos privados; pela reacção às intervenções oficiais no mercado cambial.

<sup>86</sup> Nas operações a prazo, a taxa de câmbio era negociada numa data e a transacção respectiva era efectuada em data posterior.



Consideremos o exemplo relativo a um investidor que reside no País A, com um capital de valor igual a K e expresso na moeda A, cujo objectivo era aplicar esse capital, durante um ano, no seu país ou no país B<sup>87</sup>.

$S_{\frac{A}{B}}$  – Taxas de câmbio à vista

$F_{\frac{A}{B}}$  – Taxas de câmbio a prazo

$i_A$  – Taxas de juro no país A

$i_B$  – Taxas de juro no país B

Considerando duas hipóteses distintas:

### Hipótese 1 – Paridade Coberta das Taxas de Juro

O investidor investe no País B e pretende eliminar o risco cambial vendendo a prazo, no início do ano, o montante da moeda B, correspondente ao valor final do investimento. Assim, temos a seguinte equação:

$$K \left( 1 + \frac{i}{A} \right) = \frac{K}{S_{\frac{A}{B}}} \left( 1 + \frac{i}{B} \right) F_{\frac{A}{B}} \quad \text{Não arbitragem (de operações)}$$

(1)                      (2)

- Valor Final do Investimento no País A

- Valor Final do Investimento no País B

Considerando a relação entre o diferencial das taxas de câmbio e o diferencial das taxas de juro, apresenta-se a seguinte equação:

$$\frac{F_{\frac{A}{B}} - S_{\frac{A}{B}}}{S_{\frac{A}{B}}} = \frac{\frac{i}{A} - \frac{i}{B}}{\left( 1 + \frac{i}{B} \right)}$$

<sup>87</sup>Cf. Fonseca, José Alberto Soares, *Moeda e Crédito*, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, pp 153-160 (adaptado).

Se  $F^{\frac{A}{B}}$  (taxa de câmbio a prazo) for superior a  $S^{\frac{A}{B}}$  (taxa de câmbio à vista), a moeda  $B$  apresenta um prémio no mercado a prazo, relativamente ao seu valor no mercado à vista. Contrariamente, sendo  $F^{\frac{A}{B}}$  inferior a  $S^{\frac{A}{B}}$ , a moeda  $B$  apresenta um desconto no mercado a prazo.

## Hipótese 2 –Paridade Não Coberta das Taxas de Juro

Quando as moedas não eram negociadas no mercado a prazo, o investidor tomava a sua decisão com base na taxa de câmbio esperada no momento da liquidação do investimento. Para evitar operações de arbitragem, deveria verificar-se a seguinte igualdade entre o valor final de  $K$  unidades de moeda investidas no País  $A$  e o valor final esperado no caso desse investimento ser transferido para o País  $B$ .

$$K\left(1 + \frac{i}{A}\right) = \frac{K}{S^{\frac{A}{B}}}\left(1 + \frac{i}{B}\right)E(S)^{\frac{A}{B}}$$

Desta equação resultou a relação entre a variação esperada da taxa de câmbio e a diferença entre as taxas de juro.

$$\frac{\Delta S^{\frac{A}{B}}}{S^{\frac{A}{B}}} = \frac{\frac{i}{A} - \frac{i}{B}}{\left(1 + \frac{i}{B}\right)}$$

$$\text{Onde } \frac{\Delta S^{\frac{A}{B}}}{S^{\frac{A}{B}}} = \frac{E(S)^{\frac{A}{B}} - S^{\frac{A}{B}}}{S^{\frac{A}{B}}}$$

Concluimos assim, que a taxa de variação esperada, para a taxa de câmbio, era muito próxima da diferença entre as taxas de juro dos dois países.

Em relação à Paridade do Poderes de Compra, esta teoria partiu do princípio de que a taxa de câmbio entre duas moedas dependia, essencialmente, da relação entre os níveis médios de preços nos países onde eram emitidas.

Foi formulada inicialmente pelo sueco Gustavo Cassel, surgindo desta teoria duas versões, a absoluta e a relativa, ambas expressando uma lei para a determinação da taxa

de câmbio real, que derivava da relação entre os poderes de compra de duas moedas. O poder de compra em cada um dos países era medido pela taxa de câmbio real, sendo o mesmo trocado através da taxa de câmbio nominal.

A relação da Paridade dos Poderes de Compra, apesar de ser objecto de diversas críticas, tinha a sua importância em termos de análise cambial em mercados perfeitos, estando aquela relação presente em todos os modelos que pretendiam determinar as taxas cambiais e apresentar as condições de equilíbrio<sup>88</sup>.

A teoria elementar designada por «*Purchasing Power Parity – PPP*» partia do princípio de que o câmbio num dado momento entre duas moedas só correspondia à verdade se a relação dos níveis de preços dos países respectivos fosse igual à unidade, ou seja:

“A Paridade do Poder de Compra era frequentemente utilizada quando se pretendia efectuar comparações internacionais de variáveis reais, de modo a estabelecer um valor de equilíbrio a longo prazo para a taxa de câmbio real e assim, analisar a evolução de uma divisa em termos do poder de compra relativo entre duas economias”<sup>89</sup>.

Se pretendêssemos analisar a relação de equilíbrio de curto prazo no mercado de capitais, utilizávamos a Paridade não Coberta das Taxas de Juro (PNCTJ), complementando assim o teste à mobilidade efectiva de capitais, para além da eficiência do mercado cambial.

Na sequência do trabalho empírico desenvolvido no período compreendido entre 1960 e 1999, os testes à teoria da PPC não foram capazes de rejeitar a não estacionaridade da taxa de câmbio real, apontando assim a presença de desequilíbrios de longo prazo no mercado cambial, enquanto que os testes à PNCTJ, na sua maioria, aconselharam a estacionaridade do prémio de risco, que apesar de ocorrerem desequilíbrios no mercado cambial, não o impedia de funcionar frequentemente de modo eficiente<sup>90</sup>.

Neste estudo, constatamos que foi o escudo (a moeda fraca) comparativamente com o marco, tradicionalmente não utilizada nas trocas internacionais, que com o decorrer do tempo se apreciou. A explicação para esta situação, pode dever-se ao facto da economia portuguesa estar inserida desde o período em que o escudo apresentou a sua maior apreciação real, num processo de integração europeia, podendo o nosso país tirar partido da credibilidade e estabilidade que a política monetária anti-inflacionista da Alemanha

---

<sup>88</sup> Vários Economistas Clássicos tentaram explicar o papel dos preços e dos custos na determinação da taxa cambial.

<sup>89</sup>Cf. Marques, Walter (1987), *Mercado de Câmbios: Teorias Elementares e Política Cambial*, Revista da Banca, nº.2, Abril/Junho, p.11

<sup>90</sup>Cf. Duarte, António Portugal (2001), Proposta de Comunicação, *Paridade do Poder de Compra e das Taxas de Juro: Um Estudo à Economia Portuguesa e Alemã*.

lhes oferecia e pela fixação do escudo ao marco, passando Portugal a fazer parte integrante da terceira fase da UEM.

No mesmo estudo, procedeu-se a uma análise no longo prazo, para certificar da existência de uma combinação linear entre a taxa de câmbio nominal e os preços, e como resultado do mesmo, a utilização do método da máxima verosimilhança, evidenciou que para a maioria dos casos analisados, era possível obter pelo menos um vector de co-integração que estivesse de acordo com a teoria da PPC.

A teoria da PPC não se deveria aplicar unicamente a relações de longo prazo, mas do mesmo modo deveria recorrer a análises de curto prazo.

A teoria PPC, apresentada por Gustavo Cassel, no seu livro, em 1922, intitulado *Money and Foreign Exchange After 1914*, estabeleceu a relação entre a diferença das taxas de inflação de dois países e a evolução comparada dos câmbios, baseando-se no princípio de que a taxa cambial era função do poder de compra das respectivas moedas<sup>91</sup>.

Segundo o mesmo autor<sup>92</sup>, uma certa quantidade de dinheiro deveria comprar o mesmo conjunto representativo de bens em diferentes países, considerando duas versões da Teoria da Paridade dos Poderes de Compra, a versão absoluta e a versão relativa (ou comparativa), revelando alguma validade apenas na versão relativa<sup>93</sup>.

A PPC em termos absolutos considerava que todo o comprador estrangeiro estava disposto a pagar um preço para obter outra moeda subjacente ao poder aquisitivo sobre dada moeda. A taxa de câmbio devia atingir a igualdade do poder de compra interno com o poder de compra externo, da moeda nacional.

Considerando dois países, designados pelas letras A e B, a taxa de câmbio resultava da igualdade dos preços dos bens de ambos os países. Deste modo, a taxa de câmbio de equilíbrio entre os países A e B, apresentava a seguinte relação:

---

<sup>91</sup> Se eventualmente uma dada moeda nacional se degradasse em relação à outra moeda, teria de se proceder a um reajustamento cambial, que fosse igual à diferença entre as taxas de inflação dos dois países.

<sup>92</sup> Cf. *El Mecanismo de ajuste-precio*, pp-430-431

<sup>93</sup> Utilizou como modelo, para o câmbio de equilíbrio, os Estados Unidos e Reino Unido, declarando que a taxa de câmbio de equilíbrio (dólares por libra) era igual à relação dos níveis de preços dos Estados Unidos (USA) em relação ao nível de preços do Reino Unido (UK), ou seja,  $P_a/P_b$ . No modelo de equilíbrio parcial, para qualquer taxa de câmbio, o preço em dólares de cada bem comercializado, igualava o seu preço em libras multiplicado pela taxa de câmbio. Na ausência de custos de transporte e restrições ao comércio, esta relação era válida para cada bem transaccionável. Desta forma deduziu-se que, a mesma relação deveria ser válida entre índices de preços igualmente ponderados para os USA e UK. A relação  $R=P_a/P_b$  deveria ser verificável para qualquer taxa de câmbio, e não só para a de equilíbrio. Logo, não a podíamos usar para determinar a taxa de equilíbrio. Esta era uma limitação que eliminava a versão absoluta da PPC. Na realidade existiram custos de transporte e restrições ao comércio. Existiu todo um conjunto de bens não transaccionáveis (puramente domésticos) em cada país que não eram comercializáveis devido aos custos de transporte. As moedas eram supostas serem procuradas num mercado de câmbios como meios de se procurar bens e serviços no exterior e não como activos financeiros gerando receitas e/ou ganhos em capital e, de facto, as operações de câmbio assumiam cada vez mais um carácter principalmente financeiro. Os bens e serviços produzidos em países diferentes eram diferenciados, de modo a responder à especificidade dos gostos próprios de cada país e utopicamente semelhantes.

Taxa de câmbio  $\frac{A}{B}$  = nível dos preços de A/ nível dos preços de B.

Utilizando uma forma comparativa, a alteração de nível dos preços implicava variações paralelas de taxa de câmbio, o mesmo era dizer que, perante uma variação na relação dos poderes de compra internos de duas moedas, a partir de um determinado equilíbrio, a mesma causaria uma alteração de câmbio.

Representando esta situação<sup>94</sup>,  $1 + c' = p'a - p'b$ , sendo que:

$$c' = \Delta \frac{C}{C} \quad - \text{evolução da taxa de câmbio}$$

$$p'a = \Delta \frac{P_a}{P_a} \quad - \text{evolução da taxa dos preços do país A}$$

$$p'b = \frac{\Delta p_b}{p_b} \quad - \text{evolução da taxa dos preços do país B}$$

Considerando  $P$  como o nível de preços de uma economia nacional e  $P^*$  como o nível de preços de uma economia estrangeira, o poder de compra deveria ser:

$$\frac{1}{P} = \frac{1}{SP^*}$$

$S$  = cotação cambial no “incerto”

$$S_t^{PPC} = \frac{P_t}{P_t^*}$$

A cotação cambial da paridade dos poderes de compra correspondia à relação dos níveis de preços.

A taxa cambial relativa à paridade absoluta (considerando  $n$  mercadorias) era a seguinte:

$$S_t = \frac{\sum a_i P_i}{\sum b_i P_i^*}$$

Com  $i=1, \dots, n$

Para a verificação de Lei do Preço Único existiram quatro premissas:

- Todos os bens eram passíveis de troca e custos de transporte nulos;
- Inexistência de obstáculos às trocas;

<sup>94</sup>Adaptado de *Economia Internacional*-3ª.edição, Eduardo Raposo de Medeiros, Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas, Lisboa (1992), p.87

- Homogeneidade dos bens nos diversos países;
- Estrutura do consumo dos sujeitos semelhante nos diferentes países.

Exigia-se ainda a igualdade dos coeficientes de ponderação para cada bem, de modo a que a taxa alcançasse o equilíbrio.

Deste modo, a forma absoluta da PPC foi muito irrealista exigindo, assim, a passagem à sua forma relativa. A Teoria na forma absoluta, tinha apenas a sua aplicabilidade a preços de produtos resultantes de comércio internacional, sendo no médio e longo prazo mais informativa, o que não se verificou num curto prazo. No curto prazo, houve grandes desvios entre o diferencial de inflação e o diferencial de câmbios, devido às fortes influências mais acentuadas neste período, da evolução da taxa de juro e dos movimentos de capitais.

Cassel partiu da teoria quantitativa e pressupôs que o dinheiro era neutro, preocupando-se com os efeitos de inflação sobre uma taxa de câmbio inicial de equilíbrio. Previa que esta nova taxa de equilíbrio fosse maior que a anterior, na percentagem do aumento de inflação do país em causa.

Colocou-se o problema, no fim da primeira grande guerra mundial, da necessidade de estabelecer novas taxas de câmbio, em que muitos países pretendiam voltar às taxas anteriores. Esta posição era insustentável para os diferentes países que tinham tido taxas de inflação diferentes.

Cassel sugeriu que as taxas de câmbio anteriores à guerra se deveriam ajustar tendo em conta os diferentes graus de inflação, sugerindo a seguinte fórmula para Estados Unidos da América e Reino Unido<sup>95</sup>.

$$R = \frac{P_a^t / P_a^0}{P_b^t / P_b^0} \times R_0$$

$R_0$  = Taxa de câmbio antes da guerra

$R^t$  = Nova taxa de câmbio

$P_a^0, P_a^t$  = nível de preços dos USA antes e depois da guerra, respectivamente.

<sup>95</sup>Cf. *El Mecanismo de ajuste-precio*, p.433

$S_0$ ,  $S_t$   
 $P_b$ ,  $P_b$ = nível de preços da UK antes e depois da guerra, respectivamente.

A forma relativa da PPC era menos rígida que a anterior, já que aceitava uma alteração de câmbio a partir de uma posição de equilíbrio face à variação dos poderes de compra internos de duas moedas, ou seja, todas as alterações do nível relativo dos preços implicavam variações paralelas da taxa de câmbio.

$$S_1^{PPC} = S_0 \times \frac{\text{Índice dos Preços Domésticos no Período (1)}}{\text{Índice dos Preços Estrangeiros no Período (1)}}$$

Considerando a PPC e a taxa de câmbio real, a determinação do câmbio real podia surgir da relação da paridade dos poderes de compra.

Assim, em termos de paridade absoluta, a cotação real era a seguinte:

$$R_t = \frac{S_t}{PPCA}$$

Substituindo  $S_t$  pelo seu valor  $\frac{P}{P^*}$ , vem,

$$R_t = \frac{S + P^*}{P}$$

Em termos de paridade relativa, tem-se:

$$R_{t+n} = \frac{S_{t+n}}{S_{t+n}} PPCR$$

$$S_{t+n}^{PPCR} = S_t \times \frac{\frac{P_{t+n}}{P_t}}{P_t^* + \frac{n}{P_t^*}}$$

$$\text{Vem, } S_{t+n} = \frac{S_{t+n}}{S_t} x \frac{P_t + \frac{n}{P_t}}{P_t + \frac{n}{P_t}}$$

A taxa de câmbio PPC tinha de apresentar um rácio de cotação cambial constante e igual ao quociente da variação dos preços.

Caso contrário, se  $R$  fosse superior a 1 havia uma subavaliação da moeda nacional (depreciação real), como resultado do aumento dos preços estrangeiros em maior dimensão que os preços nacionais ou, pelo facto de  $S_t$  ter aumentado sem movimento compensador dos preços relativos; e se  $R$  fosse inferior a 1, registava-se uma apreciação real.

Como críticas à formulação da TPPC e relacionando-se essencialmente com a “Lei do preço Único”, segundo a versão absoluta, deu-se o equilíbrio no mercado de câmbios quando a taxa de câmbio real era igual a 1, ou seja, cada unidade monetária devia representar o mesmo poder de compra em ambos os países, exigindo-se deste modo, que a taxa de câmbio nominal fosse igual à relação entre os índices de preços nos dois países:

$$S_{\frac{A}{B}} = \frac{P_A}{P_B}$$

Esta teoria levantou algumas objecções assim a designar:

- O cabaz de bens que faziam parte dos índices de preços, não era igual nos dois países, impedindo a comparação dos poderes de compra entre ambos;
- Atendendo a razões económicas e institucionais estabelecidas nalguns países, existiam bens que não eram objecto de transacções internacionais, cuja importância para a determinação das taxas de câmbio era crucial.

Quanto à versão relativa da teoria PPC, esta não exigiu que a taxa de câmbio real fosse igual a 1, pressupondo os seguintes parâmetros:

- A lei do preço único, verificou-se em cada um dos bens produzidos em ambos os países, desde que fossem transaccionados internacionalmente. No entanto, existiu uma grande variedade de “bens não trocáveis” e onde a arbitragem não se verificava, sendo a relação de preço único mais uma relação de arbitragem do que uma relação de equilíbrio geral;



- As alterações dos preços relativos dos bens nos dois países ao longo do tempo, não deveriam acontecer.

Atendendo à particularidade desta versão face à versão absoluta, em que a taxa de câmbio real não era necessariamente igual a 1, a relação entre a taxa de câmbio nominal e os níveis médios de preços nos dois países podia ser apresentada do seguinte modo:

$$S_{\frac{A}{B}} = \alpha \frac{P_A}{P_B}$$

Partindo do princípio de que a taxa de câmbio real se deveria manter igual à constante  $\alpha$ , a variação da taxa de câmbio nominal iria depender da diferença entre as taxas de inflação nos dois países .

$$S_{\frac{A}{B}}(t) = \alpha \frac{P_{A(t)}}{P_{B(t)}}$$

$$S_{\frac{A}{B}}(t+1) = \alpha \frac{P_{A(t+1)}}{P_{B(t+1)}}$$

Poderíamos incluir nesta análise o efeito de *Fisher* internacional, quando se tratava da diferença das taxas de juro de dois países como função da diferença entre as respectivas taxas de inflação esperadas.

Confirmamos assim, que a variação da taxa de câmbio determinada pela paridade dos poderes de compra e a variação determinada pela paridade das taxas de juro deveriam ser convergentes, verificando-se a seguinte igualdade:

$$\frac{i_{a-i_B}}{(1+i_B)} = \frac{\left( \Delta \frac{P_A^e}{P_A} \right) - \left( \Delta \frac{P_B^e}{P_B} \right)}{\left[ 1 + \left( \Delta \frac{P_B}{P_B} \right)^e \right]}$$

A fundamentação teórica da PPC baseou-se na teoria quantitativa da moeda, tendo o seu ponto de partida pela fórmula de Cassel,  $S = K \left( \frac{P}{P^*} \right)$ , sendo  $K$ , uma constante.

Cassel baseou-se na Teoria Quantitativa da Moeda, ao referir que a relação dos poderes era função da relação das variações da massa monetária que circulavam em cada país, sendo que, uma variação na quantidade de moeda em circulação, implicava uma variação do poder de compra da moeda, afectando os preços internos e por sua vez, uma variação da taxa cambial.

Nesta sequência surgiram algumas oposições a esta relação de causalidade, entre os níveis de preços e a taxa de câmbio.

Baseando-se no índice geral de preços no consumidor, o seu maior problema era o da escolha das ponderações .

A paridade absoluta dos poderes de compra partiu da premissa de que a ponderação dos diferentes bens e serviços fosse idêntica em todos os países, assim como a sua estrutura de consumo.

A versão relativa da PPC pressupôs que as ponderações se mantivessem entre o período de base e o período da análise cambial. A teoria baseou-se na evolução da Balança de Transacções Correntes que era afectada pelas variações de preços dos bens e serviços nos diferentes países.

Verificou-se uma quebra no poder de compra de uma moeda, sem que interferisse negativamente sobre a taxa cambial, ou, surgisse um fluxo de investimento a longo prazo que fosse equilibrar o défice da Balança de Transacções Correntes, não considerando a teoria, as operações relativas aos activos financeiros, sendo esta uma crítica à mesma.

A procura e oferta de divisas podiam ser influenciadas por um conjunto de factores ao proceder-se a alterações da taxa cambial, nomeadamente, novos ganhos de produtividade, surgimento de novas fontes de matérias primas, alteração nos gostos dos consumidores, entre outros. A veracidade empírica da teoria incidiu nos índices de preços, uma vez que os mesmos abrangiam bens e serviços que não faziam parte das trocas internacionais, logo esta análise perdeu credibilidade. A versão relativa da PPC, apresentou como válido, que as condições monetárias exercessem uma influência importante sobre a taxa de câmbio.

Mesmo assim, apresentou uma grande limitação, que, para além das dificuldades de verificação estatística, baseou-se no pressuposto que a tecnologia, os gostos, a oferta

dos factores, o nível do emprego, as restrições ao comércio e os movimentos de capital não se alteravam no período de transição. Estas alterações aconteceram constantemente na economia internacional e exerceram uma profunda influência sobre a taxa de câmbio. Esta teoria foi fortemente sensível ao período em análise e como tal, era discutível se a taxa de câmbio considerada como base seria uma taxa de equilíbrio.

## **CAPÍTULO III**

### **3. EVOLUÇÃO DA POLÍTICA CAMBIAL PORTUGUESA NAS DÉCADAS SESSENTA A NOVENTA**

#### **3.1. A História do escudo e seus regimes monetários**

Unidade monetária criada em 22 de Maio de 1911 como equivalente à moeda de mil réis da Monarquia, em valor e em peso de ouro fino, o escudo surgiu pela primeira vez em público em finais de 1914, quando foi lançado em circulação uma moeda de prata comemorativa da revolução de 5 de Outubro<sup>96</sup>.

A primeira moeda do padrão escudo era, porém, a de 50 centavos de 1912, com a efígie da República, regime que determinava a sua circulação.

A cunhagem das primeiras moedas de um escudo continuou até 1916 (ano em que foi suspensa), sendo as moedas substituídas, desde Janeiro de 1919, pelas primeiras notas do Banco de Portugal desse valor, cuja circulação teve lugar até Janeiro de 1929.

Apesar do decreto de 1911 considerar apenas a recolha das moedas de ouro, prata, cuproníquel e de bronze dos últimos reinados e a sua troca por espécies correspondentes ao novo sistema republicano, só se concretizou na década de 30, ou seja, os dois sistemas monetários (moedas e notas de banco), estiveram em circulação aproximadamente 20 anos, de forma diária e pacífica, em consequência de uma forte escassez conjuntural de numerário, para satisfazer as necessidades do comércio, nomeadamente durante a I Guerra Mundial.

Aquando da sua criação, em Portugal vigorava o sistema de monometalismo-ouro<sup>97</sup>.

Atendendo ao seu pequeno tamanho, para ser amoedada nesse metal como espécie efectiva, a primeira moeda de escudo circulou em corpo de prata até 1920, ano em que a desvalorização do escudo-papel a fez desaparecer de circulação.

---

<sup>96</sup> Com um peso de 25 gramas, cf. João Godinho Soares, Revista Dirigir, nº.75, IEF,Set./Out./2001, p.18

<sup>97</sup> Só as moedas desse metal tinham poder liberatório ilimitado e um peso adequado ao seu valor facial, que foi introduzido no nosso país em 1854, no reinado de D.Pedro V, que correspondia deste modo, ao escudo-ouro da I República um determinado peso de ouro fino: 1,62585 gr., cf. João Godinho Soares, Revista Dirigir, nº.75, IEF,Set./Out./2001, pp.18-19.

Num período posterior, surgiu uma nova moeda-padrão, aquando da reforma ordenada em Junho de 1931 por Oliveira Salazar, um novo escudo-ouro com o peso de 0,06651g ou seja, desvalorizada em 2444,5 por cento em relação ao escudo de 1911<sup>98</sup>.

Durante os 86 anos de existência do escudo, a sua depreciação ao longo deste período, não podia deixar de ser reflectir na cunhagem das moedas metálicas, cujo fabrico industrial tinha sempre de ter em conta a variação dos preços dos metais no mercado mundial.

Desde a grande moeda de prata de 1914 à pequena moeda de latão criada em 1986 (e que foi a última do seu tipo até 2002), o escudo sofreu cinco reformas, existindo assim, seis tipos com características técnicas distintas<sup>99</sup>.

Esta última moeda representativa do escudo português republicano era uma moeda cara, com um custo de fabrico que tinha ultrapassado desde há muito o seu valor facial, em que o Estado perdia dinheiro ao mandar cunhar a mesma, verificando-se um prolongamento da sua vida útil em circulação, de forma artificial e deliberada e, claramente assumida como forma de evitar tensões e expectativas inflacionistas menos convenientes, na presente conjuntura económica nacional, rumo à moeda única<sup>100</sup>.

“A pedra angular da economia moderna é a moeda, que é uma medida de valor, um meio de troca e uma reserva de riqueza. Ela é também a ponte entre magnitudes reais e nominais, de modo que compreendê-la é vital para compreender e controlar a inflação”<sup>101</sup>.

A análise efectuada à avaliação da oferta monetária em Portugal durante este período, levou-nos a considerar, particularmente, o funcionamento do sistema padrão-ouro clássico, no séc. XIX, salientando-se a desadequação da variável M1 (Moeda em sentido estrito) perante a economia portuguesa oitocentista.

O regime vigente em Portugal, durante a primeira metade do séc. XIX até à reforma monetária de 1854, foi o declarado pela reforma promulgada em 1688 por D. Pedro II.

---

<sup>98</sup> Deste modo, o escudo de 1911 valia 24,44 escudos de 1931; 58,53 escudos de 1948; 61,23 escudos de 1968; 81,57 escudos de 1972; 305,07 escudos de 1977; 1500 escudos de 1980; 3250 escudos de 1986; 2600 escudos de 1992, situando-se nos 2900 escudos de 1997, cf. João Godinho Soares, Revista Dirigir, n.º.75, IEFP,Set./Out./2001, pp.18-19

<sup>99</sup> 1914-1923: prata 900/1000; diam. 37 mm; peso 25 gr; 1924-1926: bronze-alumínio; diam. 26,8 mm; peso 8 g; 1927-1968: alpaça; diam. 26,8 mm; peso 8 g; 1969-1979: bronze; diam. 26 mm; peso 8 g; 1981-1986: latão-níquel; diam. 18 mm; peso 3 g; 1986-2002: latão-níquel; diam. 16 mm; peso 1,7 g., cf. João Godinho Soares, Revista Dirigir, n.º.75, IEFP,Set./Out./2001, pp.18-19

<sup>100</sup> O mesmo se aplicou às moedas de \$50 e de 25 tostões (2\$50), em que a sua permanência em circulação, tinha por objectivo, manter operacional o divisor 50 centavos e permitir, pelo menos teoricamente, a continuação da fixação de preços com esse valor.

<sup>101</sup> Cf. António Pescada (1994) p.215

Verificaram-se sucessivas alterações perante este regime, quer internas, quer externas, coexistindo com grandes discrepâncias face à prática, salientando-se como a mais distinta, a base metálica do sistema.

Apesar deste sistema ser nominalmente bimetalico, na realidade também existiram vastos períodos de monometalismo, devendo-se especialmente, a um desajustamento entre os rácios dos valores do ouro e da prata, respectivamente no mercado e os fixados na lei.

Em relação à primeira metade do séc. XIX, vigorou inicialmente um padrão prata ao longo das primeiras duas décadas do século, até que, em 1822, foi decretada a alteração da relação prata/ouro de 13.5:1 para 16:1.

A circulação conjunta destes dois metais preciosos, parece ter existido, entre 1822 e 1835.

Devido à redução do rácio legal para 15.5:1 em 1835, verificou-se uma maior circulação da prata, no entanto a progressiva valorização deste metal face ao ouro, ocorrida subsequentemente nos mercados mundiais, levou ao seu desaparecimento gradual durante a segunda metade da década de 1840, ou para exportação, ou para entesouramento.

Esta persistência originou diversas disposições legislativas, com o objectivo de se restabelecer a circulação da prata, verificando-se em 1851, o aumento do direito de exportação sobre a prata em bruto ou quebrada, de 100 reis para 1000 reis por marco, sem que se tenha deixado de existir um padrão essencialmente de ouro.

Uma outra característica do sistema monetário deste período, foi a inclusão, ao lado da moeda cunhada no reino, de diversas moedas estrangeiras, quer do ouro, quer da prata, como meios de pagamento legal<sup>102</sup>.

Entre 1846 e 1851, verificou-se uma proliferação de moedas estrangeiras de fraca qualidade, provenientes das mais diversas origens, devido a uma elevada escassez de numerário nacional e da incapacidade de sucessivos governos, poderem responder a esta situação.

A forma mais fácil de trazer o ouro amoeado de regresso ao país, resolvia-se com a desvalorização implícita do real português, ao mesmo tempo que se atribuía curso legal a um certo número de moedas estrangeiras, conferindo-lhes um valor facial muito superior ao seu valor intrínseco.

---

<sup>102</sup> Cf. Eurico de Seabra (1899), *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal*, Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

Através do decreto de 23 de Junho de 1846, foi autorizada a circulação de moedas de cinco países diferentes, e o decreto de 24 de Fevereiro de 1847, alargava esta autorização para mais moedas, de outros países<sup>103</sup>.

As peças e coroas de ouro portuguesas também foram revalorizadas pelo decreto de 1847, o que terá impedido a sua exportação.

Foi apenas em 1851, através de um certo aperfeiçoamento do sistema monetário, que foi possível dispensar esta variada circulação metálica, ficando com o curso legal apenas os soberanos e meios soberanos ingleses, para servirem juntamente com as novas moedas portuguesas criadas pelo decreto de 15 de Fevereiro do mesmo ano<sup>104</sup>.

No nosso país era permitida a livre circulação dos metais preciosos, tanto em barra como em moeda, podendo mandar cunhar moeda na Casa da Moeda, em determinadas épocas, comportando estes o custo, e, noutras situações de maior penúria de circulação metálica, as despesas eram por conta do Estado<sup>105</sup>.

De considerar um segundo elemento monetário não metálico, que era constituído pelas notas do Banco de Lisboa, que entrou em circulação a partir de 1822, na prática, quase unicamente em Lisboa e no Porto, e as do Banco Comercial do Porto, apenas no Porto, a partir de 1835, sendo todas convertíveis à vista pelos respectivos emissores<sup>106</sup>.

A carta de lei de 29 de Julho de 1854 alterou totalmente esta situação, ao determinar entre nós um sistema de padrão ouro «clássico», previamente aos restantes países da Europa, que o adoptaram ao longo da segunda metade do séc. XIX.

Foi apenas no ano de 1870 que ocorreram novas adesões formais a este padrão monetário, depois de Portugal e sem ter em conta a Inglaterra e, foi apenas na década de 1890, que se considerou que ele tenha desfrutado de uma supremacia indiscutível entre as principais potências económicas da época. Considerou-se uma época em que a maioria das nações “civilizadas”, atendia a padrões monetários, ou bimetálicos, ou baseados apenas na prata.

---

<sup>103</sup> No nosso país chegaram a ter curso legal, um total de 36 moedas diferentes, oriundas da América do Norte, América do Sul e Europa, sendo particularmente beneficiados os soberanos e meios soberanos ingleses, atendendo ao Decreto de 1846 que lhes conferia um valor legal superior em 7,8% ao seu valor comercial. Id., *ibid.*, p.42

<sup>104</sup> Iniciar-se-ia assim, uma situação que iria existir em Portugal no decorrer dos próximos 40 anos.

<sup>105</sup> No entanto, manteve-se oficialmente sempre em vigor até 1854, a proibição de exportar estes metais.

<sup>106</sup> Excluindo a década de 40, nada indica que estas emissões particulares tenham tido destaque na circulação monetária nacional. Uma terceira fonte de notas, mas pouco significativa, foi a Companhia Real de Agricultura das Vinhas do Alto Douro, sendo autorizada a emitir notas de denominação compreendidas entre 2\$400 e 18\$000 reis, pela Lei de 21 de Abril de 1846, cf. Eurico de Seabra, *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal*, (1899), Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

De salientar a situação de Portugal, em que a Inglaterra, sendo o seu parceiro dominante do séc. XIX, permaneceu continuamente no padrão ouro desde 1821, sendo grande parte da dívida externa portuguesa colocada em Londres e, conseqüentemente, as obrigações externas do Estado português serem saldáveis, ou em créditos sobre aquela praça, ou em moeda de ouro.

A partir de meados da década de 1840 a rápida abundância do ouro no mundo, provocou por toda a parte, pressões sobre a prata como meio circulante, existindo alguns países que a pretendiam expulsar do sistema.

Apesar de se integrar nesta evolução internacional, Portugal afastou-se dos restantes países em dois aspectos fundamentais do seu comportamento monetário, como sendo um deles, os primeiros a iniciar este processo de transição.

A nossa legislação monetária de 1846 e 1847, pretendia adoptar o ouro como padrão metálico, dado que, as moedas estrangeiras cuja entrada se quis fomentar por meio dessas medidas, eram essencialmente desta natureza.

Um outro aspecto, prendia-se com a tomada de decisão em 1854, de consagrar juridicamente esta situação de facto, quando o padrão ouro era adoptado por lei e a maior parte dos países que tinham sido atingidos da mesma forma, permaneceram ainda bimetálicos por duas ou mais décadas, particularmente, a França, a Bélgica, a Suíça e a Itália, que viriam a constituir a partir de 1865 a União Monetária Latina.

Ocorreram duas situações que implicaram um aumento bastante significativo do stock de ouro em Portugal, contribuindo para o estabelecimento do padrão ouro em qualquer país.

Um dos acontecimentos, prendia-se com a exportação de vinho para a Califórnia, no início da década, de onde surgiu em pagamento, uma vasta quantia deste metal precioso, sendo o outro, a remessa durante os mesmos anos de uma grande quantidade de dinheiro do Brasil, onde predominava a libra esterlina.

Não se considerou completamente pacífica a reforma do sistema monetário português. Sempre que se verificasse qualquer alteração no tipo de moeda do reino, tornava-se menos conveniente, especialmente quando ela se vinha sobrepor a uma situação de desordem monetária, como já acontecia desde 1747.

Num outro aspecto, não se aceitava o facto de o novo sistema monetário assentar numa unidade de conta, o real, completamente fictícia e por lhe corresponder um reduzido valor em termos de moeda física.



Salientava-se ainda, a incongruência de, em 1852, ter sido efectuada a reforma do sistema de pesos e medidas, de acordo com a prática francesa do sistema decimal e, em 1854, se ter constituído o sistema monetário em harmonia com o inglês, completamente diferente.

A alteração no rácio legal dos valores do ouro e da prata, que passava de 15.5:1 para 14.1:1, não era a mais conveniente, atendendo às perturbações ocorridas em termos do bom cumprimento dos contratos firmados antes da nova lei.

No seguimento da carta de Lei de 29 de Julho de 1854, a unidade monetária portuguesa passou a ser definida em termos de um conteúdo fixo de ouro (17,735 gramas para cada 10\$000), cujas moedas passavam a ser as únicas a ter poder liberatório ilimitado (artigos 1º. e 9º.), o que contribuía para a existência de câmbios fixos, pelo menos com os outros países que seguiam o mesmo padrão<sup>107</sup>.

Por outro lado (segundo o artigo 10º.), a moeda de ouro circularia livremente no país e as notas emitidas pelos bancos, incluindo as do Banco de Portugal, seriam livremente convertidas em ouro.

O estatuto da prata, passava a ser o de moeda subsidiária, à semelhança da Inglaterra, cuja emissão era reservada exclusivamente ao Estado, ficando sujeita ao controle do parlamento, a fim de evitar que fossem, atingidas proporções excessivas (artigo 12º.).

Esta necessidade justificava-se pelo facto do valor estipulado para a moeda de prata ter sido superior ao seu valor comercial, concedendo assim um lucro ao Estado na cunhagem da prata, obrigando deste modo, a evitar que esse lucro fosse aplicado para além do justificável.

A crise financeira e bancária de 1891, conduziu ao fim do padrão-ouro em vigor e sua substituição por um regime assente em papel-moeda inconvertível, que acabou por subsistir até 1914, devendo-se à situação de alguns bancos, tornada precária pelo seu envolvimento em especulações imprudentes. Por outro lado, havia uma desconfiança relativa à solvabilidade do Estado, originada quer pela crise política recente, quer pelo crescente desequilíbrio das contas públicas, que, perante a dificuldade em conseguir novos empréstimos externos ou internos, implicaram um afastamento de depósitos

---

<sup>107</sup> Cf. Eurico de Seabra, *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal*, 1899, Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

bancários pelo público, o encerramento de diversos bancos e o entesouramento da moeda de ouro<sup>108</sup>.

Na sequência do abandono do Sistema Monetário em vigor entre 1854 e 1891, verificou-se a flexibilidade nos tipos de câmbio, existindo uma desvalorização em relação ao par de cerca de 60 por cento, apesar de outros períodos de quase normalidade, tais como em 1906-1907, a desvalorização ser apenas de 2 por cento<sup>109</sup>.

Durante o período de 1924 e 1935, foi conseguida a normalização da situação monetária do país, quer em relação à circulação monetária, quer em relação à unidade monetária, devendo-se ao fim da subida dos preços provenientes da 1ª.Guerra Mundial.

A fabricação de moeda metálica, em meados de 1924, foi retomada, e o início da substituição das cédulas e das notas do Banco de Portugal de reduzidos valores que desempenhavam, na prática, o papel de moeda subsidiária por essa moeda metálica.

Relativamente ao período de 1935 e 1972, verificou-se um forte crescimento da circulação monetária, devendo-se essencialmente ao próprio crescimento da economia e também ao facto, de os surtos inflacionistas da época da Segunda Guerra Mundial e da década de sessenta, não terem alcançado grandes proporções.

Poderemos considerar nesta análise, três períodos distintos:

- 1924 a 1933 – Verificou-se uma forte recuperação, apesar de parcial, do peso que a emissão da Casa da Moeda deixou de ter ao longo do período de inflação da 1ª.Guerra Mundial e do primeiro a pós-guerra<sup>110</sup>;
- 1933 a 1940 – Reflecte uma enorme estabilidade da composição da circulação monetária, com a emissão da Casa da Moeda, constituindo aproximadamente 1/14 dessa circulação;
- 1940 e seguintes – Constatou-se uma sensível descida e praticamente contínua, do peso da emissão da Casa da Moeda na circulação monetária, que contribuiu para a diminuição desse peso para valores vizinhos de 1/50 no início da década de 1970.

Com a primeira Guerra Mundial, Portugal atravessou um largo período de instabilidade, caracterizado por elevados défices governamentais, acelerados aumentos da circulação monetária, elevada taxa de inflação e depreciação da taxa de câmbio do escudo.

---

<sup>108</sup> Devido às dificuldades do Estado português ter de cumprir os seus compromissos face ao exterior, verificou-se uma saída maciça de ouro do país, que nunca mais foi recuperada no decurso dos anos seguintes, implicando uma crise de caixa para o Banco de Portugal.

<sup>109</sup> Cf. Maria Eugénia Mata, *Câmbios e Política Cambial*, p.20

<sup>110</sup> Indício da própria normalização da situação da circulação monetária, com a perda pelas notas do Banco de Portugal da função de moeda subsidiária.

Registou-se um agravamento no défice orçamental do Governo, devido à necessidade do financiamento para fazer face à guerra até aí existente<sup>111</sup>.

Com o objectivo de financiar estes défices monetários, registou-se uma aceleração na criação de moeda, e um súbito aumento da dívida pública<sup>112</sup>.

Em meados de 1924, foram feitos todos os esforços a fim de equilibrar o orçamento, de modo a abrandar o aumento de dinheiro em stock, em controlar o tempo da dívida pública externa e em estabilizar a taxa de câmbio.

A partir de 1928, estes esforços foram reforçados, sob a orientação de Salazar.

Em 1931, as autoridades decidiram introduzir uma reforma monetária, definida no Decreto lei n.º.198/69.

Nos anos 30, pretendia-se implementar uma política de estabilização, dominada por Salazar, e a tomada de medidas para a lira Britânica nos finais de 1931.

Ao longo deste período, o sistema bancário desenvolveu-se consideravelmente<sup>113</sup>.

O período de guerra, caracterizou-se por um elevado aumento da taxa de câmbio do M2, crescendo uma média de 18,1 por cento ao ano, desde o 4.º trimestre de 1930 até ao final de 1946.

Registou-se um aumento, em média de 21,2 por cento ao ano dos depósitos a prazo e um aumento da taxa média para 17,9 por cento da circulação<sup>114</sup>.

Após um aumento no 1.º trimestre do período em referência, os depósitos a prazo registaram um pequeno decréscimo com o fim da guerra em 1945-1946, revelando planos abaixo dos observados antes da guerra.

Como resultado da guerra, verificou-se um substancial excesso da Balança de Pagamentos e, conseqüentemente, a acumulação de reservas estrangeiras nos cofres do sistema bancário, nomeadamente no Banco de Portugal.

Esta elevada acumulação de reservas no sector bancário e o conseqüente aumento da reserva de valores, reduziu o forte impacto de crescimento na base monetária por menos 33 por cento.

---

<sup>111</sup> O défice orçamental elevou-se para 50.367 contos entre 1916-1917, para 114.584 contos entre 1918-1919 e para 501.189 contos entre 1922-1923, cf. Eurico de Seabra, *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal*, (1899), Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

<sup>112</sup> A taxa de câmbio do escudo/lira era igual a 5.521 escudos em 1914, a 7.820 escudos em 1918 e a 131.563 escudos em 1924. Cf. Eurico de Seabra, *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal* (1899), Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

<sup>113</sup> De referir o elevado crescimento de depósitos a prazo e de um tendente declínio da proporção de circulação, revelando um período de confiança pública no sistema bancário, após um longo período de instabilidade financeira com a Guerra Mundial, contribuindo em 1931 para a reforma monetária. Este declínio tendente da proporção de circulação, alterou-se em meados de 1937, com a redução no crescimento de requerimento de depósitos.

<sup>114</sup> Cf. Eurico de Seabra, *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal* (1899), Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

No período pós guerra, foi possível restabelecer as políticas emanadas dos anos trinta, continuando a existir a promoção de projectos públicos. Foi dada execução aos “Planos de Desenvolvimento”, que deram seguimento à política industrial iniciada em 1935.

Em 1949, a ligação do escudo à libra esterlina britânica foi substituída pela ligação ao dólar americano com o câmbio oficial de 25 escudos=1 dólar<sup>115</sup>.

O M2 decaiu desde o 1.º trimestre de 1947 até meados de 1950, devido ao declínio da base monetária.

Constatamos assim, que a circulação de valores não evidenciou uma significativa contribuição para a taxa de câmbio no M2 durante este período de 27 anos, demarcando-se por dois movimentos:

⇒ O primeiro prendeu-se com o aumento em 1961 originado pela instabilidade criada com o início da guerra nas colónias Africanas;

⇒ O segundo, foi relativo ao declínio desde finais de 1972 até ao 1.º trimestre de 1974, podendo ser explicado pelo aumento de requerimento de depósitos.

Durante os anos sessenta, a política monetária foi orientada especialmente para a estabilidade dos preços, enquanto que a política fiscal, teve em conta a situação do escudo na balança de orçamentos, com o objectivo de evitar a necessidade de amodar os défices orçamentais, que podiam estar na origem da pressão inflacionista<sup>116</sup>.

Relativamente anos setenta, registaram-se importantes mudanças económicas e institucionais. De registar, o enfraquecimento do sistema de *Bretton Woods* de taxas de câmbio fixadas, a independência das colónias Africanas que criou um novo ambiente internacional.

Com a revolução de Abril de 1974, passou a existir um regime político democrático no país, a liberalização do tratado de união de actividades, a nacionalização de importantes sectores de actividade económica, muito particularmente o sistema bancário e a muito divulgada socialização ideológica, que conduziram a um papel mais activo do Governo na economia.

---

<sup>115</sup>No prosseguimento dos quadros do sistema estabelecido pelos acordos de *Bretton Woods* e garantidos pelo Fundo Monetário Internacional, 1 dólar era o valor de 1/35 de 1 onça *tray* (31.103 485 g) de ouro fino, equivalendo à definição do escudo como 35.546 840 mg de ouro fino. Determinou-se adoptar o câmbio par de 28.75 escudos=1 dólar, aquando da adesão portuguesa ao Fundo Monetário Internacional, o que equivalia a definir o escudo como 30.910 296 mg. Em 1971, no seguimento dos acordos subsequentes o abandono da convertibilidade por parte do dólar, adoptou-se o câmbio oficial de 27.25 escudos=1 dólar, que, atendendo à desvalorização do dólar para 1/38 da onça *tray* de ouro fino, equivalia a definir o escudo como 30.037 166 mg de ouro fino cf. Eurico de Seabra, *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal* (1899), Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

<sup>116</sup>Dado que o saldo da Balança de Pagamentos Portuguesa, revelou um saldo positivo, o Banco de Portugal pôde adquirir ouro e divisas. O valor oficial do ouro foi ajustado à sua evolução, no Sistema Monetário Internacional.

Após um largo período de excessos globais da Balança de Pagamentos, de um equilibrado orçamento e de uma acomodação da política monetária nos anos setenta, presenciou-se um crescimento do défice governamental e de sérias dificuldades na Balança de Pagamentos, assim como, a depreciação da posição do escudo face ao mercado cambial.

A partir daí, a política monetária tem vindo a debater uma luta com os problemas surgidos pelo impacto internacional, bem como as mudanças internas na economia portuguesa, tais como, a queda do investimento, o declínio da produção real, a elevada inflação, o elevado desemprego e o desequilíbrio externo.

As reservas de divisas acumuladas até 1973 estavam já esgotadas no fim de 1975, atravessando uma série de dificuldades, a fim de financiar os saldos negativos da Balança de Transacções Correntes de 1976 e 1977. Essas dificuldades foram abrandadas, mas não eliminadas, graças aos vários empréstimos obtidos internacionalmente de fontes oficiais, alguns com garantia das reservas de ouro.

Ao longo do ano 1976 e na primeira metade de 1977, os Governos não se mostraram dispostos em aumentar as taxas de juro, as restrições à expansão de crédito, as depreciações da taxa de câmbio e os cortes orçamentais, que a situação dos pagamentos externos requeria.

No entanto, face à insustentabilidade de tal situação, essas medidas acabaram por ser aplicadas a partir de 1977, sendo posteriormente ampliadas no quadro do primeiro acordo com o Fundo Monetário Internacional, concluído em Maio de 1978.

Verificou-se assim, uma melhoria na Balança de Pagamentos como resultado da política de ajustamento posta em prática, acarretando no entanto outras dificuldades económicas assinaláveis (baixa de salários reais, agravamento do desemprego, subida da inflação, descida do consumo e do investimento).

O aumento da circulação de valores e a queda das reservas internacionais criou sérios problemas ao sistema bancário e contribuiu para um abrandamento do stock em dinheiro<sup>117</sup>.

Foi criado o Mercado Monetário Internacional, cujo objectivo principal era o de abastecer os bancos de forma a verificar-se o pagamento da dívida entre eles.

Foi implementada uma nova orientação política, caracterizada por dois aspectos principais, uma política de taxa cambial definindo a eficaz taxa de câmbio do escudo em

---

<sup>117</sup> Desde 1974 a 1983, a média do M2 cresceu 19,5% ano, cf. Eurico de Seabra, *A Circulação Fiduciária nas Suas Relações com a Crise Monetária em Portugal*, (1899), Coimbra, Imprensa da Universidade, cap.1.

termos de conteúdos de circulação estrangeira e a imposição de metas de crédito a bancos, com vista a restringir o crescimento monetário (início 1978).

### **3.2. A Política cambial da década de sessenta**

Os câmbios correntes no mercado nacional entre o fim de 1960 e 1961 apresentaram um decréscimo face a dólares, francos franceses, francos belgas, francos suíços, coroas suecas e coroas dinamarquesas, e um aumento, relativo a coroas norueguesas, xelins austríacos, florins e marcos da Alemanha Ocidental<sup>118</sup>.

Em relação ao mercado livre, os câmbios médios das notas de bancos estrangeiros apresentaram altas ligeiramente significativas, entre 1960 e 1961<sup>119</sup>, enquanto que o preço do ouro subiu sensivelmente neste mercado<sup>120</sup>.

Verificou-se também neste período uma certa propensão para o entesouramento sem qualquer argumento, dado que não estava em causa o risco de desvalorização do escudo. Ficou definida nesta década, a regulamentação do comércio de câmbios com o estrangeiro e com as operações de transferências inter-regionais, bem como da intervenção das Instituições de Crédito nessas transferências.

A melhoria verificada na Balança de Operações Cambiais do Banco de Portugal continuou a existir na segunda metade de 1962.

Dos câmbios praticados no mercado metropolitano, destacou-se o aumento das cotações das moedas estrangeiras definidas pelo Banco de Portugal entre 1961 e 1962<sup>121</sup>, e, contrariamente, as cotações médias do ouro e câmbios médios das notas estrangeiras no mercado livre de Lisboa, apresentaram um decréscimo<sup>122</sup>.

As cotações médias de compra e venda do ouro desceram, quer no ouro amoadado, quer em barra, assim como a contribuição do país para o capital do Fundo Monetário

---

<sup>118</sup> O aumento relativo às duas últimas moedas, deveu-se às novas prioridades adoptadas face ao dólar americano. A moeda italiana voltou a ser cotada pelo banco.

<sup>119</sup> Retirando as cotações do xelim austríaco, do dólar canadiano e do cruzeiro que desceram.

<sup>120</sup> Cerca de 4% o preço médio de venda do ouro em barra e mais de 5.5%, o correspondente à libra-ouro, cf. Relatório do Banco de Portugal (1962).

<sup>121</sup> No seguimento do estabelecido pelo estatuto do Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Governo Português, foi acordada a paridade do escudo em relação ao dólar dos estados Unidos, do peso e toque vigentes em 1 de Julho de 1944, paridade aplicada no País, a partir de Setembro de 1949.

<sup>122</sup> Apenas as cotações médias do rand, do franco belga, do florim (compra) e do dirham (compra) registaram acréscimos, cf. Relatório do Banco de Portugal (1963).

Europeu, devido aos ajustamentos considerados nas contribuições de todos os participantes<sup>123</sup>.

Em 1963 as transacções cambiais efectuadas entre os países da Europa Ocidental continuaram a realizar-se quase na sua totalidade por intermédio dos mercados livres de câmbios. No mesmo ano, aumentaram de maneira geral, os câmbios praticados no mercado metropolitano face às cotações das moedas estrangeiras definidas pelo Banco de Portugal<sup>124</sup>.

As relações paritárias entre o escudo e o dólar dos Estados Unidos,<sup>125</sup> e entre o escudo e o ouro, estabelecidas com o Fundo Monetário Internacional, mantiveram-se, não existindo quaisquer razões para os receios, declarados nalguns sectores da actividade económica, de uma modificação dos valores externos do escudo<sup>126</sup>.

Em relação ao ouro, registou-se uma descida dos câmbios médios de compra e venda do metal em barra, paralelamente aos da libra-ouro, que registaram um aumento.

Em 1964, na presença de câmbios de moedas estrangeiras no mercado metropolitano, as cotações estabelecidas pelo Banco de Portugal subiram genericamente ao longo do ano, registando-se apenas uma ligeira descida na coroa dinamarquesa e mantendo-se inalterados os câmbios da libra e das moedas dos países junto dos quais existiam acordos bilaterais de pagamentos<sup>127</sup>.

Relativamente ao ouro, verificaram-se aumentos nos câmbios médios de compra e venda do ouro em barra, do mesmo modo que para a libra-ouro o câmbio médio de compra se reduziu e o de venda aumentou<sup>128</sup>.

Nos finais dos anos de 1964 e 1965, registou-se uma valorização relativa do escudo face à generalidade das moedas estrangeiras, não tendo exercido qualquer influência na evolução das transacções internacionais.

---

<sup>123</sup> Relativamente ao Acordo sobre o Fundo Monetário Internacional, foi realizada, após a fixação da paridade do escudo, a parte da quota do País a liquidar em moeda nacional (equivalente a 45 milhões de dólares dos Estados Unidos), completando-se deste modo, o processo de adesão.

<sup>124</sup> Quanto à lira italiana, registou-se uma pequena descida e mantiveram-se inalterados, os câmbios da libra e os relativos às moedas dos países perante os quais, existiram acordos bilaterais de pagamentos, cf. Relatório do Banco de Portugal (1964).

<sup>125</sup> Do peso e toque dominantes em 1 de Julho de 1944.

<sup>126</sup> Quanto ao mercado livre, perante os acréscimos dos câmbios do rand, do marco da Alemanha Ocidental, do franco francês, do franco suíço, do florim e do xelim austríaco, confrontaram-se descidas ou estabilidade de cotações das restantes moedas.

<sup>127</sup> No mercado livre de notas de banco e em termos de acréscimos nos câmbios médios do franco suíço, da peseta, do dólar dos Estados Unidos e do dólar canadiano, contrapuseram-se descidas na maioria das outras moedas, mantendo-se estáveis, apenas os câmbios da coroa dinamarquesa, da coroa norueguesa, da coroa sueca, da lira e do xelim austríaco, cf. Relatório do Banco de Portugal (1965).

<sup>128</sup> Desta forma, houve uma redução de \$56,8 para \$50 do desvio entre as cotações de compra e venda, no grama de ouro em barra e, por outro lado um aumento de 9\$19,6 para 9\$96,5 face à libra - ouro, cf. Relatório do Banco de Portugal (1965).

Em relação ao mercado livre de notas estrangeiras, verificou-se uma diminuição das cotações médias e um aumento nos câmbios médios de outras moedas<sup>129</sup>.

Os câmbios médios do ouro em barra e da libra-ouro voltaram a aumentar, bem como a diferença entre as cotações de compra e de venda<sup>130</sup>.

No ano de 1965, as cotações definidas pelo Banco de Portugal face aos câmbios das moedas estrangeiras apresentaram uma descida ligeiramente acentuada, mantendo-se sem qualquer alteração, os câmbios da libra e das moedas dos países, perante os quais permaneceram acordos bilaterais de pagamentos.

Em 1966 continuou a verificar-se uma estabilidade face às cotações da libra e das moedas dos países perante os quais foram estabelecidos acordos bilaterais de pagamentos e, por outro lado, uma descida dos câmbios do franco francês e do franco belga, tendo-se registado uma gradual subida face às restantes moedas entre o ano transacto e o ano corrente<sup>131</sup>.

Os câmbios médios da libra-ouro, apresentaram uma redução face ao câmbio médio de compra do ouro em barra e uma subida no de venda.

As disponibilidades líquidas em ouro e divisas aumentaram 5.896 milhões de escudos, pertencendo na sua maioria ao Banco Central<sup>132</sup>.

Relativamente aos acréscimos nas posições líquidas do Tesouro Público (104 milhões de escudos) e dos Fundos Cambiais Ultramarinos (106 milhões), não apresentaram valores muito significativos entre os referidos anos<sup>133</sup>.

Da composição das disponibilidades totais em ouro e divisas, destacaram-se os valores das disponibilidades à vista e a curto prazo, em ouro e moedas convertíveis.

---

<sup>129</sup> Relativamente ao mercado livre de notas estrangeiras, é de registar a libra inglesa, coroas norueguesa e sueca, lira e xelim austríaco. Nas cotações de compra e venda do franco belga e da coroa dinamarquesa, na de compra do dirham e nas de venda do rand e do dólar canadiano, cf. Relatório do Banco de Portugal (1965).

<sup>130</sup> De \$50 para \$70 no grama de ouro em barra e de 9\$96,5 para 10\$00 na libra-ouro, cf. Relatório do Banco de Portugal (1965).

<sup>131</sup> No entanto, as pequenas oscilações constantes nos câmbios de compra e venda dessas moedas não interferiram fortemente na evolução das transacções internacionais. Quanto ao mercado livre de notas estrangeiras, registou-se uma evolução menos regular face aos dois anos consecutivos, existindo uma determinada estabilidade nos câmbios médios de compra e venda da coroa norueguesa, da lira e do xelim austríaco. Verificaram-se também subidas em relação ao dirham, à coroa dinamarquesa, ao dólar canadiano e ao peso argentino, e descidas nos restantes casos, cf. Relatório do Banco de Portugal (1967).

<sup>132</sup> A referida variação afastou-se do saldo da Balança Geral de Pagamentos Internacionais, uma vez que na contagem deste saldo, deveria proceder-se a certos ajustamentos, que se fundamentaram por alinhamentos de paridades de moedas ou por diversas operações, tais como as transacções de ouro que se realizaram nos mercados nacionais e que, acusadas pelas posições das citadas instituições monetárias, não fizeram parte daquela Balança de Pagamentos. As disponibilidades líquidas em ouro e divisas, representaram 87,2% em 1966 e 84,7% em 1967, cf. Relatório do Banco de Portugal (1968).

<sup>133</sup> No final de 1967, as disponibilidades cambiais líquidas da Balança Comercial, totalizaram 4.295 milhões de escudos, fazendo parte dos bancos da Metrópole, 3.502 milhões e aos do Ultramar, 793 milhões, cf. Relatório do Banco de Portugal (1968).



Os câmbios de Lisboa sobre as principais praças estrangeiras apresentaram uma diminuição na compra e venda da maioria das moedas, com subidas apenas nos câmbios do franco francês, franco belga e florim, entre os fins de 1966 e 1967<sup>134</sup>.

O mercado livre de notas e moedas apresentou-se bastante irregular na variação dos câmbios de compra e venda entre 1966 e 1967, verificando-se uma subida nos câmbios médios da libra-ouro e do ouro em barra<sup>135</sup>.

A Balança Geral de Pagamentos Internacionais da zona do escudo registou em 1967 o saldo positivo mais elevado, que resultou, essencialmente, da conjugação do *superavit* na Balança de Transacções Correntes (3.880 milhões) com o da Balança de Capitais (1.870 milhões)<sup>136</sup>.

Atendendo ao saldo negativo de 55 milhões de escudos das operações monetário – financeiras do sector bancário, devido essencialmente a reembolsos e amortizações de créditos recebidos anteriormente, o acréscimo das disponibilidades líquidas em ouro e divisas a curto prazo registou o valor de 6.012 milhões<sup>137</sup>.

A Balança Geral de Pagamentos da zona do escudo apresentou um acréscimo das disponibilidades cambiais das designadas «Instituições Monetárias» no montante de 42.062 para 46.977 milhões de escudos entre 1966 e 1967, ao mesmo tempo que as responsabilidades se reduziam de 6.015 para 5.034 milhões<sup>138</sup>.

Em 1968 os câmbios de Lisboa sobre as principais praças estrangeiras, estabelecidas pelo Banco de Portugal, apresentaram ligeiras subidas e descidas<sup>139</sup>.

A interdependência verificada entre as diversas moedas, especialmente as dos países com elevada participação nas transacções internacionais, conduziram a baixas nas cotações do franco francês e da libra esterlina<sup>140</sup>.

---

<sup>134</sup> No entanto, com excepção das moedas perante as quais foram modificadas as paridades, nada indica que as variações de câmbios relativas às outras moedas tenham causado qualquer efeito significativo na evolução das transacções internacionais.

<sup>135</sup> Registou-se uma certa estabilidade nos câmbios médios de compra e venda da coroa norueguesa, da coroa sueca e da lira, assim como no câmbio médio de venda do xelim austríaco; subidas em relação ao marco da Alemanha Ocidental, ao franco belga, ao dirham, ao franco suíço (câmbio médio de venda), ao florim e ao dólar dos Estados Unidos (câmbio médio de venda) e descidas nos restantes casos, cf. Relatório do Banco de Portugal (1968).

<sup>136</sup> O saldo no montante de 6.067 milhões de escudos, respeitava ao excesso do saldo favorável da Balança de Capitais a médio e a longo prazo sobre o déficite nos movimentos de capitais a curto prazo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1968).

<sup>137</sup> Correspondendo 4.513 milhões de escudos ao Banco de Portugal, como Banco Central e de Reserva, 227 milhões ao Governo e aos Fundos Cambiais Ultramarinos e 1.272 milhões aos bancos comerciais da Metrópole e do Ultramar, cf. Relatório do Banco de Portugal (1968).

<sup>138</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1969).

<sup>139</sup> As subidas perante o franco suíço francês e o câmbio de compra da libra esterlina, provocadas por condicionalismos ocorridos no ano transacto, a markka finlandesa e as descidas perante os câmbios de compra e venda do franco, cf. Relatório do Banco de Portugal (1969).

<sup>140</sup> Ocorreram a partir do mês de Maio, acentuando-se no último trimestre.

As oscilações dos câmbios de compra e venda das moedas cotadas pelo Banco Central, consideradas de amplitude relativamente moderada, não influenciaram as diferenças de comportamento das transacções internacionais da zona do escudo entre 1967 e 1968.

O mercado livre de notas e moedas estrangeiras apresentou uma evolução moderada, mas notável, com uma ligeira subida nas cotações médias de compra e venda do rand, comparativamente com a coroa sueca e a lira, cujas cotações não sofreram alterações, enquanto as restantes moedas entravam em queda<sup>141</sup>.

Verificou-se também um aumento aproximado dos câmbios médios de compra e venda da libra-ouro e do ouro em barra entre 1967 e 1968<sup>142</sup>.

A grande percentagem das disponibilidades líquidas em ouro e divisas pertencia ao Banco de Portugal, como Banco Central e de reserva da zona do escudo<sup>143</sup>.

Os bancos comerciais da Metrópole continuaram a manter a acumulação das disponibilidades cambiais líquidas, especialmente moedas convertíveis<sup>144</sup>.

Em 1969 continuou a verificar-se uma estabilidade face às cotações das moedas dos países perante os quais foram firmados acordos bilaterais de pagamentos, para além dos resultados provenientes da alteração das paridades do franco francês (em Agosto) e do marco da Alemanha Ocidental (em Outubro).

Os câmbios de compra e venda da maior parte das outras moedas estrangeiras cotadas pelo banco apresentaram uma relativa evolução tendente para a baixa nos finais de 1968 e 1969<sup>145</sup>.

O mercado livre de notas e moedas apresentou uma determinada irregularidade na variação dos câmbios entre 1968 e 1969<sup>146</sup>.

---

<sup>141</sup> Tratando-se de cotações médias, há que ter em conta os efeitos das desvalorizações de algumas moedas perante os valores constantes de 1967, nomeadamente a libra esterlina, coroa dinamarquesa e peseta. De registar ainda as descidas nas cotações do franco francês, do dirham, do dólar e do cruzeiro novo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1969).

<sup>142</sup> Registando-se na libra - ouro 8,5% na venda e 7,2% na compra; no ouro em barra 10,8% na venda e 7,8% na compra. Consequentemente, as diferenças entre os câmbios médios de compra e venda aumentaram em relação ao grama de ouro fino em barra de \$98,1 em 1967 para 2\$09,3 em 1968 e, em relação à libra - ouro de 10\$55,6 para 15\$24,7. Tais acontecimentos revelaram as dificuldades sentidas pelo Sistema Monetário Internacional no ano transacto, cf. Relatório do Banco de Portugal (1969).

<sup>143</sup> Por outro lado, as posições dos Fundos Cambiais Ultramarinos registaram de 1967 para 1968, um acréscimo de 487 milhões de escudos e as disponibilidades cambiais líquidas do Tesouro Público reduziram-se para 246 milhões, cf. Relatório do Banco de Portugal (1969).

<sup>144</sup> Registaram-se 3.502 milhões de escudos em 1967 e 3.834 milhões em 1968. Não houve alteração da sua representação no total destas disponibilidades. No entanto, as disponibilidades líquidas dos bancos comerciais do Ultramar baixaram de 793 para 678 milhões de escudos, cf. Relatório do Banco de Portugal (1969).

<sup>145</sup> Apresentavam apenas subidas, a libra esterlina e o franco belga, cf. Relatório do Banco de Portugal (1970).

<sup>146</sup> Constatou-se uma certa estabilidade nos câmbios médios de compra e venda do xelim austríaco e no câmbio médio de venda da lira; subidas em relação ao marco da Alemanha Ocidental, ao rand, à coroa norueguesa, ao dólar canadiano, ao franco suíço, ao dirham (câmbio médio de venda) e ao peso argentino (câmbio médio de compra); e descidas nos restantes casos.

As cotações da libra-ouro e do ouro em barra, registaram uma subida das médias anuais entre 1968 e 1969<sup>147</sup>.

De registar ainda que a maioria das disponibilidades cambiais líquidas pertencia certamente ao Banco de Portugal, como Banco Central e de reserva da zona do escudo: 85 por cento em 1968 e 85,5 por cento em 1969<sup>148</sup>.

### **3.3. A Política cambial da década de setenta**

Ao longo da década de sessenta até à crise de 1973, Portugal manteve a sua paridade cambial imutável, valorizando a sua moeda em 1971, face ao USD em 5,5 por cento. No entanto, com o primeiro choque petrolífero de 1973, o sistema de *Bretton Woods* entrou em ruptura e Portugal regressou a um regime de câmbios flexíveis, ainda que geridos.

Com a revolução de 25 de Abril de 1974, o país passou por uma grande instabilidade, com o aumento da inflação para níveis superiores aos outros países da Europa e com a explosão salarial neste período, que impuseram a desvalorização do escudo. A diminuição do valor externo do escudo foi sinónimo de incapacidade política e financeira aos olhos das novas autoridades, que tinham herdado do regime anterior esta convicção. Assim, em 1974 e 1975 o país sofreu as consequências desta política, que consistiram no agravamento das dificuldades da Balança de Pagamentos e na perda drástica de competitividade das produções nacionais.

Na primeira metade de 1976, o Banco de Portugal, aproveitando as facilidades dadas pelo regime de câmbios flutuantes, deixou depreciar (7%) gradualmente o escudo, sem

---

Dado que se consideraram cotações médias, teve-se em conta, na apreciação do comportamento do marco e do franco francês, os resultados provenientes da alteração das paridades destas moedas, no segundo semestre do ano passado, cf. Relatório do Banco de Portugal (1970).

<sup>147</sup> No ouro em barra, de 2\$27,1 na compra e de 1\$73,4 na venda; na libra - ouro, de 28\$79,1 na compra e de 29\$08,2 na venda. Quanto às disponibilidades cambiais das «Instituições Monetárias», registou-se um aumento de 51.162 para 53.909 milhões de escudos entre 1968 e 1969, mas atendendo ao aumento do valor das responsabilidades, no mesmo período, de 5.088 para 5.892 milhões, o aumento líquido dos haveres cambiais atingiu 1.943 milhões, cf. Relatório do Banco de Portugal (1970).

<sup>148</sup> Contrariamente ao sucedido no ano anterior, registou-se neste ano, um aumento das disponibilidades cambiais líquidas do Tesouro Público (+152 milhões de escudos) e uma redução nos fundos cambiais ultramarinos (-284 milhões). No final do ano de 1969, o valor líquido das disponibilidades cambiais das Instituições Monetárias Privadas, fundamentalmente a banca comercial, alcançava 4.709 milhões de escudos (3.889 milhões cabiam aos bancos da Metrópole e 820 milhões aos do Ultramar) contra 4.512 milhões no ano anterior. Quanto à composição das disponibilidades e responsabilidades, a maior fracção das disponibilidades totais correspondia ao valor do ouro e das divisas convertíveis (92,6% em 31 de Dezembro de 1969) e, em relação às responsabilidades, mais de metade referia-se, naquela data, às contas em escudos a favor de estrangeiros ou de organismos internacionais. Os saldos em escudos a favor do Fundo Monetário Internacional entre 1968 e 1969, não registaram alterações apreciáveis e os do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, apresentaram uma descida de 42 milhões, enquanto o valor dos saldos das contas em escudos a favor dos estrangeiros, passou de 664 para 1.479 milhões de escudos, cf. Relatório do Banco de Portugal (1970).

qualquer anúncio formal a esse respeito, não persistindo por muito tempo, dado que faltava o suporte da política de taxa de juro<sup>149</sup>.

A introdução do *crawling-peg* ou sistema de câmbio deslizante, em 1977, trouxe resultados positivos à economia portuguesa, pois o desequilíbrio das transacções correntes passou a ser mais baixo, as remessas de emigrantes voltaram a afluir em maior abundância e os residentes deixaram de exportar tanto capital e passaram mesmo a repatriar boa parte dos fundos que detinham em países estrangeiros.

Entre os finais de 1969 e 1970 todos os câmbios de compra e venda apresentaram altas pouco apreciáveis, mantendo-se inalteradas as taxas de câmbio das moedas dos países em que existiam acordos bilaterais de pagamentos; enquanto que o mercado livre de câmbios médios das notas e moedas estrangeiras se apresentou instável durante este período<sup>150</sup>.

As cotações da libra-ouro e do ouro em barra apresentaram uma baixa significativa das médias anuais<sup>151</sup>.

A maior parte das disponibilidades cambiais líquidas pertencia ao Banco de Portugal (como Banco Central e de reserva da zona do escudo), reduzindo-se no ano findo a respectiva participação no seu total, subindo sucessivamente nos três anos transactos de 84,7 por cento para 85 por cento e 85,5 por cento, reduzindo-se em 1970 para 84,3 por cento<sup>152</sup>.

A composição das disponibilidades e responsabilidades em 1970 apresentou um aumento da fracção das disponibilidades totais face ao valor do ouro e das divisas convertíveis<sup>153</sup>.

Na sequência do acordo estabelecido em 18 de Dezembro com os principais países industrializados e face ao ajustamento das relações paritárias entre as respectivas moedas e da decisão do Fundo Monetário Internacional, de modo a definir-se um

---

<sup>149</sup> Atendendo à baixa das taxas de juro, os emigrantes adiaram as suas remessas e os residentes sentiram motivos adicionais para fazer sair capitais clandestinamente ou para evitar contrair empréstimos externos.

<sup>150</sup> Os câmbios de compra e venda que apresentaram altas mais elevadas, foram o marco da Alemanha Ocidental (1,5%) e do florim (1,3%). O rand, o franco francês, a coroa dinamarquesa, a coroa sueca, o florim (compra), o cruzeiro novo e o peso argentino, evoluíram lentamente, permanecendo estáveis, a lira e a coroa norueguesa. Contrariamente, as restantes moedas subiram, cf. Relatório do Banco de Portugal (1971).

<sup>151</sup> No ouro em barra, de 3\$04 na compra e de 2\$59,6 na venda; na libra-ouro, de 30\$54 na compra e de 26\$07,8 na venda, cf. Relatório do Banco de Portugal (1971).

<sup>152</sup> Permaneceu a acumulação de disponibilidades cambiais líquidas, por parte dos bancos comerciais e outras instituições monetárias privadas, alcançando no final deste ano, a quantia de 5.830 milhões de escudos, em vez de 4.709 milhões no fim do ano anterior, elevando-se de 9,8% em 1969 para 11,5% em 1970, a sua participação no total dessas disponibilidades. Relativamente ao Tesouro Público e Fundos Cambiais Ultramarinos, constatou-se um decréscimo das suas disponibilidades cambiais líquidas, no ano passado no montante de, respectivamente, 7 e 153 milhões de escudos, cf. Relatório do Banco de Portugal (1971).

<sup>153</sup> 93,6% em vez de 92,6% no ano precedente. Em 31 de Dezembro do ano anterior, cerca de metade das responsabilidades correspondiam a saldos de contas em escudos, a favor de estrangeiros e do Fundo Monetário Internacional, cf. Relatório do Banco de Portugal (1971).

regime flexível sobre aquelas relações e sobre os limites de flutuação dos câmbios de compra e venda, o Banco de Portugal tornou público no dia 21 do mesmo mês, que a taxa de câmbio central entre o escudo e o dólar dos Estados Unidos da América passaria a ser de E.U.A. \$1=ESC.27\$25<sup>154</sup>.

A valorização do escudo em termos do dólar (5,5 %) foi inferior à de outras moedas<sup>155</sup>.

Nesta sequência, os câmbios de compra e venda da maioria das moedas cotadas pelo Banco de Portugal, subiram garantindo a situação dos países com os quais existiram acordos bilaterais de pagamentos, mantendo-se inalteradas as taxas de câmbio<sup>156</sup>.

O mercado livre de notas e moedas estrangeiras apresentou uma elevada tendência no sentido ascendente face aos câmbios de compra e venda que decorreu em 1970 e 1971<sup>157</sup>.

Verificou-se uma ligeira subida das médias anuais entre 1970 e 1971 das cotações da libra-ouro e do ouro em barra<sup>158</sup>.

A maioria das disponibilidades líquidas em ouro e divisas (87,1%) em 31 de Dezembro de 1971 fazia parte do Banco de Portugal, como Banco Central e de Reserva da Zona do Escudo, que representava no seu total um valor semelhante ao registado em 1966 (87,2%)<sup>159</sup>.

As disponibilidades cambiais líquidas apresentaram uma redução, quer por parte dos bancos do continente e ilhas adjacentes, quer dos do Ultramar, atendendo à fixação de limites máximos ao valor dessas disponibilidades existentes nos mesmos.

---

<sup>154</sup> Sendo a paridade anterior de E.U.A.\$1=ESC.28\$75. Em simultâneo, na determinação dos câmbios de compra e venda, o Banco teria em atenção essa nova correspondência e as relações que, perante as diferentes moedas estrangeiras, fossem estabelecidas pelos respectivos países, assim como, as margens de flutuação de 21,4% para cada lado da paridade ou da taxa de câmbio central, aprovadas pelo FMI, cf. Relatório do Banco de Portugal (1971).

<sup>155</sup> Nomeadamente, o iene (16,88%), o marco da Alemanha Ocidental (13,58%), o franco belga e o florim (11,57%), a coroa sueca e a coroa norueguesa (7,49%), a lira italiana (7,48%), a coroa dinamarquesa (7,45%) e o xelim austríaco (6,22%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1971).

<sup>156</sup> Com excepção do dólar dos Estados Unidos (-4,1%), reduziu-se apenas a markka finlandesa (-3,9%) e subiram as restantes, designadamente, o marco da Alemanha Ocidental (+7%), o franco belga (+6,5%), o florim (+6,2%), o franco suíço (+5,6%) e o xelim austríaco (+4,7%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1971).

<sup>157</sup> Registaram-se ainda, baixas das respectivas cotações médias em relação ao dólar dos Estados Unidos, ao rand, ao cruzeiro e ao novo peso argentino, havendo estabilidade face ao câmbio de compra da peseta e aos câmbios de compra e venda da lira e da coroa sueca.

<sup>158</sup> Na libra - ouro, de 20\$66,2; no ouro em barra, de 2\$89,7, não se tendo alterado as margens entre as cotações de compra e as de venda, tanto da libra-ouro (20\$00), como do ouro em barra (2\$00). Quanto às disponibilidades das Instituições Monetárias em ouro e divisas, registou-se uma subida, de 56.611 para 67.103 milhões de escudos, entre 1970 e 1971. Atendendo ao aumento do valor correspondente às responsabilidades, no mesmo período, de 6.047 para 7.329 milhões de escudos, acarretou um aumento líquido dos haveres cambiais no montante de 9.210 milhões de escudos no último ano. O referido valor distanciou-se do valor do saldo da Balança Geral de Pagamentos Internacionais da zona do escudo em 1971 (8.252 milhões de escudos), devendo-se essencialmente ao efeito da grande alteração em Dezembro, de numerosas taxas de câmbio, assim como, do preço-base do ouro, cf. Relatório do Banco de Portugal (1972).

<sup>159</sup> No ano anterior registaram-se acréscimos, das disponibilidades cambiais líquidas, face ao Tesouro Público e aos Fundos Cambiais Ultramarinos (546 e 760 milhões de escudos), cf. Relatório do Banco de Portugal (1972).

Os câmbios de Lisboa sobre as principais praças estrangeiras não apresentaram um comportamento uniforme entre o final de 1971 e de 1972: nalguns casos as variações sofreram uma baixa, e noutros uma tendência ascendente<sup>160</sup>.

As variações ocorridas nos câmbios médios das notas estrangeiras no mercado livre de Lisboa apresentaram algumas irregularidades entre 1971 e 1972<sup>161</sup>.

As médias anuais das cotações da libra-ouro e do ouro em barra aumentaram significativamente entre 1971 e 1972, resultando especialmente da quebra do dólar e de outras tensões monetário-cambiais já referidas, assim como as correspondentes responsabilidades de 6.449 para 7.107 milhões de escudos, verificando-se um aumento líquido dos haveres cambiais em referência de 9.716 milhões de escudos no ano anterior<sup>162</sup>.

As disponibilidades cambiais líquidas do Banco de Portugal, como Banco Central e de Reserva da Zona do Escudo, aumentaram neste ano 61.969 milhões de escudos (mais 9.886 milhões), atingindo a respectiva participação no total cerca de 89 por cento, comparativamente com 1971 (87,1%) e 1970 (84,3%)<sup>163</sup>.

Em 1973, após a reabertura dos mercados de câmbios, o Banco tornou público a relação entre o escudo e o dólar dos Estados Unidos, que passaria a ser, a partir dessa altura, de E.U.A. \$1=25\$50<sup>164</sup>.

Esta nova relação evidenciava uma valorização do escudo em termos do dólar de 6.86 por cento e uma depreciação do escudo em relação ao ouro de 3,82 por cento<sup>165</sup>.

---

<sup>160</sup> Com baixa tendência, registaram-se, a libra esterlina, o dólar, o florim, a coroa norueguesa e o franco belga e com alta tendência, registaram-se, o franco suíço e coroas sueca e dinamarquesa. Os factores externos que contribuíram para as referidas oscilações foram, especialmente, a instituição no Reino Unido do regime de flutuação do esterlino em Junho de 1972 e a quebra por parte do dólar dos Estados Unidos nos mercados cambiais europeus, paralelamente a outras tensões mais ou menos intensas, registadas nesses mercados, expressamente no final do ano, cf. Relatório do Banco de Portugal (1973).

<sup>161</sup> Destacando-se as descidas em relação à libra esterlina, ao rand e aos dólares dos Estados Unidos e do Canadá e os acréscimos confirmados nos casos do marco da Alemanha Ocidental, da coroa sueca, do florim, da peseta, do xelim austríaco e dos francos suíço, francês e belga, mantendo-se inalterada a posição da lira, cf. Relatório do Banco de Portugal (1973).

<sup>162</sup> Registaram-se os aumentos no ouro em barra, de 12\$48,1 na compra e de 13\$86,2 na venda; na libra-ouro, de 112\$94,1 na compra e de 115\$38,9 na venda. Quanto às disponibilidades das «Instituições monetárias» em ouro e divisas, aumentaram sensivelmente entre 1971 e 1972, de 65.732 para 76.106 milhões de escudos, não tendo em conta as instituições privadas do Ultramar, sendo a sua representação no total, menos significativa, cf. Relatório do Banco de Portugal (1973).

<sup>163</sup> No entanto, as disponibilidades cambiais líquidas do Tesouro Público (-606 milhões de escudos) baixaram e as dos Fundos Cambiais Ultramarinos aumentaram (+449 milhões). Quanto às instituições monetárias privadas da Metrópole e do Ultramar, registou-se um valor líquido das disponibilidades cambiais de 3.807, em 1971 e 3.794 milhões de escudos em 1972, relativamente às primeiras e, em relação às segundas, registou-se uma subida, entre os meses de Setembro de 1971 e de 1972, de 521 para 549 milhões, mantendo-se em vigor as disposições que estipularam limites máximos ao valor dessas disponibilidades, cf. Relatório do Banco de Portugal (1973).

<sup>164</sup> Desde 22 de Dezembro de 1971, a relação entre o escudo e o dólar dos Estados Unidos era de E.U.A.\$1=27\$25. Esta redução deveu-se à desvalorização do dólar em 10% face ao ouro e à situação da economia portuguesa, nos seus aspectos comerciais, financeiros e cambiais, cf. Relatório do Banco de Portugal (1974).

<sup>165</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1974)

Depois de um novo período de encerramento dos mercados de câmbios estrangeiros e do mercado de Lisboa (em 19 de Março), o Banco de Portugal não fez intenção de alterar a taxa de câmbio central do escudo relativamente às outras moedas e dentro das margens até então analisadas, verificando-se uma valorização do escudo entre os fins de 1972 e 1973, em relação a algumas moedas<sup>166</sup>.

Relativamente ao mercado livre de Lisboa, verificaram-se oscilações entre 1972 e 1973 face aos câmbios médios de compra e de venda de todas as notas e moedas estrangeiras<sup>167</sup>.

As cotações médias da libra-ouro e do ouro em barra no mercado livre de Lisboa apresentaram uma forte subida<sup>168</sup>.

Em 1973 verificou-se uma determinada expansão do saldo global das disponibilidades líquidas em ouro e divisas das instituições centrais e das instituições privadas da Metrópole<sup>169</sup>.

Nesta sequência, considerou-se o domínio constante das várias modificações de paridades ou de taxas de câmbio centrais decorridas no último ano, comparativamente a uma situação de maior estabilidade cambial em 1972, e devendo-se, ainda, ao facto do cálculo das disponibilidades em ouro serem a um preço-base distinto do verificado no ano anterior.

As disponibilidades líquidas em ouro e divisas referiram-se, na sua maioria ao Banco de Portugal, como Banco Central e de Reserva da Zona do Escudo, representando no total alcançado no ano anterior aproximadamente 90 por cento contra 89 por cento em 1972 e 87,1 por cento em 1971<sup>170</sup>.

---

<sup>166</sup> Nomeadamente a libra esterlina, o dólar dos Estados Unidos, a coroa sueca e o dólar canadiano e, algumas variações ascendentes de moderada amplitude, no caso do franco suíço, belga e francês, do florim, das coroas norueguesa e dinamarquesa, do marco da Alemanha Ocidental e do xelim austríaco. Perante o iene, que iniciou a sua cotação pelo banco em Setembro de 1972 e atendendo à importância já assumida pelas trocas com o Japão, não se registaram oscilações consideráveis até ao fim do ano. No que se refere aos câmbios clearing do forint e da coroa checoslovaca, foram ajustados em Maio de 1973, como resultado da alteração da taxa de câmbio central do escudo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1974).

<sup>167</sup> Distinguiram-se as descidas relativas à libra esterlina, ao dólar dos Estados Unidos, ao dólar canadiano e à lira, e as subidas verificadas face ao marco, ao franco suíço, ao florim, ao xelim austríaco e às coroas dinamarquesa e norueguesa, cf. Relatório do Banco de Portugal (1974).

<sup>168</sup> No ouro em barra, de 24\$88 na compra e de 29\$29,7 na venda; na libra-ouro, de 336\$90,4 na compra e de 375\$22,1 na venda. As diferenças entre as cotações médias de compra e de venda, registaram um aumento de 22\$44,8 para 60\$76,5 no caso da libra-ouro, e de 3\$38,1 para 7\$79,8, face ao grama de ouro fino em barra, cf. Relatório do Banco de Portugal (1974).

<sup>169</sup> 9.811 milhões de escudos entre 1972 e 1973, aumentando as disponibilidades de 76.106 para 88.527 milhões de escudos e as respectivas responsabilidades de 7.107 para 9.717 milhões, cf. Relatório do Banco de Portugal, (1974).

<sup>170</sup> Quanto às disponibilidades cambiais líquidas do Tesouro Público, registou-se um aumento de 73 milhões de escudos, dos Fundos Cambiais Ultramarinos de 146 milhões e dos bancos comerciais e de outras instituições privadas da Metrópole de 471 milhões. No entanto, face às instituições privadas do Ultramar, verificou-se uma redução de 270 milhões. Em relação à composição das disponibilidades e responsabilidades, o valor do ouro e das moedas convertíveis, manteve a representação da maioria das disponibilidades totais, observando-se igualmente, um aumento significativo das responsabilidades em escudos das instituições privadas metropolitanas a favor de não residentes,

Em 1974 verificou-se uma forte estabilidade do valor do escudo face às moedas dos países com quem Portugal mantinha trocas comerciais mais activas, não tendo as tendências verificadas anteriormente apresentado alterações no geral<sup>171</sup>.

Dentro do domínio da política cambial importa referir outros aspectos, nomeadamente os respeitantes ao mais efectivo controlo das operações com o exterior, quer as de comércio externo, quer as de invisíveis correntes, assim como a limitação das despesas em turismo e as disposições restritivas da troca de notas ilegalmente saídas do País<sup>172</sup>.

No período compreendido entre 31 de Dezembro de 1973 a 31 de Dezembro de 1974, perante os câmbios de Lisboa sobre as principais praças estrangeiras, verificou-se uma evolução da generalidade das moedas conforme a tendência já analisada entre o início e o fim do período anual correspondente a 1973, excluindo-se do referido comportamento, especialmente, a coroa sueca e o rand.

As cotações médias em 1974 da libra-ouro e do ouro em barra no mercado livre de Lisboa apresentaram um forte acréscimo, assim como, no caso precedente<sup>173</sup>.

Em relação ao valor das diferenças entre a cotação média de compra e a de venda registou-se um aumento, em termos da libra-ouro, numa alteração de 60\$765 para 141\$886 entre os anos 1973; e 1974 e para a grama de ouro fino em barra a passagem de 7\$798 em 1973 para 14\$188 em 1974<sup>174</sup>.

No período em análise (1974) o dólar americano registou uma tendência para a desvalorização face ao escudo<sup>175</sup>.

A libra apresentou um comportamento irregular, com valorizações e desvalorizações periódicas, sendo os períodos de desvalorização inferiores aos de valorização, com excepção dos últimos meses do ano de 1974.

---

realçando um maior volume de depósitos bancários pertencentes a emigrantes portugueses, cf. Relatório do Banco de Portugal (1974).

<sup>171</sup> Relativamente ao franco francês, este apresentou um valor mais elevado, no entanto, a maior diferença, foi a do franco suíço, agravando assim, a tendência dos anos anteriores. Por outro lado, verificou-se, uma redução dos preços desse mercado, demonstrada nas coroas suecas, nas coroas norueguesas e nas coroas dinamarquesas, cf. Relatório do Banco de Portugal (1975).

<sup>172</sup> De registar ainda que estas medidas não apresentaram carácter restritivo em relação à satisfação de compromissos já assumidos anteriormente.

<sup>173</sup> O grama de ouro em barra registou uma subida de 62\$154 relativo à compra e de 68\$544 relativo à venda, ou seja, mais de 82,81% e 82,73%, respectivamente. Registou-se também, uma valorização da libra-ouro, no montante de 655\$346 para a compra e 732\$467 para a venda, cf. Relatório do Banco de Portugal (1975).

<sup>174</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1975).

<sup>175</sup> Tendência bem evidente nos meses de Fevereiro a Maio e de Outubro a Dezembro. No período relativo a Junho e Setembro, o dólar apresentou uma valorização face ao escudo e, contrariamente, face ao marco, cf. Relatório do Banco de Portugal (1975).



De um modo geral, as amplitudes das variações dos câmbios mensais em 1974 não apresentaram valores muito elevados, com excepção do dólar americano e do franco suíço<sup>176</sup>.

Registou-se uma revalorização do escudo face às moedas do Reino Unido, Itália e Estados Unidos, países que representaram no mesmo ano 28 por cento do nosso comércio externo.

Os restantes países, a que correspondiam 33 por cento do nosso comércio externo, apresentaram uma desvalorização do escudo proporcional às suas moedas<sup>177</sup>.

Em 1975 o escudo encontrou-se em regime de flutuação a partir do momento em que as autoridades cambiais portuguesas comunicaram ao FMI o seu desejo de não firmar a manutenção das taxas para o escudo dentro das margens até aí reconhecidas nas transacções cambiais entre o escudo e as outras moedas<sup>178</sup>.

A análise da evolução do escudo em 1975 deveria ter em conta o processo em curso de transformação da ordem monetária internacional em que, por um lado, se procedia ao desmantelamento de um sistema monetário assente no princípio das paridades fixas com o dólar e o ouro considerados como elementos centrais e em que, por outro, a necessidade de definição pragmática de um sistema novo levava à adopção de paridades mais estáveis, mas ajustáveis, com a redução do papel do ouro e a utilização da unidade de direito de saque especial como denominador comum do valor da moeda.

Relativamente às cotações no fim do ano de 1975 e comparativamente com as de 2 de Março de 1973 verificou-se uma grande diversidade na evolução dos câmbios do escudo face às principais moedas. Deste modo, o escudo apresentou uma depreciação superior a 12 por cento perante o franco suíço, o xelim austríaco, o marco alemão, a coroa norueguesa e o florim<sup>179</sup>.

---

<sup>176</sup> Verificou-se também, uma ligeira redução no valor da lira, apesar dos reduzidos aumentos ocorridos nos meses de verão. Por outro lado, a libra esterlina, registou perdas constantes de valor no último trimestre do ano, cf. Relatório do Banco de Portugal (1975).

<sup>177</sup> De referir, especialmente, o franco suíço, moeda perante a qual, o escudo se desvalorizou durante todos os meses do ano, com excepção do mês de Junho. A taxa de desvalorização registou um aumento progressivo a partir de Agosto até ao final do ano, a fim de alcançar a amplitude de 4,11% apenas no mês de Dezembro. Em relação ao florim, verificou-se um comportamento semelhante, mas em menores proporções, cf. Relatório do Banco de Portugal (1975).

<sup>178</sup> Conforme os estatutos do FMI, as operações de câmbio a contado podiam efectuar-se dentro do limite de 1% acima ou abaixo da paridade oficial. Depois da primeira desvalorização do dólar em 18 de Dezembro de 1971, uma grande parte dos países declarou ao Fundo, em vez de uma nova paridade, uma taxa de câmbio central. As autoridades portuguesas estabeleceram nessa data, uma taxa de câmbio central para o escudo de 27\$25/1 dólar, alterando-se para 25\$50/1 dólar, em 14 de Fevereiro de 1973, em resultado da segunda desvalorização do dólar.

Tal facto, respeitava a maioria das moedas dos países industrializados, em que os câmbios flutuaram de modo mais ou menos desordenado desde Março de 1973, para além de existir fiscalização efectuada pelo FMI e da sua vontade em criar uma certa disciplina nos mercados cambiais, cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

<sup>179</sup> A valorização do franco suíço em termos do escudo, excedeu 20% num curto período, situação semelhante ao sucedido com outras moedas, cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

Em relação à coroa dinamarquesa, a coroa sueca, o franco belga, o franco francês e a markka finlandesa, o escudo registou uma depreciação que não ultrapassou os 10 por cento.

A peseta, o dólar dos Estados Unidos, o dólar canadiano e o rand-sul-africano, faziam parte de um grupo de moedas em relação às quais o escudo, em 1975, e sempre em alusão a 2 de Março de 1973, permanecia valorizado em determinados meses do ano e depreciado noutros.

Contrariamente à posição registada com o primeiro grupo de moedas, o escudo apresentou uma nítida valorização face à libra esterlina, à lira italiana e ao iene japonês. Ao longo do último ano o escudo apresentou-se com grande estabilidade, com um intervalo de flutuação de 2 por cento frente a um grupo de moedas<sup>180</sup>.

Verificou-se uma depreciação nítida do escudo face ao dólar dos E.U.A, especialmente a partir de meados de 1975, devido ao reforço da posição do dólar nos mercados cambiais internacionais<sup>181</sup>.

A libra esterlina apresentou algumas dificuldades face ao mercado cambial em 1975, reflectindo este enfraquecimento no mercado de Lisboa<sup>182</sup>.

O franco francês apresentou uma melhoria em relação ao escudo mas, contrariamente ao que aconteceu com o dólar, verificou-se uma depreciação do escudo até Junho. A partir dessa data a relação franco francês/escudo estabilizou-se praticamente<sup>183</sup>.

---

<sup>180</sup> Nomeadamente, o xelim austríaco, marco alemão, markka finlandesa, florim, coroa dinamarquesa, coroa sueca, franco belga e coroa norueguesa, abrangendo quase todas as moedas da designada «serpente monetária».

A «serpente monetária» foi formalizada a partir dos Acordos de Basileia de 24 de Abril de 1972 com o objectivo de impor ao conjunto das moedas de C.E.E., um regime de taxas de câmbio mais restritivo do que o regime comum saído dos Acordos de Washington em Dezembro de 1971. Resultou deste último Acordo alargamento para 2,25% das margens de flutuação das diversas moedas em relação à taxa central declarada que, conseqüentemente, passou para 4,5% o intervalo de flutuação máxima entre duas moedas que não o dólar. Os Acordos de Basileia permitiram uma redução, para as moedas dos países da C.E.E., deste intervalo de flutuação para 2,25%. A libra esterlina, primeiro e a lira italiana em seguida, viriam a abandonar este bloco monetário, não assegurando a manutenção de margens mais estreitas de flutuação. Posteriormente, em Março de 1973, foi instituída a «flutuação concertada das moedas europeias», cuja decisão comunicou que os países do referido bloco monetário se libertassem da obrigação de manter os limites de variação entre as suas moedas e o dólar, não se desobrigando do intervalo de flutuação a permanecer em 2,25% face às suas próprias moedas. A Suécia e a Noruega juntaram-se a esta flutuação conjunta, pelo que a «serpente» passou a ser constituída pelas seguintes moedas: florim, franco belga, marco, coroa dinamarquesa, coroa sueca, coroa norueguesa e franco francês. Mais tarde, em 20 de Janeiro de 1974, o franco francês saiu da «serpente» regressando a 10 de Julho de 1975, voltando de novo a sair em 15 de Março de 1976. Em relação às restantes moedas, não aconteceu o mesmo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

<sup>181</sup> De Janeiro a Dezembro de 1975 o escudo depreciou-se em relação ao dólar aproximadamente 10%. O mesmo aconteceu com o dólar canadiano, que esteve muito ligado ao dólar dos E.U.A, cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

<sup>182</sup> Em relação a esta moeda, registou-se de Janeiro a Dezembro, uma valorização do escudo de 5,1%, pelo que, no final do ano, a valorização do escudo atingiu 14%, relativamente a Março de 1973. Cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

<sup>183</sup> A depreciação de Janeiro a Junho foi de 8,3%, enquanto de Janeiro a Dezembro foi de 8,7%, cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

Verificou-se uma subida significativa do iene, contribuindo para uma depreciação do escudo em Dezembro, de 6,6 por cento em relação a Janeiro.

No mesmo período registaram-se depreciações do escudo frente à lira (-4,6 %) e ao franco suíço (-6,3 %) <sup>184</sup>.

Relativamente à peseta, que começou a ser cotada pelo Banco de Portugal em 19 de Março de 1975, verificou-se uma valorização em termos do escudo.

O rand apresentou uma desvalorização de 17,9 por cento face ao dólar <sup>185</sup> e consequentemente, o escudo apreciou-se cerca de 15 por cento, no mês de Outubro, face aos meses precedentes, em que se registaram percentagens negativas de variação.

Foi definida em 1975 uma política de taxas de câmbio do escudo acompanhada pela evolução da «serpente monetária», mas ponderando essa evolução com os movimentos do dólar. A referida política teve como base a manutenção de uma taxa efectiva do escudo relativamente estável, apesar de tender para um ligeiro decréscimo <sup>186</sup>.

Constatamos assim, que apesar de ter sido oficializado o regime de taxas de câmbio do escudo e de «flutuação independente», a política seguida em 1976 traduziu na prática uma certa aderência à «serpente monetária» e uma quase estabilização da taxa efectiva do escudo <sup>187</sup>.

A taxa efectiva do escudo apresentou uma grande estabilidade ao longo de 1975, contribuindo para a deterioração da competitividade externa das exportações portuguesas.

A drenagem de divisas reforçou a necessidade de recurso à política cambial, sendo abandonada no primeiro semestre de 1976, a manutenção da estabilidade da taxa de câmbio efectiva.

O escudo registou uma desvalorização de 20,2 por cento entre Dezembro de 1975 e Dezembro de 1976 em relação à «serpente monetária»; 12,7 por cento em relação aos DSE's (Direitos de Saque Especiais); e 13,8 por cento relativamente ao dólar (E.U.A.). Em termos de taxa efectiva a desvalorização não foi tão marcada (9,5%), atendendo à fraqueza da libra, que contribuiu para que esta moeda chegasse ao final de 1976 desvalorizada 3,6 por cento em relação ao escudo <sup>188</sup>.

---

<sup>184</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

<sup>185</sup> em 22 de Setembro de 1975, cf. Relatório do Banco de Portugal (1976)

<sup>186</sup> Apresentou o seu valor mais elevado em Janeiro (-1,6%) e em Setembro o mais reduzido (-4%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1976).

<sup>187</sup> Atendendo à necessidade existente neste ano de levar a cabo medidas que protegessem a Balança de Pagamentos, a taxa de câmbio não foi tomada em consideração, mas sim outros instrumentos de política económica.

<sup>188</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1977).

A partir do início de 1976, a política da taxa de câmbio apresentou uma mudança significativa em relação à seguida pelo Banco de Portugal, mantendo relativamente estável, o valor externo do escudo durante o ano de 1975.

O registo das oscilações significativas ocorridas em termos de algumas moedas deveu-se essencialmente a movimentos dessas próprias moedas nos mercados cambiais, e não a movimentos autónomos do escudo que, em face da taxa efectiva, acusou apenas uma ligeira tendência para descer.

Em 1976 perdurou a estabilidade da taxa de câmbio efectiva do escudo em termos duma situação cambial, cujo ritmo de deterioração tendia a agravar-se, de forma a compensar a perda de competitividade externa das exportações. Consequentemente o valor externo do escudo começou a entrar em declínio a partir do início de 1976, de forma lenta, mas progressiva<sup>189</sup>.

Durante o ano de 1976 o escudo apresentou uma redução significativa de valor em relação às moedas da «serpente monetária», ao dólar, à unidade dos Direitos de Saque Especiais e perante a taxa de câmbio efectiva<sup>190</sup>.

A relativa moderação na variação da taxa efectiva do escudo, de 9,5 por cento, durante o ano 1976, deveu-se essencialmente à evolução da libra esterlina, que influenciou significativamente o «cabaz» de moedas a partir das quais se determinou a taxa efectiva do escudo e que, juntamente com a lira italiana, continuou a deteriorar-se no mercado de câmbios internacional<sup>191</sup>.

A libra e a lira constituíram as únicas moedas cotadas pelo Banco de Portugal, perante as quais o escudo se valorizou em 1976<sup>192</sup>.

Consideramos deste modo, que a política de depreciação gradual do escudo, tomada em conta pelas autoridades monetárias portuguesas em 1976, aconselhou uma evolução do

---

<sup>189</sup> A política de depreciação «gradual» foi cancelada no fim de Julho para prosseguir em Dezembro e no início de 1977, culminando em 25 de Fevereiro de 1977, com a decisão de desvalorizar o escudo face ao dólar, de uma só vez, em 15%, cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

<sup>190</sup> Tal depreciação acentuou-se com maior continuidade em Janeiro e Fevereiro de 1977. A forte descida do escudo, verificou-se em relação às moedas da «serpente monetária» (-20,2% de Dezembro de 1975 a Dezembro de 1976). Em relação aos Direitos de Saque Especiais e para o mesmo período, registou-se uma diminuição do escudo em -12,7% (número muito próximo da depreciação em termos do dólar: -13,8%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1977).

<sup>191</sup> Consequentemente, a taxa de câmbio escudo/libra registou uma subida de +3,6% em Dezembro de 1976, comparando-a com o valor do mesmo mês do ano transacto. No entanto, a libra recuperou a sua posição no fim de Janeiro de 1977 (descida do escudo de -4,4% em relação a Dezembro do ano anterior) e sobretudo, no fim de Fevereiro após a depreciação do escudo. Em 28 de Fevereiro de 1977, data dos primeiros câmbios publicados em Lisboa após a decisão de desvalorizar, o valor da nossa moeda em termos da libra, era mais baixo em 5,7%, quando confrontada com o valor em 2 de Março de 1973. Considerando os câmbios de 2 de Março de 1973, o preço do escudo em 28 de Fevereiro de 1977, registou quebras de 29,41% e 36% em termos de, respectivamente, a taxa efectiva, as moedas da «serpente» e o dólar, cf. Relatório do Banco de Portugal (1977).

<sup>192</sup> Dezembro de 1975 a Dezembro de 1976, essa valorização foi de +3,6% face à libra e de +9,6% face à lira, cf. Relatório do Banco de Portugal (1977).

escudo nos mercados cambiais, no contexto de quatro grupos de moedas, mais próxima do terceiro grupo (franco e peseta) do que do quarto grupo (libra e lira)<sup>193</sup>.

A política de depreciação, pretendia alcançar objectivos limitados, visando essencialmente, a correcção de desvantagens relativas na evolução dos preços, de modo a compensar perdas de competitividade da economia portuguesa e coadjuvar a sobretaxa às importações e outras medidas na imposição de uma maior dureza nas compras ao estrangeiro.

A «desvalorização deslizante» do escudo, acarretou efeitos negativos consideráveis, que contribuíram, de forma decisiva, a um clima de expectativa perante o valor do escudo, por parte de diversos tipos de agentes económicos, internos e externos.

A partir do início de 1976, o Banco de Portugal, teve como consequências originadas pela diminuição das suas reservas em divisas, os seguintes factos:

- Existência de uma tendência para o escudo ser utilizado de forma mais intensa na liquidação das nossas exportações, sendo, por outro lado, alargado o prazo em que, geralmente, se concretizaram tais liquidações, alguma das vezes através do recurso, por parte dos exportadores, a esquemas mais benéficos do crédito à exportação;
- Liquidação a pronto, por parte dos importadores portugueses, das suas encomendas ao estrangeiro, desde que a situação de tesouraria das empresas o permitisse. Este comportamento agravou-se, devido à impossibilidade quase absoluta dos importadores se cobrirem do risco cambial inerente, dada a inexistência de mercado de câmbios a prazo em Portugal;
- Atitude de antecipação à desvalorização do escudo por parte das empresas e dos particulares, causando um acréscimo substancial nos stocks, sobretudo de matérias primas e de produtos intermediários por parte das empresas e uma subida nas compras de bens de consumo duradouros por parte dos particulares;
- Expectativa criada por parte dos emigrantes, face à depreciação do escudo que, a julgar pela evolução dos valores das suas remessas, se fez sentir especialmente no primeiro semestre do ano;

---

<sup>193</sup> De registar, que a queda do escudo face à libra e à lira, foi menos acentuada, não apenas no período de Dezembro de 1975 a Dezembro de 1976, como também, durante o período, de Março de 1973 a Dezembro de 1976, cf. Relatório do Banco de Portugal (1977).

- Acréscimo nas disponibilidades em moeda estrangeira dos bancos comerciais, proveniente da melhoria relativa das suas posições de liquidez, durante um período limitado do ano (Janeiro a Maio), apesar dos níveis atingidos por essas disponibilidades permanecerem ainda bastante aquém dos limites máximos que estavam legalmente autorizados a possuir.

Os inconvenientes acima referidos, contribuíram para as autoridades monetárias tomarem no decorrer do ano, um conjunto de medidas, na sua maioria de natureza cambial, que complementaram, reforçando os efeitos positivos e precavendo os negativos, esta política de depreciação do escudo. Consideramos assim, que a situação cambial não apresentou qualquer melhoria até ao fim de 1976<sup>194</sup>.

Através de um conjunto de medidas económicas, que compreenderam a utilização concertada dos instrumentos de política monetária, orçamental e de rendimentos e preços, decidiu-se desvalorizar o escudo em 15 por cento, mantendo-se a partir daí, a estabilidade da sua taxa de câmbio efectiva. As referidas medidas justificaram-se, pela necessidade que havia em mudar a situação da Balança de Pagamentos, compatibilizando este objectivo com o da inadiável reanimação económica interna.

Verificou-se uma desvalorização espontânea do escudo, em Fevereiro de 1977, precedida por uma desvalorização progressiva desde o início de 1976, que alcançou claramente a mesma amplitude da primeira.

A partir do primeiro semestre, o escudo começou a sofrer uma certa erosão face ao dólar, devendo-se ao esforço deste nos mercados internacionais<sup>195</sup>.

Em 1977, o Banco de Portugal, definiu a adopção de um novo regime de fixação cambial, que evidenciava em relação ao que estava a ser praticado, desde o início de 1976 a particularidade de submeter o valor externo do escudo a uma desvalorização «rastejante» previamente programada e tornada pública «*crawling-peg*». Ao mesmo tempo, decidiu-se proceder à emissão de cotações a prazo (1,3 e 6 meses) para o escudo em relação às moedas de dez países perante os quais, a economia portuguesa mantinha relações externas importantes.

No seguimento deste regime, as cotações do escudo, no dia a dia, foram determinadas de forma a que a taxa efectiva considerasse uma depreciação previamente programada.

---

<sup>194</sup> Quanto às reservas líquidas em ouro e divisas do Banco de Portugal, reduziram-se neste ano, a um ritmo excessivo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1977).

<sup>195</sup> A depreciação do escudo, em relação ao dólar, atingiu cerca de 10% entre Janeiro e Dezembro de 1975, cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

Neste âmbito, foi estabelecido um programa de desvalorização média do escudo para os seis meses seguintes, perante o qual, este seria depreciado, 1 por cento ao mês, em média<sup>196</sup>.

A evolução das cotações a prazo, resultaram simultaneamente, da evolução das cotações das dez moedas no mercado a prazo Londrino, do programa de desvalorização previamente acordada para o escudo e dos pesos calculados para cada um dos países. Desta forma, as cotações a prazo do escudo, relativamente a cada uma das moedas, podia oscilar dentro de certa amplitude, a partir da variação média programada.

Em 1977, e face a alguns países concebidos como parceiros ou competidores, que exerciam uma forte influência nas nossas trocas comerciais, verificou-se uma desvalorização da libra em 5,1 por cento e uma revalorização da lira e da peseta, respectivamente, 4,6 por cento e 5,0 por cento, face ao escudo<sup>197</sup>.

Atendendo ao elevado défice da Balança de Pagamentos ocorrido em 1976 (36 milhões de contos), foi instituída em 1977, a utilização da taxa de câmbio como instrumento de uma política económica, tendo como base, a correcção do desequilíbrio externo<sup>198</sup>.

De 1 de Janeiro a 25 de Fevereiro de 1977, permaneceu a desvalorização lenta, mas gradual do escudo, face à maioria das moedas, assim como ao longo de 1976<sup>199</sup>.

Foi comunicada uma desvalorização de 15 por cento do escudo, em relação às moedas cotadas pelo Banco de Portugal, em 25 de Fevereiro de 1977<sup>200</sup>.

Depois da desvalorização de 25 de Fevereiro, foi anunciada publicamente, a decisão de permanecer, a partir desta data, a estabilidade do valor externo do escudo, condicionando-a à manutenção, do nível da taxa efectiva, sem quaisquer alterações.

A adopção da taxa efectiva intensificou a importância relativa das diversas moedas nos pagamentos externos portugueses, quer em termos das relações comerciais, quer em relação ao turismo e às remessas dos emigrantes.

A estabilidade do valor da taxa efectiva era perfeitamente compatível com as oscilações das taxas de câmbio do escudo em relação às diferentes moedas escolhidas<sup>201</sup>.

---

<sup>196</sup> No período de 15 de Setembro a 31 de Dezembro, o escudo registou uma queda de 6,9% face à libra, 3,1% em relação ao franco francês e 7,9% ao marco alemão, revalorizando-se ligeiramente em termos do dólar (1,7%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

<sup>197</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

<sup>198</sup> Como tal, o escudo desvalorizou-se, entre 1 de Janeiro e 31 de Dezembro de 1977, 21,0% em relação ao dólar (E.U.A), 29,3% em relação à libra, 25,1% relativamente ao franco francês e 29,3% em relação ao marco alemão, cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

<sup>199</sup> Registou-se, entre 1 de Janeiro e 25 de Fevereiro, uma desvalorização do escudo em 3,6% em termos do dólar (E.U.A), 1,3% em relação à libra e 1,7%, relativamente ao franco francês, cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

<sup>200</sup> Após tal decisão, o escudo desvalorizou-se, relativamente às cotações dominantes, em 2 de Março de 1973, 35,6% em relação ao dólar, 28,4% em relação ao franco francês e 45,2% em relação ao marco alemão. A baixa da libra, apesar da desvalorização nos anos anteriores, contribuiu para que o escudo ficasse desvalorizado apenas em 5,7% em termos das cotações de 2 de Março de 1973, cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

Ao longo de 1977, para além dos diferentes regimes de fixação cambial adoptados, foi instituído um conjunto de medidas destinadas a complementar e reforçar os efeitos sobre a Balança de Pagamentos.

A política cambial seguida em 1978, caracterizou-se por uma grande variedade de regimes cambiais, com o objectivo de reduzir o défice com o exterior<sup>202</sup>.

Na sequência do acordo estabelecido com o FMI, a 5 de Maio, estabeleceu-se um reajustamento na taxa de câmbio do escudo, com uma nova desvalorização de 6,1 por cento em termos efectivos, tendo como objectivo, uma melhor implantação do instrumento cambial no conjunto de medidas de política económica global de reorientação de recursos, contribuindo para uma adicional acuidade da indústria portuguesa nos mercados externos.

Perante o mesmo objectivo, a taxa média de depreciação efectiva mensal do escudo, elevou-se para 1,25 por cento, mantendo-se inalterada até ao final do ano<sup>203</sup>.

Paralelamente à desvalorização discreta do início de Maio e ao alargamento do ritmo do «*crawling-peg*», o Banco de Portugal decidiu a interrupção da emissão das cotações a prazo.

Através da conjugação, da depreciação deslizando do escudo com a elevação das taxas de juro, pretendeu-se garantir uma razoável paridade do rendimento dos activos financeiros e que a sua remuneração fosse suficientemente atractiva em Portugal, considerando as taxas de juro internas confrontadas com as existentes no exterior e as perspectivas de evolução comparada das moedas, em que se expressaram os elementos patrimoniais.

Também se procurou considerar o ritmo da perda do valor externo do escudo, face às necessidades efectivas de competitividade com o exterior, de modo a evitar as suas desvantagens relativamente ao agravamento das tensões inflacionistas e consequências menos desejadas na distribuição de rendimentos.

---

<sup>201</sup> Deste modo, entre 28 de Fevereiro e 25 de Agosto, o escudo revalorizou-se ligeiramente em termos do dólar (+0,6%) e desvalorizou-se em termos do marco (-3,0%), à libra (-1,3%) e ao franco francês (-1,2%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1978).

<sup>202</sup> O défice com mais de 55 mil milhões de escudos, registados em 1977, na balança das operações não-monetárias e o reequilíbrio externo, passou a ser prioritário em termos de política económica, convergindo para esse fim, entre outras, as políticas cambial e monetária. A 6 de Maio de 1978, durante o II Governo Constitucional formado pelo PS e pelo CDS, foi assinada a “carta de intenções” entre o Executivo Português e o Fundo Monetário Internacional (FMI). O FMI exigiu que o Governo Português aplicasse uma política de desvalorização do escudo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1979).

<sup>203</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1979).



A política cambial teria de se confrontar com um conjunto de decisões inerentes a outros domínios da política económica, sem que fosse desfavorecida a concretização dos objectivos anunciados pela desvalorização do escudo.

Perante situações de elevado défice das contas externas, acompanhado de grandes pressões inflacionistas, decorreu oportunamente uma adequada flexibilidade cambial, de modo a coordenar os benefícios e evitar os inconvenientes, quer dos câmbios fixos, quer dos regimes flutuantes.

A referida política foi a mais adequada, já que evitou, quer os desajustamentos nas relações entre os sectores exportadores e os relacionados com o mercado local, quer a incerteza ligada ao simples jogo das forças do mercado, ou ainda, as perturbações originadas nos fluxos de capitais por oscilações mais amplas e espaçadas das taxas de câmbio.

Em 1978, continuou a manter-se, a adesão ao regime de desvalorização «rastejante», programada previamente e tornada pública (a 25 de Agosto de 1977), da taxa de câmbio efectiva («*crawling-peg*»)<sup>204</sup>.

O Banco de Portugal manteve a publicação, em relação às moedas de dez países considerados relevantes nas relações económicas externas portuguesas, das cotações a prazo do escudo, a 1, 3 e 6 meses<sup>205</sup>.

Paralelamente à desvalorização discreta do início de Maio e ao alargamento do ritmo do «*crawling-peg*», o Banco de Portugal decidiu a interrupção da emissão das cotações a prazo.

Atendendo à instabilidade cambial em vigor nos mercados internacionais, tornando as taxas a prazo insuficientemente representativas das futuras taxas de câmbio à vista, aconselhou a que se suspendesse a publicação dos câmbios «*forward*».

Relativamente às moedas mais relevantes no comércio externo português, o escudo desvalorizou-se significativamente durante o ano de 1978, face ao marco alemão (25%) e ao franco francês (22,7%) e, com menor peso, em relação à libra (18,9%) e ao dólar (13,8%), considerando-se tais desvalorizações, menos significativas em conformidade com as ocorridas no ano passado.

Na presença de moedas mais fortes (franco suíço e iene), a desvalorização do escudo foi mais notória (cerca de 30%) e, em termos da «serpente», não se distanciou de modo

---

<sup>204</sup> A taxa de câmbio do escudo passou a ajustar-se com regularidade a um cabaz de divisas, ponderadas de acordo com a importância de cada uma delas nas nossas transacções internacionais, quer de mercadorias, turismo e remessas de emigrantes. Permaneceu até Maio, a execução do programa deliberado em Agosto de 1977, de depreciar o escudo, em termos efectivos, de 1%, em média, ao mês, cf. Relatório do Banco de Portugal (1979).

<sup>205</sup> Normalmente conhecidas por câmbios «*forward*».

sensível da verificada em relação ao marco alemão, apresentando-se com menor amplitude, devido à fraqueza da coroa norueguesa.

Em relação à evolução do escudo e comparativamente com as moedas dos nossos principais competidores, registou-se uma revalorização da lira e da peseta, em 21,3 por cento e 33 por cento, respectivamente<sup>206</sup>.

Em termos dos DSE's, a desvalorização do escudo foi de 19,2 por cento (contra 24,1% em 1977)<sup>207</sup>.

Na sequência das alterações implementadas ao longo do ano, verificou-se que, no período em que a taxa de depreciação média mensal do escudo se manteve a 1 por cento, a sua desvalorização situou-se na ordem dos 7 por cento em termos do franco francês e do marco alemão, 5,8 por cento perante o dólar e apenas 1,7 por cento, comparativamente com a libra (o que evidenciou a fraqueza desta moeda no período em análise)<sup>208</sup>.

A partir de 5 de Maio e até final de 1978, com a taxa média mensal de «*crawling-peg*» a 1,25 por cento, registou-se uma queda do escudo em 13,9 por cento, 12 por cento e 11 por cento, em relação, respectivamente, ao marco alemão, libra e franco francês e apenas 2,2 por cento face ao dólar americano, pelas razões já referidas<sup>209</sup>.

Durante este período, o escudo apresentou revalorizações mensais em termos da moeda norte-americana (em Julho, Agosto e Outubro) e do franco suíço (em Novembro), na sequência da retoma do dólar.

Relativamente à política cambial prosseguida ao longo de 1979, foram introduzidas pequenas alterações em relação ao ano anterior. Permaneceu a adesão ao regime de desvalorização deslizante, previamente programada e tornada pública da taxa de câmbio efectiva (*crawling-peg*), introduzida a 2 de Agosto de 1977.

A depreciação do escudo não manteve um ritmo constante durante este período, reduzindo-se em Abril e de seguida em Junho, passando em termos de média mensal da taxa de câmbio efectiva, sucessivamente de 1,25 por cento a 1 por cento e de 1 por cento a 0,75 por cento<sup>210</sup>.

---

<sup>206</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1979).

<sup>207</sup> Quanto ao índice de evolução da taxa efectiva do escudo e com base em Dezembro de 1976, passou de 121,93 em 1977 a 150,96 em 1978, evidenciando um crescimento de 23,8%, correspondente a uma perda de valor do escudo de 19,2%. Cf. Relatório do Banco de Portugal (1979).

<sup>208</sup> Registou-se uma revalorização do escudo face ao franco francês (em Fevereiro), ao dólar dos E.U.A (em Janeiro) e à libra (em Março e Abril). Em termos efectivos, a desvalorização do escudo de 6,1%, reflectiu-se numa queda em relação àquelas moedas, cujo montante foi praticamente igual, cf. Relatório do Banco de Portugal (1979).

<sup>209</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1979).

<sup>210</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1980).

Quanto às moedas consideradas mais relevantes no comércio externo, verificou-se ao longo do ano, uma depreciação do escudo mais acentuada em relação à libra esterlina (15,4%) e ao marco alemão (12,3%) e menos acentuada em relação ao franco francês (10,8%) e ao dólar dos EUA (8,2%), no entanto, as referidas desvalorizações foram bastante inferiores às sofridas pelo escudo em 1978, do mesmo modo como aconteceu no ano anterior<sup>211</sup>.

Relativamente às moedas fortes de 1978 (franco suíço e iene), o escudo registou uma queda de 10,7 por cento face à primeira, revalorizando-se em relação à segunda em 14,4 por cento, devido ao enfraquecimento desta moeda em 1979.

Dos cabazes de moedas mais concorrentes, registou-se uma desvalorização do escudo em 13,1 por cento em termos do ECU e 8,7 por cento face aos DSE's<sup>212</sup>.

Pela análise do índice da taxa de câmbio efectiva do escudo, com base em Dezembro de 1976, verificou-se uma passagem de 151 em 1978 para 177 em 1979, evidenciando um crescimento de 17,2 por cento correspondente a uma taxa de desvalorização do escudo de 14,7 por cento, contra 19,2 por cento em 1978<sup>213</sup>.

### 3.4. A Política cambial da década de oitenta

Em 1980 registou-se uma revalorização do escudo em 6 por cento, baixando o ritmo de depreciação mensal para 0,5 por cento ao mês, reduzindo temporariamente a inflação<sup>214</sup>. Esta medida trouxe custos para a nossa economia, atendendo aos custos unitários do trabalho que aumentaram cerca de 10 por cento, acréscimo superior ao dos principais parceiros comerciais de Portugal.

---

<sup>211</sup> Aproximadamente metade, em relação às duas moedas do SME, 40% em relação ao dólar e apenas 20% relativamente à libra esterlina, moeda que se caracterizou pela sua subida nos mercados internacionais. Em relação à evolução do escudo e comparativamente com a dos nossos principais competidores, verificou-se que a lira e a peseta se revalorizaram em 11,2% e 14,5%, respectivamente, cf. Relatório do Banco de Portugal (1980).

<sup>212</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1980).

<sup>213</sup> Constatou-se que, no período de 3 meses em que a taxa de depreciação média mensal foi de 1,25%, se registou uma queda de 6% e 5,3% em relação à libra e ao dólar, respectivamente, e apenas 2,1% e 1,7% face ao marco alemão e ao franco francês. Durante os meses de Abril e Maio, perante a taxa de *crawling-peg* reduzida para 1%, registou-se uma depreciação do escudo cerca de 3% em relação ao dólar e à libra e apenas 1,3% e 0,4% face às duas moedas do SME, revalorizando-se em Abril, face ao marco alemão e ao franco suíço. Nos últimos sete meses de 1979, em que a taxa de desvalorização média mensal apresentou novo decréscimo para 0,75%, registou-se uma forte desvalorização do escudo face ao marco alemão (9,6%) e ao franco francês (8,9%) e em menor grau em relação, à libra (6,5%), revalorizando-se perante o dólar (+0,3%), demonstrando a fraqueza desta moeda no período em análise. Neste último período, o escudo apreciou-se em relação ao dólar e à peseta (em Junho, Julho e Dezembro), à libra (em Setembro e Outubro), à lira (em Outubro) e ao franco suíço (em Novembro), cf. Relatório do Banco de Portugal (1980).

<sup>214</sup> Esta decisão foi implementada por Cavaco Silva, então Ministro das Finanças, que argumentava que as desvalorizações nos anos precedentes tinham ido longe de mais.

Com o segundo choque petrolífero, que começou a sentir-se em 1980, passou a seguir-se a política de desvalorização.

Depois de conseguido o equilíbrio na Balança de Pagamentos, entrou-se na última fase do *crawling peg*.

As depreciações cambiais foram um instrumento indispensável contra as dificuldades que a Balança de Pagamentos apresentou entre 1977 e 1985, acabando por ser decisiva nesta questão, a introdução do *crawling-peg*.

No entanto, esta política não se caracterizou apenas por vantagens. Envolveu também custos em termos de inflação (apresentando-se elevada), com a taxa de câmbio a pressionar os preços dos bens transaccionáveis e indirectamente os salários e os preços dos bens não transaccionáveis. Posteriormente a esta fase, procurou-se combater a inflação através da estabilização cambial, fazendo com que a taxa de câmbio deixasse de ser o apoio das indústrias portuguesas de fraca produtividade e passasse a ser um elemento de mudança estrutural orientada para produções mais sofisticadas, em que a competitividade dependesse menos de mão-de-obra barata, aplicando assim uma política monetária mais restritiva.

Em Fevereiro de 1980, Cavaco Silva, Ministro das Finanças de Sá Carneiro, revalorizou o escudo em 6 por cento, sendo a primeira subida do valor externo do escudo depois de 25 de Abril<sup>215</sup>.

A política cambial portuguesa em 1981, manteve, na maioria do ano, o ritmo de depreciação média mensal de “*crawling-peg*” de 0,5 por cento, aumentando para 0,75 por cento, no início de Dezembro, a fim de se conseguir um ajustamento da taxa de desvalorização face aos objectivos da política cambial, definidos pelas autoridades monetárias<sup>216</sup>.

O escudo sofreu uma acentuada depreciação face ao dólar, contrariamente ao que sucedeu com moedas europeias, devido à revalorização daquela divisa nos mercados internacionais e às diferentes ponderações das moedas que faziam parte do cabaz definidor da taxa de câmbio efectiva (TCE), trazendo repercussões negativas para a economia portuguesa, quer em termos de competitividade externa, quer em termos de inflação importada<sup>217</sup>.

---

<sup>215</sup> As taxas de juro, que antes da desvalorização tinham atingido valores negativos muito substanciais, começavam em 1979, a aproximar-se de valores positivos que atingiram em 1980. O preço social desta política de deflação e desvalorização foi também maneável, cf. Relatório do Banco de Portugal (1981).

<sup>216</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1981).

<sup>217</sup> A base documental, revelou um índice de TCE ponderado pelas exportações e pelas importações, para o primeiro de uma queda de apenas 2,5% e do último, de um aumento de 6,4%, cf. Relatório do Banco de Portugal (1982).

Em termos de decisão da política cambial, deveria ter-se em conta, os correspondentes custos e benefícios<sup>218</sup>.

Com o objectivo de evitar uma maior queda do escudo face ao dólar, verificou-se que, na maior parte do ano, se procedeu à manutenção da taxa de depreciação e por outro lado, a não alteração dos pesos do “*crawling-peg*”.

Ao longo de 1981, o escudo sofreu uma desvalorização significativa, face ao dólar, iene e franco suíço<sup>219</sup> e uma distinta evolução face às moedas do SME<sup>220</sup>.

Relativamente a cabazes de moedas, o escudo sofreu uma elevada desvalorização, face ao DSE (-10,8%) e em relação ao ECU, em menor escala (-2,1%).

A taxa de câmbio efectiva (a partir de Março de 1981), registou uma queda de 6,4 por cento, contra (-1) por cento no período homólogo anterior e passou a ser determinada de forma diferente<sup>221</sup>.

A política cambial, prosseguida pelo Banco de Portugal em 1982, seguiu a desvalorização mensal programada (*crawling-peg*)<sup>222</sup>, verificando-se em meados do ano, uma desvalorização pontual do escudo, como consequência do realinhamento paritário das moedas do SME<sup>223</sup>.

Verificou-se durante o ano de 1982, uma forte apreciação do dólar<sup>224</sup>, devido a diversos factores, tais como, os níveis recorde das suas taxas de juro, quer nominais, quer reais e ao seu estatuto de moeda refúgio<sup>225</sup>.

A quase permanente revalorização da moeda americana ao longo de 1982, conduziu a uma instabilidade no SME, reforçando a vulnerabilidade de algumas moedas e contribuindo negativamente para diversas balanças de pagamentos, face à saída de capitais, para além da evolução díspar das economias dos países membros, assim como

---

<sup>218</sup> Atendeu-se ao carácter aberto da nossa economia que a tornou bastante vulnerável a todo o enfraquecimento da conjuntura internacional e à deterioração dos termos de troca e da competitividade.

<sup>219</sup> Dólar:-18,4%, Franco suíço:-17,6% e Iene:-11,6%, cf. Relatório do Banco de Portugal (1982).

<sup>220</sup> Revalorização do franco francês (+2,1%) e da lira italiana (+5%); depreciação entre 1,4% da coroa dinamarquesa e 7% do marco alemão, face às restantes moedas, coexistindo com poucas alterações, perante a libra esterlina (+1,7%) e a peseta (-1,3%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1982).

<sup>221</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1982).

<sup>222</sup> Ao ritmo de 0,75%/mês, cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>223</sup> Pretendia-se assim, garantir a competitividade externa da economia portuguesa, em que as desvalorizações não agravassem em demasia a inflação e contrariar a perda de quotas de mercado que ocorreram no ano anterior e os movimentos especulativos que trouxeram consequências negativas para a Balança de Transacções Correntes.

<sup>224</sup> Já reiniciada em finais de 1981 e continuamente até Novembro de 1982, com excepção do inverso ocorrido em Abril, cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>225</sup> Desde o final de 1981 até Outubro de 1982, o dólar apreciou-se quer em termos de cabazes de moedas (taxa de câmbio efectiva: +16,3%; DSE: +8,7% e ECU:+18,2%), quer relativamente às principais moedas(iene: +24,1%; franco suíço:+19,6%; marco alemão:+12,1% e dólar americano:+3,7%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

das suas políticas económicas divergentes, conduzindo assim, para dois reajustamentos cambiais<sup>226</sup>.

A partir do primeiro realinhamento do ano de 1982, agravaram-se as diferenças entre os grupos das moedas mais fortes e mais fracas, sendo o franco francês a moeda mais frágil do SME<sup>227</sup>.

Na sequência da contínua revalorização do dólar dos EUA e com o objectivo de travar tal situação, em Abril de 1982, os pesos das moedas usadas na determinação da taxa de câmbio efectiva do escudo, sofreram alterações, sendo atribuído às divisas europeias uma maior ponderação, a uma reduzida desvalorização do escudo, aproximadamente de 1,3 por cento<sup>228</sup>.

A alteração dos coeficientes de ponderação, mostrou-se insuficiente para eliminar a deterioração dos custos da produção interna, uma vez que existia uma certa dependência face à evolução da divisa americana nos mercados cambiais, registando-se uma desvalorização discreta do escudo de 9,4 por cento, em termos efectivos (em Junho)<sup>229</sup>.

Devido ao abrandamento de preços nos países da OCDE e à baixa das cotações das matérias primas e de vários produtos importados, foi minorado, neste ano, o impacto inflacionista da depreciação do escudo<sup>230</sup>.

A queda do escudo teve maior impacto, em relação às principais moedas não europeias e a depreciação contra as moedas do SME, situando-se entre 22,6 por cento (marco alemão) e 10,2 por cento (franco belga)<sup>231</sup>.

A desvalorização do escudo foi menos acentuada face às moedas nórdicas<sup>232</sup>.

---

<sup>226</sup> O franco belga, foi uma das maiores desvalorizações das moedas do SME, desde o seu início, desvalorizou-se cerca de 8,5% face às restantes moedas do SME, cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>227</sup> Verificaram-se ainda, em 1982, algumas desvalorizações pontuais e de forte amplitude, nomeadamente as moedas escandinavas e a peseta. A coroa norueguesa sofreu duas desvalorizações, cerca de 3% cada uma, em Agosto e Setembro. O Japão, interveio várias vezes no mercado, de modo a contrariar a desvalorização do iene face ao dólar, devendo-se a sua fraqueza, essencialmente, aos diferenciais de juro desfavoráveis a investimentos em ienes. A libra esterlina foi beneficiada por uma política de altas taxas de juro, que, conseqüentemente encorajou a entrada de capitais e no geral, permaneceu forte perante as divisas não – dólar, cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>228</sup> A fim de evitar o agravamento do desequilíbrio externo, estabeleceu-se uma subida das taxas de juro e nos coeficientes de reserva dos Bancos Comerciais, assim como um limite mais restritivo ao crédito (Abril), cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>229</sup> Como resposta ao ajustamento cambial, verificou-se uma subida acentuada no mês de Junho, das receitas de turismo e das remessas de emigrantes, cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>230</sup> Para além disso, após a desvalorização de Junho, passou-se para um período de um mês de “congelamento” de preços, para garantir a melhoria da competitividade, cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>231</sup> De referir como moedas não europeias, o dólar americano (27,2%), o dólar canadiano (24,2%) e o iene (21,5%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>232</sup> Cerca de 11% em relação à markka finlandesa e coroa norueguesa e 3,3% perante a coroa sueca, cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

Relativamente às moedas dos principais concorrentes de Portugal (peseta e lira), o escudo depreciou-se em 5,3 por cento e 16,3 por cento, respectivamente.

Quanto à taxa de câmbio efectiva, registou-se a queda do escudo em 16,7 por cento, valor superior ao ano anterior, que havia sido de 6,4 por cento<sup>233</sup>.

Relativamente às principais moedas do comércio externo português, o escudo apresentou uma maior depreciação, face ao dólar dos EUA (11,6%), do que ao marco alemão (4,4%), à libra esterlina (3,6%) e ao franco francês (1,5%).

A desvalorização discreta do escudo que ocorreu em 16 de Junho, registou uma quebra aproximada de 10,5 por cento em relação às principais moedas e de 4,9 por cento contra o franco francês, moeda esta que registou uma depreciação no realinhamento do SME.

Relativamente ao segundo semestre de 1982, coexistindo com o ritmo médio de desvalorização em termos efectivos de 0,75 por cento/mês, a queda do escudo foi mais acentuada em termos do marco alemão (9,5%), seguindo-se o dólar dos EUA (7,5%) e o franco francês (7,3%), permanecendo a sua cotação quase inalterada perante a libra esterlina.

Em 1983, a política cambial seguida por Portugal, teve em linha de conta, o combate ao défice da Balança de Transacções Correntes, de modo a garantir a competitividade externa da indústria portuguesa e a eliminar os movimentos especulativos em torno do escudo, através de ajustamentos pontuais, de forma descontínua ao longo da primeira metade do ano.

O regime de desvalorização deslizante e programada do escudo (*crawling peg*), verificou-se em redor da taxa de câmbio efectiva e não em relação a uma moeda particular.

Em Março de 1983, houve um aumento do ritmo mensal da taxa efectiva de depreciação do escudo de 0,75 por cento para 1 por cento, de forma a compensar os diferenciais de inflação entre Portugal e o Exterior<sup>234</sup>.

Procedeu-se ainda nesta data, a um “ajustamento técnico” na cotação do escudo, sensivelmente de 2 por cento, depreciando-se o escudo em relação ao dólar, libra e marco e revalorizando-se face ao franco francês. Esta situação deveu-se à contínua apreciação do dólar relativamente às principais moedas europeias, ao realinhamento

---

<sup>233</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1983).

<sup>234</sup> Conjunto de nove países com papel preponderante nas exportações portuguesas, cerca de 67%: Reino Unido, RFA, EUA, França, Suécia, Itália, Holanda, Bélgica e Suíça, cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).

paritário global das divisas participantes no SME e às depreciações das moedas de alguns países mediterrânicos concorrentes de Portugal<sup>235</sup>.

Atendendo a que estes ajustamentos foram insuficientes para manter de forma duradoura as expectativas cambiais dos agentes económicos e apesar dos movimentos especulativos existentes contra o escudo, o Governo que iniciou o seu mandato nesta data, providenciou uma nova desvalorização discreta da taxa de câmbio efectiva, de 12 por cento, seguida também, por uma nova subida das taxas de juro (entre 2% e 2,5%)<sup>236</sup>. O reforço deste ajustamento pontual, visava criar boas expectativas aos agentes económicos, relativamente à natureza da política económica a prosseguir e à credibilidade do ritmo de desvalorização programada do escudo, mantida a 1 por cento<sup>237</sup>.

Ao longo do ano de 1983, o escudo depreciou-se em relação a todas as moedas cotadas oficialmente no nosso país, assim como em 1982.

A queda do escudo incidiu mais fortemente, nas principais divisas não europeias, nomeadamente, iene (32,7%), dólar americano (32,3%) e dólar canadiano (31,5%), situando-se entre os 24 por cento e 26 por cento, relativamente às moedas nórdicas<sup>238</sup>, ao franco suíço e à libra esterlina.

Relativamente às moedas participantes do SME, o escudo depreciou-se em 1983, cerca de 22,3 por cento (marco alemão) e 16,1 por cento (franco francês).

Perante as moedas dos principais concorrentes de Portugal, registou-se uma queda do escudo, de 18 por cento e 15,4 por cento, para a lira e peseta, respectivamente.

Em relação à taxa de câmbio efectiva, a queda do escudo, em 1983, foi de 23,2 por cento contra 17,1 por cento, no ano anterior<sup>239</sup>.

Relativamente ao DSE e ao ECU, registou-se uma queda do escudo de 28,6 por cento e 20,6 por cento, respectivamente.

Perante as alterações introduzidas na política cambial portuguesa ao longo do ano de 1983, constatou-se que, até ao ajustamento técnico da cotação efectiva do escudo e da

---

<sup>235</sup> Nomeadamente, Espanha, Grécia e Jugoslávia. Ainda no mesmo período e em confronto com estas medidas, as taxas de juro activas e passivas, aumentaram entre 4 e 5 pontos percentuais, de forma a atrair os activos financeiros traduzidos em escudos, a fim de evitar o agravamento do desequilíbrio externo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).

<sup>236</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).

<sup>237</sup> Consequentemente, os efeitos deste ajustamento, não se pareceram com a desvalorização discreta (9,4%) de Junho de 1982, em relação às receitas de turismo e remessas de emigrantes, já que estas rubricas da Balança de Transacções Correntes não evoluíram de forma favorável em termos das entradas de estrangeiros e aos salários nos países de residência, cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).

<sup>238</sup> Coroa sueca, markka finlandesa e coroa norueguesa, cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).

<sup>239</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).



alteração da taxa de *crawl* para 1 por cento, em Março, houve uma depreciação do escudo de 2 por cento em termos efectivos e de 5 por cento, 4,3 por cento, 3,2 por cento e 1,9 por cento, face ao dólar, ao marco alemão, à libra esterlina e ao franco francês, respectivamente<sup>240</sup>.

A desvalorização discreta do escudo em 22 de Junho, de 12 por cento em termos efectivos, conduziu a um enfraquecimento da moeda portuguesa, de cerca do mesmo montante, relativamente às principais moedas do comércio externo português<sup>241</sup>.

Podemos considerar, que se atingiu uma fase de relativa inelasticidade destes fluxos face à desvalorização até aí existente, enunciando-se para além disso, outros factores, tais como, o segmento do mercado turístico, a apreciação do dólar, a recessão económica existente nos países de imigração e os controlos mais rígidos face às remessas por parte dos países com dificuldades económicas, como contributos para aquele comportamento.

O impacto inflacionista da desvalorização do escudo, fez-se sentir mais, na segunda metade do ano de 1983, apesar de se apresentar mais reduzido, devido aos efeitos provenientes de uma conjuntura internacional, determinada por uma evolução mais favorável dos preços nos países da OCDE e da cotação de várias matérias-primas.

Podemos constatar, que em 1983, comparativamente com o ano anterior, em termos de médias anuais, a queda do escudo ficou aquém da registada ao longo do ano, quer em termos efectivos quer em relação às principais moedas, pelo facto da desvalorização discreta de 12 por cento, ter acontecido em Junho, e, como tal, a média do ano ser ainda influenciada, em larga escala, pelo primeiro semestre de 1983.

Os mercados cambiais foram dominados pela firmeza do dólar e do iene e por uma inferior instabilidade face a anos anteriores.

A política cambial portuguesa prosseguida em 1984, continuou a caracterizar-se por um regime de desvalorização deslizante e programada do escudo (*crawling-peg*) em termos de taxa de câmbio efectiva.

---

<sup>240</sup> Por outro lado, o ajustamento de 23 de Março, traduziu-se numa queda do escudo em termos efectivos, de 2%, numa depreciação em relação ao dólar (3,6%), marco alemão (2,3%) e libra esterlina (1,5%) e numa revalorização em relação ao franco francês (1%), moeda que sofreu depreciação no realinhamento do SME. No decurso entre o ajustamento de Março e a desvalorização discreta de Junho, registou-se uma depreciação do escudo, aproximadamente de 3% em termos efectivos e uma quebra acentuada em relação à libra esterlina (9,8%) e ao dólar (5,4%) e em menor grau, relativamente ao marco alemão (0,5%) e ao franco francês (0,2%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).

<sup>241</sup> O ritmo de depreciação média mensal do escudo, na segunda metade do ano, foi de 1% ao mês, depreciando-se em termos efectivos 6,3%, caindo significativamente em relação ao dólar (11,8%) e de modo mais superficial, em relação à libra esterlina (6,7%), marco alemão (4,7%) e franco francês (3,2%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1984).

Com o objectivo do reequilíbrio das contas externas, foi adoptado o ritmo de desvalorização efectiva do escudo de 1 por cento ao mês, que se encontrava em vigor desde Março de 1983<sup>242</sup>.

A política cambial seguida desde Junho de 1983, tornou-se credível, não existindo quaisquer agravamentos dos movimentos especulativos contra o escudo, existindo mesmo diferenciais de inflação desfavoráveis ao nosso país.

O impacto inflacionista da desvalorização do escudo em 1984, foi minorado, atendendo aos efeitos de uma conjuntura internacional, concebida por uma evolução favorável dos preços nos países da OCDE e das cotações de algumas matérias-primas, não deixando de existir, uma subida nos preços dos produtos importados (31,9% em escudos).

A política cambial adoptada, conduziu a resultados favoráveis em relação ao emprego e ao produto, ao invés da evolução negativa da procura interna.

Quanto à desvalorização do escudo ao longo de 1984, face a todas as moedas cotadas oficialmente em Portugal, com excepção do rand sul africano, que registou uma desvalorização da ordem dos 40 por cento, em relação ao dólar, a nossa moeda apreciou-se em 26,5 por cento.

A desvalorização do escudo em relação às principais moedas não europeias, foi mais acentuada<sup>243</sup>.

Relativamente às moedas pertencentes ao SME, a depreciação do escudo situou-se entre os 11,9 por cento (franco belga) e os 9,4 por cento (lira italiana).

Quanto às divisas nórdicas, o franco suíço e o xelim austríaco, a queda do escudo situou-se entre os 7 por cento e 13 por cento, e de 2,9 por cento em relação à libra esterlina<sup>244</sup>.

Relativamente às moedas dos principais concorrentes de Portugal, e em relação à peseta, a queda do escudo foi de 14,1 por cento.

Considerando cabazes de moedas, o escudo sofreu uma queda, em 1984, de 10,9 por cento em termos efectivos e 23,2 por cento em 1983, 17,2 por cento em relação ao DSE e 8,7 por cento frente ao ECU<sup>245</sup>.

Consideramos assim, que a política cambial portuguesa em 1984, continuou subordinada ao objectivo de reequilíbrio das contas externas, tendo coexistido a

---

<sup>242</sup> A referida política adoptada em 1984, em confronto com a queda dos salários reais, contribuiu favoravelmente para a conservação da competitividade externa, cf. Relatório do Banco de Portugal (1985).

<sup>243</sup> Nomeadamente, o dólar americano (22,3%), o dólar canadiano (17,6%) e o iene (15,5%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1985).

<sup>244</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1985).

<sup>245</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1986).

desvalorização deslizando do escudo ao ritmo médio mensal de 1 por cento, em termos efectivos (*crawling-peg*), assim como para o ano de 1985.

Verificou-se em finais de 1985, uma interrupção da desvalorização deslizando do escudo, cujo objectivo principal, se prendia com a redução das expectativas da inflação, dado que a margem de segurança obtida em relação às contas externas, o permitia.

Como resultado da política cambial prosseguida em 1985, acompanhada por um aumento da produtividade, levou à manutenção da competitividade externa favoravelmente, contribuindo para um elevado aumento das exportações e quotas de mercado, assim como para um acréscimo significativo das receitas de turismo<sup>246</sup>.

Ao longo de 1985, o escudo revalorizou-se em relação ao dólar americano (8,2%), ao dólar canadiano (14,4%) e ao rand sul-africano (37,7%), desvalorizando-se, em relação a todas as moedas cotadas oficialmente em Portugal.

A depreciação do escudo, verificou-se perante algumas moedas pertencentes ao SME<sup>247</sup> e ao xelim austríaco (16,3%).

Quanto à lira italiana<sup>248</sup> e à peseta, a queda do escudo foi de 7,1 por cento e 5,1 por cento, respectivamente.

Relativamente às moedas escandinavas, a desvalorização do escudo, situou-se entre os 9,3 por cento (coroa sueca) e os 11,7 por cento (markka finlandesa).

A desvalorização do escudo foi ainda acentuada em relação às demais moedas mais importantes<sup>249</sup>.

Ao longo de 1985, registou-se uma quebra do escudo em 10,8 por cento em termos efectivos (contra 10,9% em 1984), 15 por cento em face do ECU e 3,7 por cento em relação ao DSE.

Tendo em conta a evolução do escudo entre 1984 e 1985 (considerando as médias anuais), constatou-se uma desvalorização de 14,1 por cento face ao dólar americano e uma queda inferior, ao longo do ano (1985), relativa à generalidade das moedas

---

<sup>246</sup> A situação favorável das contas externas, em confronto com a redução dos diferenciais de inflação face ao exterior e com a evolução favorável dos diferenciais de remuneração relativa das aplicações em escudos, em relação às denominadas em dólares, contribuiu para a redução das taxas de juro internas, enquanto perduraram favoravelmente os movimentos de capitais não sujeitos a controlos.

<sup>247</sup> Relativamente ao florim holandês, marco alemão e franco francês, 16,7%, 16,4% e 15,9%, respectivamente, cf. Relatório do Banco de Portugal (1986).

<sup>248</sup> Moeda que ocasionou o realinhamento paritário no SME em Julho, ao desvalorizar em relação a todas as moedas, cf. Relatório do Banco de Portugal (1986).

<sup>249</sup> De registar o franco suíço (14,7%), libra esterlina (14,2%) e iene (13,9%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1986).

européias, devendo-se essencialmente, à elevada desvalorização do dólar a partir dos finais de Março de 1985<sup>250</sup>.

Em relação ao ano anterior, registou-se uma revalorização do escudo face ao rand sul-americano.

Na sequência da primeira fase do mercado de câmbios em Portugal (1 de Outubro de 1985), as instituições de crédito, puderam efectuar operações à vista de compra e venda de moeda estrangeira contra escudos ou outras moedas, a câmbios ajustados entre as partes, no mercado interno<sup>251</sup>.

A política cambial prosseguida em 1986, baseava-se na liberalização e desenvolvimento do mercado de câmbios, sendo introduzidos alguns ajustamentos na regulamentação em vigor<sup>252</sup>.

Na mesma data, foi também revogada a obrigatoriedade de venda ao Banco de Portugal, aos câmbios oficiais, da moeda estrangeira em contrapartida das vendas de escudos a instituições de crédito não residentes<sup>253</sup>. Deste modo, as cotações de escudos nos mercados externos, passaram a acompanhar as taxas de câmbio de Lisboa.

Poderá afirmar-se que, a política cambial portuguesa, sofreu uma inflexão significativa em finais de 1985, com repercussões em 1986.

Atendendo ao enquadramento externo favorável, foi possível alcançar os objectivos de inflação definidos para 1986, sem prejuízo das contas externas.

Verificou-se uma suspensão, durante quatro meses<sup>254</sup>, da desvalorização deslizante e programada da taxa de câmbio efectiva (TCE) do escudo<sup>255</sup>.

Como resultado da depreciação do dólar desde Fevereiro de 1985, o escudo apreciou-se 12,2 por cento, em média anual, em relação ao mesmo<sup>256</sup>.

Pela informação disponível, a competitividade externa portuguesa, de uma maneira geral, sofreu fortes alterações em 1986, apesar das grandes flutuações cambiais das

---

<sup>250</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1986).

<sup>251</sup> Posteriormente, as fases consistirão, na possibilidade de efectuarem operações a prazo no mercado interno e na abertura constante destas transacções ao exterior.

<sup>252</sup> No início de Maio, foi permitido às instituições de crédito, a realização de operações cambiais com outros bancos domiciliados no exterior, ao mesmo tempo que foi reajustado o funcionamento da sessão de *fixing* oficial conduzido pelo Banco de Portugal, cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

<sup>253</sup> A fim de regularizar o mercado externo do escudo e aproximar as cotações nos mercados externos das cotações de Lisboa, foi criado em Março de 1986, um protocolo com o Banque de France, passando a intervir por conta e ordem do Banco de Portugal, na sessão do *fixing* de Paris, cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

<sup>254</sup> De Dezembro de 1985 a Março de 1986, sendo retomada no segundo trimestre de 1986 ao ritmo mensal de 0,9%. O referido ritmo, foi reduzido para 0,7 e 0,6% nos 3º e 4º trimestres, respectivamente. A desvalorização da TCE foi de 8,2% em 1986, em média anual, cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

<sup>255</sup> Verificou-se assim, a permanência de uma tendência decrescente nos anos anteriores, da depreciação do escudo em termos efectivos, de 20,5%, 16,9% e 11,4%, em 1983, 1984 e 1985, respectivamente, cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

<sup>256</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

principais divisas ao longo do ano, conduzirem a evoluções distintas da competitividade portuguesa, conforme os mercados de destino das exportações, desfavorável no mercado americano e sem grandes alterações no mercado europeu.

Pela análise da evolução da taxa de câmbio real efectiva (TCRE) do escudo, nos últimos anos, verificou-se uma tendência da teoria da paridade relativa dos poderes de compra no longo prazo<sup>257</sup>.

Em 1986, verificou-se uma ligeira apreciação no primeiro semestre, complementada por uma depreciação da mesma ordem de grandeza, no segundo semestre.

Na sequência do Tratado de Adesão às Comunidades Europeias, Portugal obrigou-se a adoptar as medidas necessárias, com vista ao funcionamento do mercado de câmbios, comparativamente com os praticados nos outros países da C.E.<sup>258</sup>.

A entrada em funcionamento de um mercado de câmbios interbancário para operações à vista-*spot market*, fez parte da primeira fase da introdução do mercado de câmbios que ocorreu também em 1985.

Depois de Maio de 1986, estendeu-se o âmbito de intervenção das instituições de crédito no mercado cambial às operações de arbitragem em moedas estrangeiras, entre si e perante outros bancos com domicílio no estrangeiro<sup>259</sup>.

A política cambial prosseguida em 1987, caracterizou-se por uma desvalorização deslizante e programada do escudo a um ritmo uniforme de 0,5 por cento ao mês, sendo em termos efectivos, inferior à do ano anterior<sup>260</sup>.

Continuou a efectuar-se o acompanhamento da evolução do mercado de câmbios à vista, iniciado em Outubro de 1985, entrando em 1987, numa fase de consolidação.

Ao longo de 1987, o mercado cambial português, sofreu novamente grandes alterações, que consistiram na criação dum mercado de câmbios a prazo e na alteração da forma de determinação dos câmbios oficiais<sup>261</sup>.

---

<sup>257</sup> Consequentemente, a TCRE deverá ter flutuado junto de um valor de equilíbrio, com excepção dos anos 1981 e 1982, anos em que se verificou uma significativa apreciação real do escudo e em 1983/1984, verificou-se uma depreciação de inferior amplitude, cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

<sup>258</sup> Como tal, a cotação do escudo, passou a efectuar-se a partir de Julho/1985, numa praça estrangeira, escolhendo-se para o efeito, Paris, cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

<sup>259</sup> As instituições de crédito também foram autorizadas a concretizar entre si operações de aplicação das suas disponibilidades em moeda estrangeira. O mercado de câmbios a prazo-*forward market*- entrou em vigor em Fevereiro de 1986, permitindo a realização de operações de compra e venda a prazo de moeda estrangeira contra escudos. Podiam participar no mesmo, para além das instituições de crédito, os residentes que efectuassem exportações ou importações de bens e serviços e operações de capitais autorizadas por lei, cf. Relatório do Banco de Portugal (1987).

<sup>260</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1988).

<sup>261</sup> Na sequência dos estudos elaborados no ano anterior, foi concluída a preparação da regulamentação referente ao mercado de câmbios a prazo. Relativamente às operações a prazo, os bancos podiam realizar apenas operações com o Banco de Portugal, se a iniciativa partisse deste último, realçando que para as mesmas, não existiam câmbios oficiais, como decorreu no mercado à vista, cf. Relatório do Banco de Portugal (1988).

Foi atribuído um novo peso na liberalização do mercado de câmbios, alargando-se a todos os segmentos, sendo o processo de definição das cotações em função dos normais mecanismos de oferta e de procura.

O Banco de Portugal, deixou de fixar administrativamente os câmbios oficiais, passando as cotações a permanecer a níveis compatíveis com a orientação seguida pela política cambial, mediante intervenções conduzidas nos mercados.

A política cambial prosseguida ao longo de 1988, tinha como objectivo, a desvalorização deslizante e programada da taxa de câmbio efectiva do escudo (ITCE), a um ritmo mensal de 0,4 por cento no primeiro trimestre, 0,3 por cento no segundo, 0,25 por cento no terceiro, verificando-se nos três últimos meses do ano, um novo enfraquecimento, de modo a ser atingida a taxa anual de desvalorização de 3,5 por cento.

Continuou a fazer-se o acompanhamento do mercado de câmbios à vista, junto do qual, o volume de operações continuou a aumentar em relação aos anos anteriores, assim como do mercado de câmbios a prazo, criado no ano anterior e que entrou em fase de consolidação, em 1988.

No final de 1988, foram iniciados estudos sobre a possível inclusão do escudo no cabaz do ECU que tinham como objectivo, determinar as consequências da entrada do escudo no cabaz, quer a nível interno, quer a nível comunitário e as medidas a usar para garantir o normal funcionamento dos mercados do escudo.

Dada a regra de fixação da política cambial, a apreciação do dólar entre Abril e Setembro de 1988, causou um comportamento diferenciado do escudo, em termos das principais divisas. O escudo registou uma depreciação de 2,1 por cento, 4,3 por cento, 3 por cento, 7,5 por cento, 9,9 por cento e 13 por cento, perante o dólar, o marco, o franco francês, a peseta, a libra esterlina e o iene, respectivamente<sup>262</sup>.

Registou-se a depreciação do escudo em 11,3 por cento em relação ao dólar e apenas 1,3 por cento face ao ECU, aquando da utilização das cotações de fim de período<sup>263</sup>.

Durante o ano de 1989, foi cumprido o objectivo de desvalorização deslizante e programada da taxa efectiva do escudo (ITCE) a um ritmo de 0,25 por cento em termos mensais e 3 por cento em termos anuais<sup>264</sup>.

---

<sup>262</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1989).

<sup>263</sup> As diferenças existentes entre as cotações médias e de fim de período, resultaram da baixa cotação do dólar no final de 1987.

<sup>264</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1990).

Ao longo deste período, o escudo passou a integrar o “cabaz” das moedas que constituíram o ECU, em simultâneo com a peseta, e no momento da revisão periódica dos pesos das diversas moedas do cabaz<sup>265</sup>.

Relativamente à regulamentação do mercado de câmbios, o Banco de Portugal, contemplou entre outras disposições, a eliminação de limites para as posições à vista das instituições de crédito e a autorização para as instituições de crédito residentes, efectuarem compras de escudos à vista, contra moeda estrangeira, a instituições de crédito não residentes.

As referidas medidas, na sequência da alteração das Directivas Monetárias no final de 1988, criaram a possibilidade de facturar as exportações de mercadorias e as importações de capitais em escudos e implicaram para além de um crescimento excepcional dos mercados à vista e a prazo, muito especialmente do mercado de *swaps*, a estabilização das cotações externas à vista do escudo, em relação às cotações internas.

### **3.5. A Política cambial da década de noventa**

A política cambial, prosseguida pelo Banco de Portugal, especialmente nos primeiros nove meses de 1990, constava duma desvalorização deslizando do escudo, de forma constante e inferior, relativa ao diferencial de taxas de inflação dos principais parceiros comerciais do País. Pretendia-se deste modo, eliminar a deterioração da competitividade externa e lutar contra a inflação no sector dos bens transaccionáveis.

A notável estabilidade do escudo, juntamente com um ritmo lento de depreciação menor que os diferenciais de taxa de juro face ao exterior e os excedentes da Balança de Transacções Correntes, viria a considerá-la como uma moeda de elevada remuneração e baixo risco, acarretando fortes entradas de capitais monetários externos, que causaram implicações sobre a política monetária.

Registou-se uma alteração da política cambial, a partir de 1 de Outubro de 1990, em que o objectivo constante da desvalorização do escudo, passou a ser determinado num contexto de um prazo mais alargado, de forma tendencial, e face a um índice que atingisse apenas as principais moedas do mecanismo cambial do SME.

---

<sup>265</sup> A referida alteração que teve lugar em 20 de Setembro, foi precedida durante alguns meses, pelo anúncio dos novos pesos, com o objectivo de desencorajar atitudes especulativas que conduziram a tensões nos mercados cambiais e monetários. De referir ainda, o facto da pataca ter passado a pertencer ao conjunto das moedas cotadas pelo Banco de Portugal nas sessões diárias do *fixing*, cf. Relatório do Banco de Portugal (1990).

Consequentemente, o escudo passou a poder flutuar, consoante as pressões do mercado, dentro de um intervalo centrado no objectivo tendencial, da intervenção apenas pontual, do Banco de Portugal, de forma a garantir um funcionamento estável do mercado.

Procedeu-se à alteração de algumas regras da sessão de *fixing*, na mesma data,<sup>266</sup> continuando a proibir a realização de operações a prazo com o exterior, abrangendo o escudo e sem aprovação comercial. Por outro lado, foi permitido ao Banco de Portugal, autorizar aquelas operações nos dois sentidos, compra ou venda a não residentes, desde que estivessem comprovadas e autorizadas, perante os objectivos de cobertura de operações de mercadorias, serviços e capitais.

A alteração da política cambial, contribuiu para uma apreciação do escudo, nos meses de Outubro e Novembro, prosseguida duma depreciação no final do ano.

Durante o ano de 1990, o escudo apresentou uma depreciação de 1,2 por cento, em termos efectivos<sup>267</sup>.

Relativamente à evolução da taxa de câmbio nominal, esteve conforme o ritmo declarado de desvalorização deslizando, continuando a não ser moderado o diferencial de inflação, entre Portugal e o exterior.

Perante esta situação de grande previsibilidade do valor do escudo e em relação ao nível relativo das taxas de juro nominais internas, a economia portuguesa confrontava-se com crescentes aflusos de reservas cambiais, abrangendo níveis extraordinariamente elevados, nas primeiras semanas de Junho, pondo em risco a política interna de controlo da liquidez<sup>268</sup>.

Com o objectivo de reduzir o grau de previsibilidade no curto prazo, do valor do escudo e de desencorajar a execução de operações de arbitragem de taxas de juro, foi alterado, em Outubro, o regime de execução da política cambial.

Deste modo, com base no mercado cambial à vista, o Banco deixou de fornecer cotações firmes, que, através das condições dominantes da procura e oferta, se analisava uma flutuação da taxa de câmbio dentro de uma determinada banda, face ao objectivo tendencial, determinado copulativamente com o Governo<sup>269</sup>.

---

<sup>266</sup>Todas as moedas, passaram a ser cotadas directamente contra o escudo, deixando o Banco de Portugal, de intervir para garantir as cotações, cf. Relatório do Banco de Portugal (1991).

<sup>267</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1991)

<sup>268</sup> Assim, passaram a ser admitidas, uma série de entraves, às entradas de fundos do exterior, em que se pretendia atribuir um maior grau de autonomia à política monetária, exigindo a priori, um nível elevado das taxas de juro relativas.

<sup>269</sup> Registava-se uma intervenção do Banco, de forma discricionária, aquando do excessivo afastamento, relativamente àquele rumo tendencial.



Relativamente ao cabaz de moedas, perante o qual, a política cambial estava determinada, o mesmo foi alterado, passando a ser constituído apenas pelas principais divisas do mecanismo de taxa de câmbio do SME<sup>270</sup>.

Pela análise das cotações do escudo no período imediato à flexibilização do mercado cambial, registou-se uma apreciação cambial com notáveis oscilações, resultando das tensões efectuadas sobre a respectiva procura.

A desvalorização média em termos efectivos, ao longo do ano, foi sensivelmente de 2,5 por cento<sup>271</sup>.

O escudo apreciou-se em mais de 30% em termos reais no período 1989-1992, atendendo às elevadas taxas de inflação e ao aumento dos salários, ultrapassando a média dos países da Comunidade.

A política cambial em 1991, manteve a opção pela tendencial estabilidade nominal do escudo, relativa a um cabaz, constituído pelas principais moedas do Mecanismo Cambial do Sistema Monetário Europeu, embora com uma banda de flutuação relativamente larga.

O facto de em 1991 ter sido prosseguida uma política económica de natureza não acomodatória, deveu-se ao dinamismo da procura interna e à necessidade de conseguir uma taxa de inflação mais reduzida, a fim de ser compatível com o crescimento da economia a médio prazo e com a sua absoluta integração na Comunidade Europeia<sup>272</sup>.

A convergência nominal da economia, decorria, deste modo, como um objectivo central da política económica e a sua obtenção seria tanto mais facilitada e os respectivos custos se reduziriam, quanto maior fosse o grau de convergência entre as suas vertentes (monetária – cambial e orçamental) e quanto mais acelerado fosse a adaptação dos agentes económicos ao novo enquadramento, nomeadamente, à estabilidade da taxa de câmbio nominal<sup>273</sup>.

---

<sup>270</sup> Marco (com peso de cerca de 36%), peseta (cerca de 20%), franco francês (cerca de 19%), libra (cerca de 15%) e lira (cerca de 11%), cf. Relatório do Banco de Portugal (1991).

<sup>271</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1991).

<sup>272</sup> O ritmo de expansão da procura interna em 1990, foi muito superior ao crescimento sustentável da economia e o diferencial de inflação face à média dos países pertencentes ao mecanismo de taxa de câmbio do SME ascendia no final do ano a 8.4 %, cf. Relatório do Banco de Portugal (1992).

<sup>273</sup> Todo o trabalho inerente ao processo desinflacionista, recaiu essencialmente, sobre a política monetária e cambial, dado que, a política orçamental, acompanhada de diversos elementos de rigidez, quer relativamente ao consumo e investimentos públicos, quer na sua actividade redistributiva, não ajudou a política monetária e cambial, na medida necessária a uma mais intensa desaceleração da procura interna. Quanto à política de rendimentos, a elevada tensão experimentada no mercado de trabalho, originou um crescimento médio dos salários superior ao estabelecido no Conselho de Concertação Social e consentâneo com a evolução dos preços internacionais, situação especialmente notável para os sectores mais expostos à concorrência externa, cf. Relatório do Banco de Portugal (1992).

A política cambial prosseguida, firmou-se na aderência do escudo à evolução das cinco principais moedas que faziam parte do mecanismo da taxa de câmbio do SME, podendo o escudo flutuar, no curto prazo, dentro de uma banda limitada.

Verificou-se uma apreciação nominal do escudo de 1.2 por cento em relação às moedas referidas e de 0.7 por cento em termos efectivos, prosseguindo-se assim, uma política de não acomodação do diferencial de inflação de Portugal face ao exterior<sup>274</sup>.

A permanência de elevados diferenciais de taxa de juro em relação ao exterior, conjugada com expectativas de não-desvalorização do escudo, continuou a atrair a entrada de capitais externos e a pressionar fortemente, o aumento do valor externo da moeda<sup>275</sup>.

Desejava-se deste modo, alcançar no curto prazo, uma política cambial não acomodatória, com uma afectação não distorcida dos recursos a médio prazo, dentro dos sectores transaccionável e não transaccionável, e, simultaneamente, um aumento do grau de autonomia da política monetária face ao exterior<sup>276</sup>.

Relativamente às reservas em moeda estrangeira, apresentaram um crescimento a um ritmo muito elevado, tendo ao longo de 1991, aumentado cerca de 6.000 milhões de USD (aproximadamente 50 por cento, em relação ao final de 1990)<sup>277</sup>.

A gestão das reservas prosseguida em 1991, teve em conta os objectivos definidos anteriormente, isto é, manter um grau de liquidez compatível com a condução da política de taxa de câmbio, regularização do Mercado de Câmbios e cumprimento das demais obrigações do Banco neste domínio, e, uma justa remuneração face às reservas dentro de limites de risco, estritamente estabelecidos<sup>278</sup>.

Em relação à actividade da função “Gestão do Regime de Controlo Cambial”, caracterizou-se no ano de 1991, por novos desenvolvimentos no sentido da liberalização, de acordo com as obrigações e os princípios dominantes no espaço comunitário.

---

<sup>274</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1992).

<sup>275</sup> Pretendendo-se evitar uma apreciação demasiado rápida da taxa de câmbio proveniente do afluxo de capitais especulativos, exigindo-se assim, no decorrer do ano, um reforço às barreiras à entrada de capitais externos.

<sup>276</sup> A determinação de barreiras às entradas de capitais, deveria ser analisada como uma medida de carácter transitório, tanto pelos custos de eficiência que arrastava, como pela sua eficácia decrescente com o tempo, e ainda, pelos compromissos de liberalização adoptados no âmbito do processo de integração europeia.

<sup>277</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1992).

<sup>278</sup> A gestão da reserva de ouro, continuou a aplicar-se a uma pequena parcela, procurando a sua rentabilização, de forma limitada.

Em 1992 Portugal decidiu fazer entrar o escudo no Sistema Monetário Europeu, mantendo-o dentro de margens estreitas (6% para cada lado) à volta de uma paridade central.

Passados poucos meses da integração de Portugal, o SME foi abalado por crises especulativas que fizeram sair dele a libra britânica e a lira italiana, desvalorizar a peseta e alargar para 15 por cento as margens de flutuação permitidas à volta da paridade central.

As autoridades portuguesas, recorrendo a amplas reservas de divisas e taxas de juro altas, mantiveram inicialmente a paridade do escudo dentro do SME, valorizando-se assim, ainda mais, a taxa de câmbio.

Os ataques especulativos de finais de 1992 e inícios de 1993 acabaram, no entanto, por levar a taxa de câmbio efectiva do escudo a depreciar-se em cerca de 9 por cento entre Outubro de 1992 e Setembro de 1993. Esta depreciação não passou de uma mera reacção às perturbações externas, especialmente às novas desvalorizações da peseta.

Constatamos assim que esta política teve como consequências a redução do nível e volatilidade da taxa de juro, da inflação e da volatilidade cambial, tendo permitido a Portugal fazer parte da lista de membros fundadores da UME, aprovada em Maio de 1998.

O escudo passou a integrar o Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (MTC do SME) a partir de 6 de Abril de 1992.

A par da adesão ao MTC do SME, verificou-se a total liberalização dos movimentos de capitais com o exterior, sendo formalizado o compromisso de prossecução do objectivo intermédio de estabilidade cambial, como a via mais adequada para assegurar a estabilidade dos preços.

Apesar de Portugal apresentar características de uma pequena economia aberta, o escudo português manteve-se globalmente estável no MTC, muito próximo das paridades centrais.

A participação do escudo no MTC do SME, podia ser dividida em dois períodos, um deles caracterizado pela existência de pressões de natureza especulativa, pela suspensão da participação da libra esterlina e da lira no MTC, e por realinhamentos das paridades centrais da peseta, do escudo e da libra irlandesa, e o outro, que após o alargamento das bandas em Agosto de 1993, se caracterizou por uma crescente estabilidade<sup>279</sup>.

---

<sup>279</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

A paridade central do escudo, até Agosto de 1993, foi ajustada por duas vezes (em Novembro de 1992 e Maio de 1993) e o diferencial de curto prazo, manteve-se relativamente elevado.

A partir dessa data, o comportamento da taxa de câmbio do escudo e dos diferenciais de taxas de juro de curto e de longo prazos, caracterizou-se por uma crescente estabilidade, sugerindo um progressivo reforço da credibilidade da política monetária.

Decidiu-se ajustar a paridade central do escudo em 3,5 por cento, a 6 de Março de 1995, em linha com as taxas de mercado dominantes desde Agosto de 1993. Tal decisão não comprometeu o objectivo da estabilidade cambial<sup>280</sup>.

Depois da segunda metade de 1995, verificou-se uma tendência de redução do diferencial de taxas de juro face ao marco.

Os resultados provenientes, de uma política orientada para o objectivo intermédio de estabilidade cambial, foram consolidados ao longo de 1995 e no início de 1996, presenciando-se uma descida significativa da taxa de inflação portuguesa, que convergiu para níveis europeus.

Verificou-se também, entre 1992 e 1996, uma ininterrupta diminuição da volatilidade da taxa de câmbio do escudo.

Ao utilizar-se a taxa de câmbio como objectivo da política monetária, contribuía para a necessidade de defesa do escudo face a pressões cambiais<sup>281</sup>.

As perturbações cambiais, reflectiram-se significativamente no mercado monetário interbancário, assistindo-se posteriormente, a uma redução tanto do nível como da volatilidade da taxa de juro.

No seguimento do acordo estabelecido com os restantes países participantes no mecanismo cambial, verificou-se uma adesão do escudo a uma taxa de câmbio central em relação ao ECU de 178.735 escudos, representando uma cotação da moeda nacional sensivelmente a 1 por cento, abaixo da taxa de mercado corrente no dia útil anterior (176.485 escudos).

Pretendia-se assim, que o escudo respeitasse a banda de flutuação alargada de 6 por cento, quer em termos de apreciação, quer em termos de depreciação, em relação a cada uma das restantes moedas, referentes ao MTC<sup>282</sup>.

---

<sup>280</sup> Consequentemente, o escudo permaneceu próximo da paridade central face ao marco, cf, Relatório do Banco de Portugal (1996).

<sup>281</sup> Perante uma situação de perfeita mobilidade de capitais, como aconteceu no nosso País, desde Dezembro de 1992, essa defesa trouxe frequentemente consequências sobre as taxas de juro.

<sup>282</sup> A esta banda já pertenciam a peseta e a libra esterlina.

A partir do momento, em que as condições económicas o determinaram, procedeu-se à passagem para a banda de flutuação normal (2,25%), pelo facto de se considerar, um dos critérios exigidos aos países que pretendiam participar plenamente na União Económica e Monetária.

Após a integração do escudo no MTC do SME, o instrumento cambial deixava de ser utilizado como forma de ultrapassar uma insuficiente disciplina nominal da economia portuguesa, garantindo assim, a competitividade dos produtos nacionais<sup>283</sup>.

Consequentemente, a alteração da política cambial, exigia, com maior justeza, os limites da autonomia da política monetária interna, que, em circunstâncias normais, ficaria limitada pelos extremos da banda de flutuação, determinada para a moeda nacional.

Pela adesão ao MTC, cada banco central ficaria obrigado a manter a taxa de câmbio de mercado da sua moeda, em relação a qualquer outra das moedas participantes, através de determinadas margens em redor de uma paridade central bilateral.

Para cada uma das moedas participantes, era determinada uma taxa de câmbio central em relação ao ECU, modificando-se apenas quando se decidia um realinhamento, obtendo-se pelo cruzamento destas taxas, a paridade central entre cada duas moedas<sup>284</sup>.

O escudo, na prática, deveria respeitar, a qualquer momento, as bandas de flutuação com cada uma das restantes nove moedas. No entanto, a faculdade de flutuação efectiva em cada momento, face a uma determinada moeda, derivaram da posição das outras moedas dentro da banda, sofrendo continuamente alterações<sup>285</sup>.

Relativamente ao mecanismo cambial do SME, estavam previstas várias modalidades de intervenção no mercado cambial, a fim de se garantir a grelha de paridades previamente constituída.

Ao existir um distanciamento de duas moedas perante a sua taxa central bilateral pelo máximo praticável, os bancos centrais emissores deveriam intervir, designando-se por intervenção marginal<sup>286</sup>.

---

<sup>283</sup> Como tal, verificou-se um reforço da disciplina e um incentivo à modernização, da política cambial face à economia nacional, salientando-se a necessidade de convergência perante as economias dos parceiros comunitários. O efeito disciplinador da política, implicava uma maior credibilidade face à perspectiva de uma inflação mais reduzida, determinando assim, que a convergência nominal decorresse sem elevados custos, face ao desemprego.

<sup>284</sup> A partir desta, determinaram os limites de flutuação máxima praticável, podendo ser de momento de 12(=2X6) ou de 4,5%(=2X2,25), conduzindo à intervenção dos respectivos bancos centrais. A grelha de paridades do sistema, era formada pelo conjunto das taxas centrais bilaterais e dos limites de intervenção obrigatória, cf. Relatório do Banco de Portugal (1996).

<sup>285</sup> A capacidade de apreciação, seria limitada pela moeda mais fraca do sistema e a potencial depreciação, dependeria da moeda mais forte.

<sup>286</sup> O banco emissor da moeda que se estava a apreciar, deveria adquirir a quantidade suficiente da outra moeda, enquanto o banco emissor da moeda que se estava a depreciar, procederia à venda do volume da primeira moeda. Quando a taxa de câmbio bilateral abandonava o limite da banda de flutuação, cessava a obrigação de intervir. Como tal, estava esperado um mecanismo de crédito através do qual, o banco central da moeda forte, teria que garantir uma

O SME tinha ainda ao seu dispor, um mecanismo (o indicador de divergência) que foi constituído para sinalizar as moedas que divergiam da média<sup>287</sup>.

Depois da adesão ao MTC do SME, no primeiro mês, o escudo assegurou-se na metade superior da banda de flutuação alargada, derivando não apenas do presente diferencial da taxa de juro ser favorável ao escudo, assim como, eventualmente, ao menor risco cambial que lhe passou a estar associado, com a sua integração no sistema.

Posteriormente à reacção inicial de apreciação, no primeiro dia de adesão, que levaria o Banco Central a intervir de modo a evitar o alcance do limite máximo de flutuação, face à libra esterlina, o escudo apresentou alguma estabilidade neste primeiro mês, considerando-se a segunda moeda mais forte do MTC, a seguir à peseta. Esta situação prolongou-se para o início do mês seguinte, posicionando-se como a moeda mais forte do sistema, alternadamente, pelo escudo e pela peseta.

No início de 1993, continuou a verificar-se a gradual reconquista de confiança na moeda nacional, já evidente no final de 1992.

Durante a primeira quinzena de Janeiro (1993), confirmou-se um regresso de alguma pressão para apreciação do escudo, possivelmente associada ao impacto dos resultados da Cimeira de Edimburgo, sobre o valor de longo prazo da moeda nacional e, mais genericamente, sobre a confiança no processo de construção da União Económica e Monetária (UEM).

Na consequência da evolução cambial, o Banco de Portugal procedeu a um corte gradual, mas sistemático, das suas taxas de juro de intervenção no mercado monetário, de modo a garantir a estabilidade cambial num contexto em que, perante o realce dos sinais de abrandamento económico, se desenvolviam pressões, para proceder à desvalorização da taxa central do escudo, em Novembro e para o abrandamento considerável das condições monetárias.

Por este motivo, registou-se uma ligeira depreciação da moeda nacional, situando-se em 0,5 por cento em termos efectivos médios e em 1,2 por cento, em relação às principais

---

linha de crédito, na sua moeda, ao banco central da moeda fraca, na quantia suficiente para intervenção no mercado cambial. Também era permitido aos bancos centrais, proceder a intervenções no mercado cambial antes das moedas atingirem os limites máximos da flutuação, sem qualquer obrigatoriedade, a fim de evitarem pressões menos desejadas. O referido tipo de intervenção habitualmente, era unilateral, representando a maior parcela do total de intervenções.

<sup>287</sup> Sempre que uma moeda alcançasse 75% do desvio máximo permitido, deveriam surgir medidas de correcção (medidas de política económica). Desejava-se assim, dotar o sistema de alguma simetria, dado que essa divergência poderia ocorrer numa moeda com tendência de apreciação, impedindo que o peso do ajustamento incidisse somente nos países com moeda mais fraca. No entanto, este indicador na prática, foi perdendo gradualmente importância.

divisas do MTC do SME, incluindo o marco, o franco francês e a peseta, entre Dezembro e a primeira metade de Fevereiro<sup>288</sup>.

A redução das taxas de juro oficiais, difundiu-se rapidamente às taxas de juro do Mercado Monetário Interbancário (MMI), marcando a tendência de queda, já analisada nas semanas finais de 1992<sup>289</sup>.

Relativamente à evolução cambial e monetária, analisada no início de 1993, surgiu num contexto de ressurgimento de tensões no seio do MTC do SME, abrangendo particularmente, o franco francês, a coroa dinamarquesa e a libra irlandesa e que culminaram com a desvalorização desta última divisa em 10 por cento no final de Janeiro<sup>290</sup>.

Apesar de não afectarem directamente o escudo, tais desenvolvimentos justificaram a continuação duma situação de instabilidade latente no sistema, que a partir de meados de Fevereiro, se difundia ao escudo.

A partir de meados de Fevereiro, assistiu-se a um regresso da pressão para a depreciação da moeda nacional, que permaneceu durante 3 meses, variando a sua intensidade ao longo do mesmo, tendo concorrido para ela, uma série de factores com importância diversa.

De uma maneira geral, o escudo sofreu os efeitos da situação geral de instabilidade no seio do SME, verificando-se uma certa dificuldade em assegurar uma grelha de paridades fixas, ao existirem choques assimétricos, situações cíclicas diferenciadas ou diferenças nas prioridades de política económica entre as diversas economias, num contexto de liberdade de movimentos de capitais.

Deste modo, a manutenção das paridades entre as diversas divisas exigia, nestas circunstâncias, uma perfeita coordenação de políticas. No entanto, esta coordenação era difícil de se concretizar naquele momento, pelo facto da Alemanha, se encontrar numa situação de menor desemprego e maior inflação do que a maioria dos restantes membros e, de uma maneira geral, aproximava-se de uma fase recessiva do ciclo económico<sup>291</sup>.

---

<sup>288</sup> cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>289</sup> Deste modo, entre o fim de 1992 e meados de Fevereiro, as taxas de juro a 1 mês e a 3 meses no MMI, reduziram-se aproximadamente 3 pontos percentuais, apresentando uma redução abaixo dos valores reconhecidos antes do aparecimento da crise mundial em Setembro. O diferencial de juro a curto prazo do euro-escudo em relação ao marco, apesar de registar uma redução significativa, colocava-se ainda, em meados de Fevereiro, acima do mínimo atingido nos meses imediatamente anteriores a Setembro, acusando um risco cambial do escudo face à divisa alemã, superior ao daqueles meses, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>290</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>291</sup> Como tal, as condições monetárias alemãs, correspondentes à situação interna daquele país, não estiveram conforme a realidade dos restantes participantes no sistema.

No caso concreto do nosso país, a moeda nacional foi afectada negativamente, no início deste período, pela conjugação que o mercado financeiro continuava a efectuar, entre a economia portuguesa e a economia espanhola e, conseqüentemente, entre as respectivas moedas.

Desta forma, o escudo ressentiu-se da quebra da peseta, por sua vez, relacionada com as dificuldades de economia espanhola, onde se verificava uma elevada taxa de desemprego.

Constatamos neste período, a existência de um acentuado aumento do risco cambial da peseta, possivelmente associado a factores internos espanhóis, que contribuiu para um aumento do risco cambial do escudo, embora numa proporção diferente.

No entanto, o diferencial em relação ao marco continuou a aumentar e o diferencial em relação à peseta iniciou um restabelecimento, retornando a valores próximos de zero em meados de Março, subindo significativamente no final deste mês<sup>292</sup>.

A tensão sobre o escudo, conduziu o Banco de Portugal, a modificar a sua actuação no mercado monetário, ao mesmo tempo que procedia a grandes intervenções no mercado cambial<sup>293</sup>.

A taxa de câmbio do escudo depreciou-se significativamente, apesar da subida das taxas de juro domésticas e das grandes intervenções cambiais, aproximadamente, de 2,6 por cento em termos efectivos e de 1,7 por cento, em termos do ITC3, que medeia entre a primeira metade de Fevereiro até ao início das intervenções cambiais, e a primeira metade de Maio, até ao realinhamento<sup>294</sup>.

Quanto ao realinhamento do escudo, este traduziu-se por uma queda imediata da taxa de câmbio, apresentando-se esta variável, em seguida, relativamente estável até ao final do semestre, em volta de um nível inferior à média reinante no início de Maio, antes do

---

<sup>292</sup> A referida evolução, considerou que os factores internos nacionais, ganharam peso nesta segunda fase, contribuindo fortemente para a pressão e, conseqüentemente para a baixa do escudo.

<sup>293</sup> Contrariamente ao sucedido durante a crise cambial de 1992, registou-se uma fraca aceleração do crédito interno bancário ao sector privado, no período em que a instabilidade cambial se intensificou. Verificou-se assim, um ligeiro acréscimo da posição externa a curto prazo dos bancos, expressa no aumento do financiamento em escudos a não residentes por parte do sistema bancário interno. Este deveu-se essencialmente, à criação de liquidez pelas autoridades monetárias, numa quantia suficiente para quase esterilizar os efeitos da intervenção no mercado cambial em defesa do escudo. A actuação do Banco de Portugal no mercado monetário foi conjugada com intervenções no mercado cambial, em defesa da moeda nacional, na generalidade do período, desde meados de Fevereiro até meados de Maio, com maior intensidade durante o mês de Março. Estas intervenções conduziram a uma redução das reservas oficiais líquidas, cuja extensão, ao longo daqueles três meses, ultrapassou a quebra analisada nas crises de Setembro e de Novembro, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>294</sup> Foi através de um deslizamento gradual da taxa de câmbio, que esta evolução se processou, sem que tenha ocorrido um aumento da volatilidade da moeda nacional. Estes resultados, diferiram dos registados durante a crise de Setembro de 1992, em que o Banco de Portugal deixou oscilar consideravelmente a taxa de câmbio, mantendo praticamente inalterada, a taxa efectiva média mensal face ao mês anterior, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).



realinhamento, aproximadamente de 2,6 pontos percentuais em termos efectivos e 1,6 pontos percentuais em termos do ITC<sup>295</sup>.

Perante esta evolução, não houve necessidade da intervenção cambial por parte do Banco de Portugal, indicando uma dissipação das pressões contra a moeda nacional e impedindo a redução das reservas oficiais líquidas<sup>296</sup>.

Pela análise do diferencial em relação à peseta, verificou-se um andamento semelhante, situando-se no final de Junho próximo de zero, assim como no início do ano<sup>297</sup>.

A estabilização da situação cambial, contribuiu para uma acentuada e imediata diminuição das taxas de juro instrumentais, procedendo o Banco de Portugal a uma redução da taxa das operações ocasionais de absorção de liquidez.

Depois do relativo abrandamento que evidenciou o período seguinte ao realinhamento do escudo e da peseta em meados de Maio, voltou a instalar-se a instabilidade (em Julho) nos mercados cambiais, apesar da redução das taxas de juro oficiais alemãs no início do mês<sup>298</sup>.

As tensões incidiram especificamente sobre as moedas da banda estreita, destacando-se especialmente, o franco francês, apesar de abrangerem também o escudo e a peseta, com menor amplitude, a partir de meados de Julho.

A actuação do Banco de Portugal, no mercado cambial, traduziu-se por intervenções muito limitadas, de forma a que a taxa de câmbio do escudo perante o marco, passasse de 96.34 escudos por marco em 14 de Julho, para 101.275 escudos por marco no final do mês, e pelo aumento das suas taxas de juro instrumentais, apesar de uma forma mais atenuada, face a períodos anteriores de crise cambial<sup>299</sup>.

Relativamente aos mercados financeiros, foram detectadas inconsistências entre objectivos interno e externo da política monetária, causando pressões muito intensas, que colocaram em causa todo o sistema, em que as medidas levadas a cabo pelos bancos centrais se tornaram insustentáveis, dadas as consequências esperadas pelo mercado, face à situação económica e aos desenvolvimentos monetários.

Nesta sequência, as autoridades decidiram proceder ao alargamento temporário para

---

<sup>295</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>296</sup> Na sequência destes resultados, o diferencial da taxa de juro a curto prazo em relação ao marco baixou progressivamente, encontrando-se em medida semelhante ao mínimo atingido em meados de 1992, no final do primeiro semestre, antes da existência da crise do SME.

<sup>297</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>298</sup> Esta foi prosseguida pela generalidade dos bancos centrais europeus, nomeadamente pelo Banco de Portugal que reduziu em 0,25% a sua taxa de juro de absorção regular de liquidez, situando-se nos 10,25%, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>299</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

(+-)15 por cento das bandas de flutuação bilateral das moedas pertencentes ao MTC do SME, com efeitos a partir de 2 de Agosto, sem contudo, alterarem as paridades centrais. A referida decisão, consistiu na passagem de um regime de câmbios quase fixos e ajustáveis, para um regime de câmbios quase flexíveis, atendendo à nova amplitude das bandas de flutuação, acrescendo potencialmente a autonomia da política monetária dos diversos países. Por outro lado, as consequências desta alteração, designadamente sobre a volatilidade da taxa de câmbio, dependiam, particularmente, da actuação das autoridades monetárias, para além de outros factores.

Com o objectivo de conseguir a estabilidade cambial, os bancos centrais não procederam ao alargamento das bandas<sup>300</sup>.

Após o período de registo da depreciação acentuada, em Julho de 1993, o escudo voltou a entrar em queda, face ao marco em Agosto, permanecendo relativamente estável, no mês seguinte, em redor do nível então atingido.

As pressões sobre o escudo, no mês de Outubro de 1993, acentuaram-se, contribuindo para uma queda do seu valor, em relação àquela moeda<sup>301</sup>.

Relativamente aos dois últimos meses do ano, manteve-se o processo de enfraquecimento do marco, que à semelhança do verificado para a quase totalidade das moedas do MTC, num aperto do desvio do escudo, em relação à paridade central daquela moeda<sup>302</sup>.

A taxa de câmbio efectiva do escudo, em termos homólogos, depreciou-se mais na segunda metade do ano, do que na primeira, 9,7 e 1,7 por cento, respectivamente<sup>303</sup>.

A política cambial no início de 1994, assim como a monetária, conduziu a um aumento de confiança no escudo.

Verificou-se uma recuperação da moeda nacional no mercado cambial, face ao marco alemão, que se apreciou em 0,9 por cento até meados de Fevereiro, contribuindo para a acumulação líquida de reservas cambiais já iniciada em Dezembro<sup>304</sup>.

---

<sup>300</sup> Neste seguimento, a alteração das regras de funcionamento do MTC, poderia ser vista mais como uma forma de dissuadir os ataques especulativos, através da introdução de risco, do que uma forma de aumentar a margem de manobra da política monetária para estimular a economia. No período pós-alargamento, a actuação do Banco de Portugal, orientou-se pela estratégia seguida pelos bancos centrais europeus, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>301</sup> Perante tal resultado, contribuiu até cerca de meados do mês, a incerteza relativa à ratificação do Tratado de Maastricht pela Alemanha, conduzindo a uma apreciação do marco face à generalidade das moedas que participaram no MTC e na segunda metade do mês, a informação sobre a situação económica portuguesa, mediante indicadores desfavoráveis, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>302</sup> O escudo permaneceu no interior da banda definida anteriormente, e próxima do limite inferior, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

<sup>303</sup> Verificou-se ainda que, para níveis próximos dos registados na segunda metade de Junho, existiram outros indicadores que marcaram no sentido da persistência de tensões cambiais, no período pós-alargamento das bandas, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

Desta forma, o Banco de Portugal, pode proceder à redução gradual das taxas de juro de intervenção no mercado monetário.

A partir de meados de Fevereiro, houve alterações do mercado cambial face ao escudo, assistindo-se desde aí, a uma pressão descendente sobre o escudo<sup>305</sup>.

Perante o surgimento de algumas pressões cambiais sobre o escudo, no sentido da depreciação, particularmente na primeira metade de 1994 (período compreendido entre meados de Fevereiro e meados de Junho), o Banco de Portugal procedeu a algumas intervenções estabilizadoras no mercado cambial, comprando escudos<sup>306</sup>.

A actuação do Banco de Portugal foi bem sucedida, já que a estabilidade cambial foi progressivamente consolidada ao longo do semestre desse ano.

O escudo assegurou-se sempre dentro dos limites da anterior banda de flutuação de (+-) 6 por cento, em relação ao marco alemão, tendo-se transaccionado num curto intervalo, estabelecido entre 100.2 e 104 escudos por marco.

Os mercados monetário e cambial, começaram a apresentar sinais de estabilização, verificando-se uma redução da volatilidade da taxa de juro *overnight* e da taxa de câmbio face ao marco, assim como a queda do diferencial de taxa de juro a curto prazo em relação ao marco alemão.

O escudo acompanhou a redução da moeda espanhola, no início de Maio, não se tendo verificado a posterior recuperação da mesma<sup>307</sup>, valorizando-se, em termos efectivos, 2.4 por cento entre o final do primeiro semestre e o final do ano<sup>308</sup>.

A estabilidade cambial, durante o segundo semestre, levou o Banco de Portugal, a retomar a política de redução gradual das taxas de juro de intervenção, num contexto de diminuição da inflação, a qual constou num deslocamento para baixo da banda de intervenção, em várias fases, alcançando 8,5 a 11,5 por cento em 26 de Outubro<sup>309</sup>.

---

<sup>304</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1995).

<sup>305</sup> Particularmente intensa no final de Março e novamente em finais de Maio e início de Junho, cf. Relatório do Banco de Portugal (1995).

<sup>306</sup> Simultaneamente, actuou no mercado monetário, elevando significativamente as taxas de juro de intervenção, cf. Relatório do Banco de Portugal (1995).

<sup>307</sup> A moeda nacional depreciou-se no decurso do mês, 1.1 por cento em relação ao marco, particularmente na segunda metade, atingindo a cotação de 103.965 escudos/marco, no final de Maio. Depois da instabilidade que caracterizou o período Março-Junho, o restabelecimento e a manutenção da estabilidade nos mercados monetário e cambial, constituíram a tônica dominante do segundo semestre de 1994, enquadrando-se num contexto de descida da inflação, cf. Relatório do Banco de Portugal (1995).

<sup>308</sup> Em contraste com uma depreciação de 1,2 por cento entre o início do ano e o fim do primeiro semestre, correspondendo a uma apreciação de 1,2 por cento ao longo do ano e uma depreciação de 4,1 por cento em média anual. Depois dos finais de Junho, verificou-se uma progressiva redução da pressão especulativa sobre o escudo, cf. Relatório do Banco de Portugal (1995).

<sup>309</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1995).

Os desenvolvimentos nos mercados cambial e monetário do escudo ao longo de 1994, surgiram num contexto de relativa estabilidade do MTC do SME.

Consequentemente, foi mantida genericamente pelos bancos centrais europeus, a estratégia de não utilização da margem de manobra, conferida pelo alargamento da banda de flutuação do MTC para (+15%; -15%), (em 2 de Agosto/93), continuando a dar prioridade ao objectivo de estabilidade cambial<sup>310</sup>.

Em 1994, o escudo permaneceu sempre no interior da antiga banda de flutuação em relação ao marco, apesar de em Junho, se ter aproximado do seu antigo limite de intervenção em relação a esta moeda.

Em 1995, o escudo permaneceu estável face à sua evolução, comparativamente com o sucedido desde o alargamento das bandas de flutuação do MTC do SME, em Agosto de 1993, mantendo-se dentro de um intervalo de flutuação estreito, relativamente ao marco. O início de 1995, caracterizou-se pelo ressurgimento de algumas tensões no seio do MTC do SME, contrastando com a relativa estabilidade, registada após o alargamento das margens de flutuação do MTC do SME em Agosto/93.

A crise cambial do peso mexicano ocorrida em Dezembro de 1994, conjugada com expectativas de redução do diferencial da taxa de juro a curto prazo, em relação ao marco, contribuíram significativamente para a elevada depreciação do dólar face a esta moeda nos primeiros meses do ano. Desta forma, a volatilidade da grande parte das divisas europeias em relação ao marco, registou um elevado aumento, especialmente, a peseta e divisas que não participaram no MTC

Esta instabilidade deveu-se essencialmente, ao fortalecimento do marco, reflectindo a significativa depreciação do dólar e a incerteza política em alguns países europeus<sup>311</sup>.

A divisa nacional valorizou-se, em termos nominais efectivos, devido à significativa depreciação de outras moedas em relação ao marco. Deste modo, entre 30 de Dezembro de 1994 e o final de Fevereiro de 1995, registou-se uma apreciação do escudo em 1,8

---

<sup>310</sup> As moedas pertencentes ao MTC, no geral, foram transaccionadas dentro das anteriores bandas de flutuação, em relação ao marco alemão, registando-se no período em análise, duas situações pontuais de pressão sobre algumas moedas do Mecanismo. O primeiro que surgiu em Agosto, coincidiu com a subida das taxas de juro oficiais, por parte da Itália e da Suécia, a fim de fazer face a pressões cambiais, sobre as respectivas moedas e como medida preventiva de combate à inflação. O segundo, surgiu em Dezembro, associado aos desenvolvimentos políticos ocorridos nalguns países europeus, especialmente, em Espanha, França e Itália, cf. Relatório do Banco de Portugal (1995).

<sup>311</sup> Perante a situação, de uma apreciação generalizada do marco, particularmente, em relação à peseta e às moedas europeias que não participaram no MTC, o escudo deprecou-se em 1,2 por cento, face à divisa alemã, no conjunto dos dois primeiros meses do ano, a qual terá sido abrandada, pela presença do Banco de Portugal no mercado de câmbios, quer pelas intervenções realizadas, quer pela sinalização do objectivo de estabilidade cambial, cf. Relatório do Banco de Portugal (1996).

por cento em termos nominais efectivos, 1,1 por cento em termos do franco francês e 2,9 por cento em relação à peseta<sup>312</sup>.

Em consequência da evolução diferenciada das diversas moedas nos mercados internacionais, a taxa de câmbio efectiva nominal do escudo, apreciou-se em média, 2 por cento.

No dia 6 de Março, na sequência de um pedido das autoridades espanholas, registou-se um realinhamento no MTC, definindo-se o ajustamento das paridades centrais da peseta e do escudo em, 7 e 3.5 por cento, respectivamente<sup>313</sup>.

A paridade central do escudo foi ajustada, paralelamente com as taxas de mercado dominantes, desde Agosto de 1993, tendo sido reafirmado o objectivo de estabilidade cambial.

Contrariamente ao analisado no conjunto do MTC do SME, neste ano, registou-se uma redução da volatilidade, quer da taxa de câmbio do escudo, quer das taxas de juro do mercado monetário.

Perante o abrandamento dos factores que contribuíram para a apreciação do marco nos primeiros meses do ano, presenciou-se uma regularização da situação nos mercados cambiais<sup>314</sup>.

Verificou-se ao longo de 1995, uma evolução diferenciada das políticas monetárias existentes na Europa, observando-se em alguns países uma descida das taxas de juro oficiais e noutros registaram-se subidas, implicando uma maior estabilidade no seio do MTC.

Os mercados cambiais a nível europeu, caracterizaram-se genericamente, na segunda metade do ano, por uma situação de estabilidade, num contexto de recuperação do dólar face ao marco.

O nosso país, na presença da permanência de uma situação de estabilidade cambial e de descida da inflação, permitiu que o Banco de Portugal, à semelhança de outros bancos centrais europeus, tenha procedido a um corte gradual das suas taxas de juro de intervenção no mercado monetário.

---

<sup>312</sup> A paridade central do escudo, foi ajustada em 3,5 por cento (no dia 6 de Março), conforme as taxas em vigor desde Agosto de 1993, cf. Relatório do Banco de Portugal (1996).

<sup>313</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1996).

<sup>314</sup> De salientar a descida, no final de Março, das taxas de juro oficiais pelo Bundesbank, contribuindo para a inversão das expectativas de evolução das taxas de juro de curto prazo alemãs, admitindo-se assim, a possibilidade de novas descidas, que viriam a concretizar-se, cf. Relatório do Banco de Portugal (1994).

A persistência das tensões nos mercados internacionais de câmbios, após o realinhamento, traduziu-se negativamente sobre a divisa nacional, como se pode comprovar pelo aumento da volatilidade das taxas de câmbio bilaterais do escudo.

Na generalidade do ano, a transição do escudo situou-se dentro de um intervalo estreito, em relação ao marco, apesar das perturbações registadas no primeiro trimestre, evidenciarem o empenhamento do Banco de Portugal na prossecução do objectivo de estabilidade cambial.

Posteriormente, até ao final do ano, registou-se o fortalecimento do dólar em relação ao marco e a evolução diferenciada das taxas de juro oficiais em alguns países da UE, conduziram a uma maior estabilidade no MTC do SME.

A relativa estabilidade verificada, sofreu alterações, no sentido de tensões cambiais surgidas entre meados de Setembro e o final de Outubro, abrangendo a maior parte das moedas participantes, estando associado a incerteza face ao processo de construção da UEM, particularmente, em relação à forma de aplicação dos critérios de convergência e à data de passagem à terceira fase.

O escudo acompanhou o fortalecimento da maior parte das moedas do MTC do SME, relativamente ao marco, valorizando-se 1,2 por cento entre o final do primeiro trimestre e Dezembro de 1995, à excepção desse período, registando durante o mesmo período, uma depreciação de 1,6 por cento, em termos nominais efectivos<sup>315</sup>.

Esta evolução deveu-se ao facto da depreciação da moeda nacional face ao marco, ser inferior à verificada por outras moedas, durante o período de turbulência cambial, no início do ano, nomeadamente, a peseta, o franco francês, a lira italiana, a libra esterlina e a coroa sueca.

O Banco de Portugal, durante o período de turbulência cambial que precedeu o realinhamento do escudo, manteve as condições de intervenção no mercado monetário, sem quaisquer alterações, cedendo e absorvendo fundos, de acordo as necessidades do mercado.

O ano de 1996, na Europa, assinalou-se pela ausência de tensões nos mercados cambiais, por uma reduzida taxa de inflação e por um lento crescimento da actividade económica<sup>316</sup>.

---

<sup>315</sup> cf. Relatório do Banco de Portugal (1996).

<sup>316</sup> Verificou-se ainda, alguma quebra do marco no seio do MTC do SME, reflectindo, em parte, a apreciação do dólar nos mercados financeiros internacionais. Esta evolução, deveu-se essencialmente, às distintas expectativas face às mudanças de política monetária existente nos EUA e na Alemanha, provenientes das diferentes posições cíclicas destas economias, cf. Relatório do Banco de Portugal (1997).

A evolução do escudo em 1996, caracterizou-se internamente, por uma melhoria das perspectivas de convergência nominal da economia portuguesa, e, internacionalmente, pela relativa atenuação do marco.

Neste contexto, a moeda nacional apresentou-se estável, com uma redução da sua volatilidade, mantendo-se dentro de um intervalo de flutuação estreito face ao marco, e, permanecendo rigorosamente estável em termos nominais efectivos<sup>317</sup>.

Os principais factores que contribuíram para um abrandamento nos mercados cambiais europeus, estavam relacionados com a queda do marco, ao mesmo tempo que se verificava um progresso registado ao nível da convergência na UE, nomeadamente, em termos da inflação e das finanças públicas, associado a consideráveis avanços políticos e institucionais, no sentido da concretização da terceira fase do processo de integração monetária europeia.

A descida gradual das taxas de juro oficiais, na maioria dos Estados-membros durante este ano, foi devida à própria situação existente nos mercados cambiais e à evolução da conjuntura cíclica<sup>318</sup>.

A evolução do escudo, enquadrou-se num contexto de ausência de tensões no seio do MTC do SME, excluindo-se algumas situações pontuais, com carácter temporário, que incidiram apenas sobre algumas moedas<sup>319</sup>.

De uma maneira geral, o escudo assistiu a uma tendência de fortalecimento da maior parte das moedas europeias, face à divisa alemã, apreciando-se, em média, 2,1 por cento em 1996.

Apesar deste movimento, a moeda nacional foi transaccionada num intervalo de flutuação inferior a 2 por cento, perante a sua taxa central bilateral, relativamente ao marco (102.5 escudos por marco), ao longo de todo o ano<sup>320</sup>.

A volatilidade da taxa de câmbio do escudo, situou-se neste ano, a um nível inferior ao registado pela maioria das moedas europeias, com excepção do xelim austríaco, do franco belga, do florim holandês e da coroa dinamarquesa<sup>321</sup>.

---

<sup>317</sup> A referida redução da volatilidade do escudo, foi assistida por uma maior estabilidade das taxas de juro do mercado monetário, cf. Relatório do Banco de Portugal (1997).

<sup>318</sup> Neste âmbito, o Banco de Portugal efectuou consecutivas reduções nas taxas de juro de intervenção em 1996, cf. Relatório do Banco de Portugal (1997).

<sup>319</sup> Durante estes períodos, a moeda nacional manteve-se relativamente estável, face ao marco, cf. Relatório do Banco de Portugal (1997).

<sup>320</sup> No contexto do MTC do SME, o comportamento da taxa de câmbio do escudo em relação ao marco, consistiu numa inversão do desvio em relação à respectiva paridade central bilateral de -1,8 por cento, no final de 1995 para 1,8 por cento a 31 de Dezembro de 1996, cf. Relatório do Banco de Portugal (1997).

<sup>321</sup> A partir de Setembro de 1996, a moeda nacional situou-se sistematicamente acima da referida taxa central, cf. Relatório do Banco de Portugal (1997).

De Março de 1996, a Fevereiro de 1998, o escudo foi enquadrado com consideráveis diferenciais nas taxas de juro de curto prazo, face à maioria das moedas dos outros países da U.E., tendo sido transaccionado dentro das taxas centrais das moedas participantes no MTC, com raras transacções fora do intervalo das taxas centrais relativas ao cabaz de moedas<sup>322</sup>.

Os avanços no mercado cambial, levaram o Banco de Portugal, a efectuar reduções das suas taxas de juro de intervenção ao longo do ano, num contexto de descida generalizada de taxas de juro oficiais europeias.

A gestão das reservas cambiais, continuou a ser executada de uma forma activa, mas prudente, sendo condicionada fundamentalmente, pela necessidade de assegurar a execução da política cambial determinada<sup>323</sup>.

Em 1997, o escudo à semelhança das outras moedas participantes no mecanismo cambial, registou uma depreciação em termos efectivos, associada com a forte apreciação do dólar e da libra esterlina.

Durante este ano, a taxa de câmbio do escudo, manteve-se relativamente estável, em relação às moedas que integravam o mecanismo de taxas de câmbio do SME.

Relativamente à evolução da taxa de câmbio escudo/marco, foi bem patente, a aproximação da taxa de câmbio à paridade central escudo/marco.

O Índice de Taxa de Câmbio Efectiva do Escudo (cabaz de treze moedas), evidenciou uma desvalorização do escudo aproximadamente de 1,9 por cento em 1997.

A elevada valorização do dólar e da libra inglesa, que contribuiu para a desvalorização do escudo em termos destas moedas, aproximou-se de menos 12 por cento, e menos 16 por cento, respectivamente, durante o ano de 1997.

Em termos de médias anuais, o escudo apreciou-se neste ano, 1,4 por cento face ao marco e depreciou-se 13,7 por cento, em relação ao dólar e 19,2 por cento face à libra esterlina. Em termos nominais efectivos, a depreciação média do escudo foi de 1,9 por cento.

Relativamente aos preços internacionais, traduzidos em dólares, mostraram uma evolução particularmente favorável em 1997, permitindo desta forma, moderar os

---

<sup>322</sup> Neste período, os desvios máximos superior e inferior, relativamente às taxas centrais do MTC, tendo por base uma média móvel de dez dias úteis, foram de 3,5 e de menos 2,3 por cento, respectivamente, exceptuando a tendência “ascendente autónoma” da libra irlandesa. O grau de volatilidade cambial face ao marco alemão foi muito reduzido, não ultrapassando a variação máxima de dois por cento, no período de três meses, que terminou em Maio de 1996, cabendo a volatilidade mínima do trimestre que encerrou em Fevereiro de 1998, com apenas 0,4 por cento, cf. Relatório do Banco de Portugal (1999).

<sup>323</sup> Neste âmbito, assegurou-se uma estratégia de investimento, orientada pelo objectivo da maximização de rentabilidade sujeita a rigorosas restrições face aos riscos incorridos.



efeitos sobre os preços nos países europeus, provenientes da elevada apreciação do dólar.

A evolução monetária e cambial durante o primeiro semestre de 1998, continuou a estar condicionada, pela perspectiva de participação de Portugal na área do euro.

A moeda nacional, no mesmo período, continuou a aproximar-se da taxa central em relação ao marco, depreciando-se 0,7 por cento, em termos médios, e 0,2 por cento, em termos de fim de período<sup>324</sup>.

A transacção do escudo face ao marco, manteve-se sempre acima da paridade central<sup>325</sup>. Em conformidade com as restantes moedas da UE-11, a volatilidade do escudo em relação à moeda alemã, tornou a diminuir nos seis primeiros meses do ano, a par do observado durante a segunda metade de 1997<sup>326</sup>.

Entre Dezembro de 1997 e Junho de 1998, a taxa de câmbio do escudo manteve-se praticamente inalterada, relativamente ao conjunto das moedas participantes no mecanismo cambial do SME (ITC-MTC).

Registou-se uma depreciação do escudo de 0,5 por cento, em termos médios semestrais, o que evidenciou o movimento de aproximação das taxas de mercado às respectivas taxas centrais bilaterais do MTC-SME.

Em relação ao índice de taxa de câmbio efectiva (ITCE), o escudo registou, em média, uma depreciação nominal de 0,5 por cento no semestre, apesar de evoluir de forma diferenciada ao longo do período<sup>327</sup>.

Durante os seis primeiros meses de 1998, o comportamento do escudo, foi semelhante ao da generalidade das moedas dos países que participaram na área do euro, em termos efectivos, reflectindo as crescentes semelhanças no padrão de comportamento face a divisas terceiras.

A execução da política monetária portuguesa, durante o primeiro semestre de 1998, voltou a caracterizar-se por uma baixa gradual das taxas de intervenção do Banco de

---

<sup>324</sup> Cf. Relatório do Banco de Portugal (1998).

<sup>325</sup> Quanto ao desvio entre a taxa de câmbio analisada e a taxa central bilateral, passou de 0,3 por cento, em Dezembro/97, para 0,1 por cento, em Junho/98, cf. Relatório do Banco de Portugal (1998).

<sup>326</sup> Perante as expectativas do mercado, em face do valor futuro da taxa de câmbio do escudo em termos do marco, no espaço de três meses, visava-se a atribuição de uma probabilidade cada vez maior à localização da taxa de câmbio, num intervalo estreito, em redor da paridade central face ao marco, cf. Relatório do Banco de Portugal (1998).

<sup>327</sup> Ao longo dos três primeiros meses do ano, continuou a existir, o movimento de depreciação do escudo, em termos efectivos, para além desse movimento se alterar, durante o segundo trimestre. Durante o mês de Junho, o ITCE, apresentava uma apreciação de 0,3 por cento em relação a Dezembro de 1997. Apesar do comportamento da libra esterlina e do dólar, serem considerados como determinantes para a evolução registada pelo escudo desde o início do ano, a apreciação efectiva no segundo trimestre, contemplou em grande medida, a acentuada depreciação registada pelo iene, cf. Relatório do Banco de Portugal (1998).

Portugal, num contexto de permanência da estabilidade cambial e de garantia das perspectivas de participação do escudo na área do euro a partir de 1 de Janeiro de 1999. As taxas de rendibilidade a dez anos do escudo, voltaram a diminuir na primeira metade de 1998, em relação ao final do ano anterior, enquadrando-se na permanência do movimento generalizado de convergência entre os países participantes da área do euro<sup>328</sup>.

Entre o final de 1997 e o final de Março de 1998, a curva de rendimentos do escudo, apresentou uma nova deslocação para baixo em todo o espectro de maturidade.

Em 1 de Janeiro de 1999 iniciou-se uma nova fase da integração europeia, a fase da união monetária ou da moeda única, o Euro.

A união monetária significa a realização de uma das ambições maiores da construção europeia, em dotar a Europa de uma moeda única de um só banco central e de uma política monetária única.

Em 1 de Janeiro de 1999, tanto o Banco de Portugal, como os outros bancos centrais nacionais, perderam a competência para conduzir a política monetária, isto é, deixaram de poder estabelecer as taxas de juro oficiais e determinar o crescimento da oferta de moeda que consideraram adequados aos objectivos nacionais.

Desta forma, o escudo deixou de ter existência como moeda autónoma a partir de 1 de Janeiro de 1999, perdendo as autoridades portuguesas a competência para adaptar a sua taxa de câmbio face às outras moedas e o poder de decidir sobre a desvalorização ou revalorização do escudo.

O BCE (Banco Central Europeu) sob as orientações gerais do Conselho de Ministros da U.E. terá a competência para intervir no mercado cambial e influenciar a taxa de câmbio do Euro em relação ao dólar, ao iene e a outras moedas exteriores.

Através da centralização das políticas monetárias e cambial, com o mercado interno europeu sem fronteiras, que concretizou a liberdade total da circulação de mercadorias, serviços e capitais no espaço da UE, estabeleceu-se uma pressão poderosa no sentido do reforço da coordenação das políticas não monetárias dos Estados membros, da convergência dos respectivos sistemas fiscais e do aprofundamento da união política Europeia.

---

<sup>328</sup> A redução do diferencial de longo prazo, em relação às taxas de juro do marco, caracterizou o reforço da credibilidade da estabilidade nominal.

## **CAPÍTULO IV – A NOVA POLÍTICA CAMBIAL DO EURO – IMPACTO PARA A ECONOMIA PORTUGUESA**

### **4.1. História da Integração Monetária Europeia**

Foi o Tratado de Roma , o qual instituiu a Comunidade Económica Europeia (CEE) no ano de 1957, que deu origem ao processo de integração europeia actual.

Os países que fizeram parte deste processo, foram a Alemanha, a Bélgica, a França, a Holanda, a Itália e o Luxemburgo, entrando oficialmente em vigor a partir de 1 de Janeiro de 1958.

Do tratado de Roma, surgiu a Política Agrícola Comum (PAC), cujo funcionamento exigia estabilidade cambial entre as moedas dos Estados-membros, sendo que, qualquer alteração das paridades cambiais contrariava o normal funcionamento da PAC<sup>329</sup>.

Um dos objectivos do Tratado de Roma, consistia na instituição de uma União Aduaneira, de forma a que fossem eliminadas as barreiras alfandegárias ao comércio efectuado entre os Estados-membros.

O sistema padrão-ouro (anterior a 1914) assentava na fixidez das taxas de câmbio, na referência ao ouro na definição das moedas e na utilização da libra esterlina, conforme referido anteriormente. Era um sistema monetário considerado ideal pelos autores clássicos, no entanto nunca funcionou plenamente. Há quem defendeu o período de 1870-1914 como o período de padrão-esterlino, em que a libra era o principal instrumento de pagamento e de reserva ao nível internacional, e, por outro lado, os pedidos de conversão da libra em ouro pelos não-residentes que eram limitados, contribuiu para que o Banco Central Inglês possuísse uma pequena reserva de metal amarelo<sup>330</sup>.

A partir de 1918, as potências europeias sentiram a necessidade de definir uma nova ordem monetária internacional, não assente apenas na libra esterlina e no ouro, mas

---

<sup>329</sup> Uma desvalorização incentivaria a sobreprodução no país que desvalorizasse, enquanto incentivos contrários surgiriam num país que visse a sua moeda revalorizada, cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, pp.15-16

<sup>330</sup> Consideramos deste modo, que estávamos perante um sistema de câmbios fixos, onde o ouro encontrou a sua força mais na libra esterlina do que no verdadeiro sistema de padrão-ouro.

oferecendo às autoridades monetárias a opção de escolha, entre câmbios flexíveis e câmbios fixos, designado por *Gold Exchange Standard* (Padrão-divisa-ouro).

Ao optarem por câmbios flexíveis, criava-se um clima de grande instabilidade para os intervenientes nos mercados de câmbios, e, por outro lado, oferecia-lhes um mecanismo que pudesse fazer face a eventuais crises. Contrariamente, os câmbios fixos eliminavam o risco ligado à incerteza, reportando sobre outras variáveis económicas o peso das adaptações.

Dos países desenvolvidos, uma grande parte aderiu ao sistema cambial instituído pelos Acordos de *Bretton Woods* de 1944, que era um sistema padrão-divisa-ouro, sendo o dólar dos Estados Unidos a divisa de referência.

Apesar das taxas de câmbio contra o dólar poderem flutuar numa banda de (+-) 1 por cento, um conjunto de países europeus decidiu em 1958 estreitar a banda para (+-)0,75 por cento, decisão que ficou conhecida por Acordo Monetário Europeu. Ficou também estipulado, que a variação da taxa de câmbio de mercado entre duas moedas europeias seria no máximo de 3 por cento<sup>331</sup>.

A CEE funcionou neste regime de câmbios fixos, sem grandes sobressaltos ao longo de vários anos.

O sistema de *Bretton Woods* terá entrado em queda no início de 1962, quando a França começou a trocar dólares por ouro, levando alguns países a questionar-se sobre a continuidade da conversão dos dólares que detinham, em ouro.

Em 1971 foi instituído o Acordo Smithsonian pelos dez maiores países do Mundo, e na sua sequência, os Estados Unidos aumentaram o preço do ouro para 38 dólares por onça, desvalorizando deste modo o dólar, enquanto que os outros países revalorizaram as suas moedas e a banda de flutuação centrada nas paridades oficiais foi alargada de (+-1) por cento para (+-) 2,25 por cento. Manteve-se a inconvertibilidade, passando o sistema de padrão dólar a vigorar<sup>332</sup>. Durante o período de vigência do sistema de *Bretton Woods*, foram instituídas diversas iniciativas no seio da CEE, com o objectivo de dinamizar formas de cooperação no campo monetário e cambial, designando-se a primeira por “Programa de Acção da Comunidade para a Segunda Fase do Mercado Comum”. O “Programa de Acção” propunha a fixação irreversível das taxas de câmbio

---

<sup>331</sup> Esta flutuação máxima só ocorreria se uma moeda estivesse no limite máximo de apreciação contra o dólar e a outra no limite mínimo e, entretanto, invertessem as suas posições contra a moeda dos Estados Unidos, cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, pp.16-17

<sup>332</sup> Os Estados Unidos voltaram a aumentar o preço do ouro de 38 para 42,22 dólares em Fevereiro de 1973, passando no mês seguinte a um regime generalizado de flutuação cambial, cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, pp.18-19

entre as moedas europeias, para além de instituir o “Plano Barre” em 1968, com o objectivo de conseguir o acordo comunitário relativamente à alteração de qualquer paridade<sup>333</sup>. Foi lançada a ideia da criação de uma União Económica e Monetária (UEM) faseada em etapas, pelo Chanceler alemão Willy Brandt, em Dezembro de 1969, sendo elaborado o “Relatório Werner”, submetido à apreciação pelo Conselho Europeu e pela Comissão Europeia<sup>334</sup>.

No seguimento das decisões do Acordo Smithsonian, os países da Comunidade avançaram para a criação da “serpente”, acordo celebrado entre os bancos centrais dos seis países comunitários, ficando conhecido por “Acordo de Basileia”. O Acordo Smithsonian contribuiu para o alargamento das bandas de flutuação contra o dólar, em (+-)2,25 por cento, e, conseqüentemente, a banda de flutuação para as paridades cruzadas das moedas da CEE passariam de 3 para 9 por cento, sendo excessivamente larga, pondo deste modo em causa, a livre circulação de bens e serviços dentro da comunidade e o normal funcionamento da PAC.

Com o objectivo de se garantir uma maior estabilidade cambial na Comunidade, na sequência do Acordo de Basileia, foi criada a “serpente no túnel”, que determinava uma flutuação máxima de 4,5 por cento na taxa de câmbio bilateral entre duas moedas comunitárias<sup>335</sup>.

A “serpente” acabou por ser extinta, por duas razões, por um lado apenas alguns dos Estados-membros da CEE eram, em simultâneo parceiros no acordo cambial, por outro, a defesa das paridades da “serpente” era efectuada à custa da perda de reservas cambiais por parte dos países emissores da moeda fraca, sendo estes que mantinham a responsabilidade de manter o sistema em funcionamento. A tomada de consciência destes problemas, originou um novo arranjo cambial, designado por Sistema Monetário Europeu (SME), que tinha na sua essência, três elementos principais, o ECU (European Currency Unit), o Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) e um Sistema de linhas de crédito entre bancos centrais.

---

<sup>333</sup> Cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, pp.19-21

<sup>334</sup> Relativamente à coordenação das políticas económicas, o relatório remetia para a política orçamental e para o financiamento dos défices. Na parte monetária, o relatório sugeria a harmonização dos instrumentos da política monetária e o estreitamento numa fase inicial, das margens de flutuação das taxas de câmbio entre as moedas europeias. Foi proposto, a prazo, o desaparecimento das bandas de flutuação, dando lugar a paridades fixadas irrevogavelmente num ambiente de total convertibilidade e liberdade de movimento de capitais. Era ainda sugerido pelo relatório, a criação de um Fundo Europeu de Cooperação Monetária, competindo-lhe a ele, gerir os mecanismos de apoio monetário de curto prazo (que entrou em vigor em Fevereiro de 1970) e de gerir as reservas cambiais da comunidade, de forma progressiva, cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, pp.19-21

<sup>335</sup> Cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, p.24.

O ECU consistia num cabaz, em que o número de unidades com que cada moeda entrava no cabaz reflectia o peso económico, relativo a cada país da Comunidade, cujo peso era medido por variáveis como o PIB e o Comércio intracomunitário.

As regras do MTC exigiam operações de intervenção no mercado de câmbios, dos bancos centrais, sempre que os limites de flutuação das cotações bilaterais fossem atingidos<sup>336</sup>. Podemos considerar que a experiência do SME foi bem sucedida, apesar de não conseguir realizar tudo o que propôs<sup>337</sup>. A coordenação das políticas cambiais perante terceiras moedas, nomeadamente o dólar e o iene, não foi suficiente para uma intervenção conjunta, cabendo ao marco alemão desempenhar essa função. Apesar destas limitações, o SME apresentou resultados mais favoráveis do que o anterior regime da Serpente Monetária.

Constatou-se uma redução na frequência e magnitude dos ajustamentos nas taxas de câmbio centrais, para além dos ajustamentos nas mesmas, que passaram a ser decisões multilaterais, especialmente nos primeiros quatro anos de vida do SME.

Na sequência de uma melhor coordenação das políticas monetárias e das intervenções intra marginais dos bancos centrais nos mercados de câmbios e dos realinhamentos de paridades que foram acompanhados por ajustamentos nas políticas económicas nacionais, verificou-se um reforço da credibilidade e da confiança do sistema.

Consideramos assim, que pela experiência do MTC, um sistema de câmbios quase fixos não foi exequível sem uma forte convergência, quer nos dados económicos fundamentais, quer nas orientações das políticas macroeconómica. Para que o SME funcionasse plenamente, tinha que existir uma perfeita articulação de políticas em todos os países participantes no MTC, especialmente na Alemanha (país âncora do sistema)<sup>338</sup>.

Por outro lado, num contexto de grande integração dos mercados financeiros e sem restrições à circulação de capitais, os fortes movimentos de capitais especulativos, dificultavam a gestão do sistema, mesmo para aqueles países em que as taxas de câmbio estavam em conformidade com os dados económicos fundamentais, exigindo assim, a

---

<sup>336</sup> Cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, pp.26-28.

<sup>337</sup> Assim, a passagem à fase institucional programada para 1981 com a criação de um Fundo Monetário Europeu que sucedeu ao FECOM, não se concretizou, assim como a utilização do ECU, como instrumento de reserva e de pagamento internacional não foi tão longe como o esperado, cf. A.Pinto Mendonça, *Sistema Monetário Europeu* (1994), Instituto Superior de Gestão Bancária, Centro de Estudos Bancários, Cadernos Bancários 1, pp.59-60

<sup>338</sup> Cf. A.Pinto Mendonça, *Sistema Monetário Europeu* (1994), Instituto Superior de Gestão Bancária, Centro de Estudos Bancários, Cadernos Bancários 1, p.80

presença de políticas económicas ajustadas e bem coordenadas, podendo não ser suficientes<sup>339</sup>.

A decisão de formar um mercado único reforçou o ponto de vista defendido há anos na Europa, de que as economias fortemente integradas tinham mais a ganhar com a estabilidade cambial do que com realinhamentos ocasionais.

Segundo Silva Lopes (1993), a economia portuguesa nas duas últimas décadas revelou-se mais vulnerável aos choques externos do que qualquer uma das demais economias comunitárias, devido ao elevado grau de abertura ao comércio externo, da forte dependência energética e à dimensão da dívida externa, numa situação que eventualmente teria sido agravada pelo acréscimo na especialização produtiva proveniente da conclusão do grande Mercado Interno.

Quando se tentava avaliar se um país devia ou não entrar num processo de integração monetária recorria-se normalmente às teorias sobre as zonas monetárias óptimas.

A Teoria das Áreas Monetárias Óptimas destacava a necessidade de flexibilidade nos salários e nos preços, bem como a suficiente mobilidade do trabalho, como condições de existência de áreas óptimas de integração monetária, sendo completamente omissa acerca da necessidade de critérios de convergência nominal, como os definidos, em Maastricht, pela UE. Na sequência desta teoria, uma UE de doze Membros era economicamente, demasiado heterogénea, para poder ser considerada uma área monetária óptima, que, em resultado de hipotéticos choques assimétricos num ou mais Membros, as pressões contraditórias sobre o BCE eram, provavelmente inevitáveis (Coimbra, 2001).

Assim, para Mundell (1961) a existência de uma zona monetária óptima prendia-se com a mobilidade dos factores de produção, nomeadamente da mobilidade do trabalho. Para Melitz (1995), considerando uma teoria unificada, o factor mobilidade de trabalho perderia muito da sua importância, considerando como mais relevante o grau de abertura ao exterior. Contrariamente à análise de Mundell, McKinnon considerava que para além do pleno emprego também era importante uma estabilidade de preços.

Nesta sequência, uma economia aberta em regime de câmbios fixos, perante um choque adverso, desvalorizaria a sua moeda, gerando inflação, uma vez que o índice de preços ao consumidor numa economia aberta era dominado pelos bens importados. Esta inflação conduzia a uma pressão para a subida dos salários nominais, repondo o nível

---

<sup>339</sup> Cf. A Pinto Mendonça, *Sistema Monetário Europeu* (1994), Instituto Superior de Gestão Bancária, Centro de Estudos Bancários, Cadernos Bancários 1, p.80

dos salários reais antes do choque e, conseqüentemente um aumento dos preços dos bens internos. Neste caso, a desvalorização cambial não traria vantagens em reduzir o desemprego ou o desequilíbrio externo no longo prazo, apenas aumentava a volatilidade dos preços face a um regime de câmbios fixos.

Por outro lado, se a economia fosse mais fechada, o índice de preços do consumidor era dominado pelos preços dos bens não transaccionáveis. Conseqüentemente a desvalorização cambial conduziria à redução do desemprego, pois aumentava a competitividade externa do país em questão (Cerqueira, 2004 ).

Segundo Kennen (1969), uma maior diversificação industrial favoreceria o aparecimento de uma zona monetária óptima, pois quanto mais diversificada fosse uma economia, mais sensível ela se tornava perante choques específicos, minimizando assim os seus efeitos.

Na perspectiva de Marques (2001), a criação de uma zona monetária óptima na Europa, exigia forçosamente, maior liberdade de circulação dos factores produtivos, nomeadamente de mão-de-obra, devendo esta mobilidade arrastar consigo, maior harmonização fiscal e orçamental com maior flexibilização de preços e salários reais, e, mecanismos automáticos de ajustamento para combater choques externos, essencialmente assimétricos. Por outro lado, as economias deveriam estar mais abertas comercialmente em relação ao exterior, com maior diversificação no tecido produtivo, a fim de haver uma plena integração financeira de acordo com a homogeneidade das preferências e objectivos, entre os vários países.

Segundo Gabriel e Oreiro (2008), a maior integração e desregulamentação dos mercados financeiros internacionais aumentaram o grau de interdependência e também o risco de incompatibilidade entre as políticas monetárias e financeiras adoptadas por diferentes países, ocasionando uma crescente instabilidade financeira, mais evidente nos últimos tempos em forma de crises cambiais, afectando assim, a condução das políticas nacionais.



## **4.2. A Política cambial do euro – Processo de integração**

O Tratado de Roma foi revisto em Dezembro de 1985 pelo Conselho Europeu de Luxemburgo, materializando-se na assinatura do Acto Único Europeu, que levou à decisão de criação de uma moeda única, surgindo o Relatório Delors que apresentava três condições necessárias para a realização de uma União Monetária: convertibilidade, liberdade plena de movimentos de capital e integração dos mercados financeiros, fixação irrevogável das taxas de câmbio e eliminação das margens de flutuação.

Após a entrada em vigor do Tratado de Maastricht, foram tomadas todas as medidas para que a União Monetária pudesse entrar em funcionamento o mais tardar em 1 de Janeiro de 1999<sup>340</sup>.

O euro pertence a um processo de integração dos espaços económicos nacionais dos países da União Europeia e constitui mais um passo decisivo no processo de reforço e consolidação do mercado único.

Havendo um único mercado, os investimentos deslocam-se para os países com mão-de-obra mais acessível, ou para os de maior formação profissional. Neste aspecto, os países periféricos terão de efectuar investimentos significativos em termos de formação para inverterem a tendência da marginalização.

Não faz sentido evoluir para a liberalização sem se antever, a prazo, uma maior coordenação ao nível das políticas económicas globais dos Estados-membros, para isso é imprescindível garantir-se uma permanente estabilidade cambial.

Para um país com instituições monetárias e fiscais menos desenvolvidas, a adesão a uma união monetária baseada em instituições capazes de garantir estabilidade dos preços pode ser encarada como estratégia de desenvolvimento sustentado. No entanto, o processo de integração tem sido sempre visto como um constrangimento externo e nunca verdadeiramente como um objectivo interno de desenvolvimento do país.

A economia portuguesa entrou simultaneamente num período de divergência e apreciação real e de agravamento da sua balança corrente e do seu défice orçamental em conjunto com um agravamento do desemprego.

Na área do euro, a competência pela política cambial foi transferida dos Estados-membros para a Comunidade. A área do euro tem assim uma política cambial única, que

---

<sup>340</sup> Cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica* (1999), Vida Económica, p.40.

foi formulada tendo por base as disposições do Tratado da União Europeia, em particular o artigo 109º.

A taxa de câmbio do euro é influenciada por outras políticas, particularmente a política monetária única e as políticas orçamentais dos Estados- membros e depende de factores fora do controle das autoridades.

A tarefa de unir as diferentes economias ao longo de uma década, não tem sido tarefa fácil, daí ter sido necessário um período inicial onde foi preciso harmonizar e coordenar na medida do possível os indicadores macroeconómicos dos vários países que iriam fazer parte da UEM.

A performance e o valor de uma divisa deverão ser julgadas em termos do seu poder de compra. O objectivo primário do BCE é salvaguardar o poder de compra do euro mantendo a estabilidade de preços na zona – euro (definido abaixo dos 2%). Na ocorrência de choques é necessário a coordenação entre políticas fiscais e monetárias dos intervenientes na UEM (BCE e Bancos Centrais Nacionais).

O Banco Central Europeu, teve como missão manter e gerir as reservas oficiais de câmbio dos Estados membros da UEM, cabendo aos bancos centrais nacionais, dotar o BCE das suas próprias reservas em moedas não comunitárias, aquando do arranque da União Monetária. Apesar dos bancos centrais nacionais poderem continuar a manter como coisa própria bens oficiais de reserva, a sua utilização foi submetida à autorização do BCE, a fim de garantir a coerência da política de câmbio no seio da zona euro<sup>341</sup>.

A taxa de câmbio do euro deve exprimir uma relação equilibrada a médio prazo, entre a zona euro e as restantes economias estrangeiras, nomeadamente a americana, já que esta é uma variável (preço) extremamente importante. Por outro lado, pelo facto de não poder ou dever ser utilizada como um instrumento de acção directa por parte das autoridades, significa que a mesma reflecte realidades profundas que escapam à vontade dos responsáveis pela política económica.

Para defender ou influenciar a taxa de câmbio do euro, o Eurosistema poderá intervir indirectamente no mercado monetário e directamente no mercado cambial.

A intervenção indirecta através do mercado monetário está interligada com a teoria da paridade das taxas de juro e assenta na ideia de que as diferenças entre as taxas de juro

---

<sup>341</sup> Cf. Pascal Kauffmann, *O Euro* (1997), Bertrand Editora, Venda Nova, pp. 127-128

do euro interna e externa podem influenciar os movimentos de capitais entre as aplicações em moeda nacional e estrangeira.

Por conseguinte, a subida da taxa de juro do euro, pode incentivar as aplicações e a detenção de euros e estimular o afluxo de capitais externos, principalmente de dólares, contribuindo assim para fortalecer o valor externo do euro.

Na zona euro, vigora um regime de câmbios flexíveis em relação às moedas não comunitárias. Este regime surgiu devido ao facto de por um lado, o Banco Central Europeu ter exigido autonomia para conduzir a política monetária, com o objectivo final da estabilidade dos preços, e por outro, devido ao facto de o comércio externo da UE representar somente 10 por cento do PIB comunitário.

O facto de na zona euro vigorar um regime de câmbios flexíveis, não quer dizer que o BCE se abstenha totalmente de intervir no mercado cambial<sup>342</sup>.

Cabe ao Conselho Europeu decidir do regime de câmbios que deverão ligar o euro a outras moedas e não ao BCE, que não dispõe dessa autoridade, não deixando à partida de ter voz nesse domínio.

Segundo o artigo 109, nº.1, do Tratado de Maastricht, o Conselho pode estabelecer acordos de câmbios formais para o euro, mas apenas por «recomendação do BCE, tendo em vista alcançar um consenso compatível com o objectivo de estabilidade dos preços». Pela análise do artigo 109, nº.2, «na ausência de um sistema de taxas de câmbio (formal) face a uma ou várias moedas não comunitárias (...), o Conselho, pode formular orientações gerais de política cambial face as estas moedas. Essas orientações não afectam o objectivo principal do SEBC, ou seja a manutenção da estabilidade dos preços.». Constatamos assim, que o BCE estará intimamente associado a qualquer eventual reforma do Sistema Monetário Internacional, assim como, deverá ser parte tomadora de qualquer decisão que possa influenciar significativamente, para a subida ou para a descida, o valor do euro face a terceiros moedas.

Uma depreciação cambial pode ter diversos factores na sua origem. Poderá ser causada por um agravamento do défice orçamental, por um crescimento excessivo da liquidez da economia ou por um aumento de custos internos superior ao verificado no exterior, com consequente perda da competitividade-preço da economia.

No caso da UEM, a eventual perda de valor do euro em relação ao dólar, pode ter outras razões, como por exemplo a deterioração das expectativas em relação ao euro e ao

---

<sup>342</sup> Esta situação poderá acontecer mediante eventuais acordos em relação a moedas não comunitárias, em defesa do novo Mecanismo das Taxas da Câmbio (MTC2) ou para corrigir flutuações excessivas na taxa de câmbio do euro.

futuro da economia europeia, divergências entre o Conselho do Banco Central Europeu e o Conselho do Ecofim, instabilidade política e social em algum Estado-membro de maior dimensão, entre outros.

Os países seleccionados para integrar a UE tiveram de obedecer aos seguintes critérios: a inflação e a taxa de juro não podiam ser superiores em mais de 1,5% e 2%, respectivamente, relativamente à média das três mais baixas; o *deficit* orçamental não podia exceder os 3% do PIB e a dívida pública os 60%; o aumento da estabilidade cambial, devendo a taxa de câmbio manter-se dentro do intervalo mais restrito (2.25%) do Sistema Monetário Europeu há mais de dois anos.

Segundo Coimbra (2001), a transição para a União Monetária deveria ter-se centrado mais na convergência real e menos na convergência nominal, em que, apenas estruturas produtivas com performances relativamente idênticas podiam garantir, a longo prazo, a estabilidade monetária. Assim, os critérios de convergência, estabelecidos pelo TUE e reforçados pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, foram critérios de convergência apenas nominal, que não tiveram em consideração os diferentes graus de desenvolvimento que caracterizavam os países europeus da UEM.

Para Freitas (2005), o objectivo de equilíbrio orçamental em média era claramente ambicioso face à experiência histórica. Não obstante, alguma cautela ser recomendável, devido ao facto de vários Estados-membros terem importantes responsabilidades futuras não contempladas na contabilidade da dívida.

O processo de construção da UEM ficou ameaçado pela forte recessão económica que atingiu os países membros. A recessão impôs dificuldades na execução dos programas de convergência, sobretudo ao nível das finanças públicas, deterioradas pela acção dos estabilizadores automáticos e pela manipulação da política orçamental com vista a relançar a economia.

Segundo Torres (2007), um país com instituições monetárias e fiscais menos desenvolvidas, a adesão a uma união monetária, baseada em instituições capazes de garantir a estabilidade dos preços, podia ser encarada como uma estratégia de desenvolvimento sustentado, já que, uma tal opção evitaria muitos dos custos de transição, da mudança de regime, necessários ao arranque dessa estratégia. Eliminando a inflação e acabando com a coexistência de diferentes moedas, era um mecanismo de melhoria de bem-estar num duplo sentido.

Quanto ao PEC (Programa Estabilidade e Crescimento), este tem sido implementado de uma forma rigorosa e responsável, no entanto nem sempre conduziu aos resultados

desejados, nomeadamente no encorajamento dos governos nacionais de efectuar algumas restrições fiscais nacionais, principalmente nos tempos de prosperidade económica de forma a compensar os desequilíbrios sentidos nos tempos de recessão, apesar de terem sido efectuadas algumas reformas.

Segundo Roland-Lévy (2006), com a chegada da moeda única europeia estabeleceu-se uma nova e aprofundada definição do espaço europeu, intensificando-se sobretudo o sentimento de pertença à comunidade europeia, transcendendo a exclusividade da identidade nacional para uma identidade mais inclusiva, com o sentimento de pertença a uma supra nacionalidade europeia.

Para Mendonça (2005), a situação não era tão favorável, já que alertava para os perigos de uma crise de identidade do projecto de integração europeia, referindo que o aprofundamento dos níveis de integração e alargamento geográfico têm constituído até ao momento, o binómio de forças dinamizadoras do processo de integração europeia, mas que, no presente, esta acção de binómio de forças parece ter chegado ao fim, deixando assim, de impulsionar progressos paralelos e partilhados de aprofundamento e alargamento. Ainda nesta sequência, Mendonça referiu que a situação actual do processo de integração europeia, configurava uma nova fase em que se presenciava o esgotamento das dinâmicas originais que o impulsionaram e lhe deram forma, e à emergência de novas dinâmicas que, por enquanto, ainda não encontraram uma resposta face a novas opções estratégicas.

O que se considerou fundamental, independentemente da estratégia particular a seguir, prendeu-se com a expansão do projecto europeu e a direccionalidade no sentido de uma maior abertura e aprofundamento das relações estabelecidas entre as várias regiões e culturas à escala global.

### **4.3. O Euro – Custos e/ou benefícios para a economia portuguesa**

Com o advento e a circulação do euro, Portugal perdeu dois importantes instrumentos nacionais para assegurar maiores desenvolvimentos da política económica e/ou monetária, nomeadamente pelo facto de não poder utilizar mais a taxa de câmbio e/ou juro para corrigir eventuais desequilíbrios da economia portuguesa e assegurar, face ao exterior, maior competitividade nacional, restando a utilização de políticas económicas

e/orçamentais para poder responder a potenciais choques externos, decorrentes de maiores custos e riscos sistemáticos, dada a maior interligação das economias europeias. A ideia sobre a participação de Portugal na UEM foi bem recebida pelo público em geral como um objectivo de longo prazo, apesar de se manter o cepticismo quanto à capacidade de Portugal poder vir a participar nesse objectivo. A economia portuguesa era vista pelo Governo, oposição e parceiros sociais, como uma economia periférica, em convergência, necessitando a priori de um longo período de transição para a liberalização monetária e financeira e que teria como desafio mais imediato a adaptação às regras do Mercado Interno (Torres, 2006).

Os mais cépticos em relação à moeda única socorriam-se, entre outros, dos trabalhos de Robert Mundell para defenderem que o sucesso do euro seria limitado pela inexistência de flexibilidade completa no mercado de trabalho e, sobretudo, pela não concretização da harmonização fiscal.

Outros defensores da zona monetária europeia, argumentavam com a concretização de uma política monetária única, gerida por um banco independente dos governos nacionais e com capacidade para garantir a estabilidade dos preços e das taxas de juro. No entanto, uma política monetária única podia também trazer custos, e especialmente se alterações nas taxas de juro afectasse de forma diferente o crescimento económico de cada uma dos Estados membros. Consequentemente, os efeitos alargados da moeda única deveriam ser ponderados com a perda de dois instrumentos de política económica (a política cambial e a política monetária), já que a perda é substancialmente grave, caso um país venha a sofrer de um choque assimétrico.

As críticas económicas à participação portuguesa na UEM sustentavam que o instrumento cambial era ainda um mecanismo importante de ajustamento, não em termos de choques assimétricos, mas em termos de desenvolvimentos esperados, como a liberalização do comércio mundial e o alargamento da UE aos países da Europa Central e Oriental (PECO).

Era ainda argumentado que as regiões caracterizadas por diferenças persistentes no crescimento da produtividade, bem como diferentes especificidades estruturais da economia não deveriam formar uma união monetária (Torres, 2007). Ainda, segundo o mesmo autor, a oposição à realização da UEM era também justificada pela necessidade de uma abordagem mais ortodoxa no combate à inflação, com relevo para a política monetária.

Apesar de a maioria das críticas não conseguir explicar porque é que a UEM seria um problema para Portugal, e de ter mesmo interiorizado que a autonomia da política cambial não podia resolver, mas apenas agravar os problemas estruturais que afectavam a economia portuguesa, a preocupação generalizada com os riscos do desafio, manteve-se praticamente até 1998, ano da qualificação para participação na terceira fase da UEM (Torres, 2007)

Segundo Macedo (2007), ao proceder a um balanço dos 15 anos depois de Maastricht, considerou que, sem uma mudança de regime orçamental, não era possível viver na moeda única em termos financeiros, já que, Portugal abandonou as reformas estruturais durante dez anos, incluindo uma reforma da administração pública sucessivamente adiada. Sem uma estratégia sustentada de reformas, o potencial exportador não se pode realizar e, conseqüentemente, não se pode restaurar uma diferencialidade portuguesa assente nas pertenças e liberdades.

Relativamente à taxa de câmbio do euro, segundo Andrade (2009), esta deve ser gerida de forma a garantir a estabilidade de preços, cuja estratégia não deixa de ser portadora de fortes problemas em caso de instabilidade cambial dos parceiros comerciais europeus ou de desvalorizações competitivas destes, devendo ser esclarecido o objectivo de “estabilidade dos preços”. Para o mesmo autor, a política do BCE deve ser desenvolvida num ambiente de cooperação internacional, em que, a inexistência de uma instituição internacional com responsabilidades sobre as políticas de taxas de câmbio é um sinal de grande fragilidade da economia internacional.

O euro, como moeda forte e dadas as bases da sua criação e os mecanismos de estabilidade que se encontram previstos, assume grande importância como moeda de troca comercial, prevendo-se que venha a fazer parte das carteiras de activos dos grandes investidores mundiais e sendo considerada uma grande moeda internacional é a única capaz de fazer a necessária frente ao dólar americano.

O BCE deverá ter como preocupação imediata afirmar a sua reputação como garante da estabilidade dos preços junto dos mercados e garantir que o Euro seja uma moeda tão sólida e estável como é o marco alemão. Os Estados-membros integrantes da UEM e face a existências de eventuais desequilíbrios económicos, apenas lhes restarão adoptar políticas orçamentais, assim como políticas de “moderação salarial”, para além da implementação de profundas reformas estruturais, quer no mercado do trabalho quer no sistema de segurança social (Ferraz, 2000).

Do mesmo modo, Krugman (1992) e Feldstein (1992) referiram a necessidade de um forte reforço do orçamento central, considerando que, sem isso, a União Monetária não conteria os estabilizadores automáticos necessários para compensar os Estados da perda da taxa de câmbio como mecanismo de ajustamento.

Para Silva Lopes (1993), a situação seria mais onerosa para as pequenas economias abertas ou estruturalmente mais distintas da média da Comunidade, como é o caso de Portugal, onde a perda do instrumento cambial implicaria maiores custos.

Quanto à avaliação da importância da perda do instrumento monetário/cambial e o estabelecimento do novo significado do uso da política fiscal, existiram opiniões divergentes, consoante as correntes teóricas. Assim, os monetaristas consideraram que aquela perda não acarretaria custos reais substanciais, contrariamente aos Keynesianos que referiram que a mesma poderia pôr em causa a própria viabilidade da União Monetária.

Quanto à probabilidade de ocorrência de choques específicos, cujo combate, a nível nacional, poderia ser protagonizado pela política fiscal, a Comissão (1990) considerou que tal probabilidade se reduziria com a concretização da UEM, enquanto vários autores discordaram desta posição, baseando-se no facto de ainda existirem importantes assimetrias entre os vários países, as quais deveriam subsistir no futuro próximo.

O principal argumento a favor da manutenção de uma elevada flexibilidade na definição das políticas fiscais nacionais, referia-se à necessidade de manter a possibilidade de uso de um instrumento de política por forma a fazer face à ocorrência de choques específicos ou assimétricos, num contexto em que a sua probabilidade era ainda relevante. Este argumento foi avançado pelas teses tradicionais, associadas à teoria das áreas monetárias óptimas, onde consideravam que, se a centralização dos orçamentos nacionais não fosse possível, as políticas fiscais nacionais deveriam gozar da máxima flexibilidade, ou seja, manter um grau substancial de autonomia (Alves, 1997). Para além deste argumento, existia um outro, que se prendia com a necessidade de manter a possibilidade de uso de um instrumento de política que pudesse fazer face às próprias preferências sociológicas e políticas do país.

As principais objecções que foram normalmente levantadas à manutenção de completa autonomia da política fiscal após a criação da União Monetária, deviam-se, por um lado, à eventualidade de derrapagens orçamentais excessivas em alguns países determinarem efeitos perversos sobre os demais e, por outro, à elevada probabilidade de incoerência entre as diferentes políticas fiscais nacionais, produzindo instabilidade na União e



impedindo a maximização do bem-estar. Consequentemente, possíveis efeitos externos criados por défices públicos excessivos num determinado país, para além de outros, nomeadamente, uma subida da taxa de juro da União, poderiam causar pressões sobre o BCE, no sentido de flexibilizar a política monetária, pondo em causa o objectivo da estabilidade dos preços e a sua independência face aos poderes políticos, nos efeitos no *output* dos restantes países, suscitando a necessidade de encontrar o *policy mix* mais adequado à escala da União (Alves, 1997). O mesmo autor referiu ainda que, a evidência empírica sugeriu que alguns factores políticos, nomeadamente a instabilidade governativa, a debilidade dos governos e ciclos eleitorais, poderiam explicar, em certas situações, as tendências para a criação de défices públicos excessivos.

Com a perda do instrumento de política monetária e cambial, restava aos Estados, os instrumentos de política fiscal e orçamental, para atender a situações de crise conjuntural, sendo que, mesmo o seu uso, acabava por ser fortemente restringido face a critérios de participação na UEM e à necessidade de assegurar uma situação de equilíbrio orçamental no médio prazo como consequência do acordo traduzido no Pacto de Estabilidade e Crescimento (1996). Segundo alguns autores, os maiores problemas daqui decorrentes seriam mais significativamente sentidos em países com menores níveis de desenvolvimento económico, onde o investimento público deveria ser mobilizado para efeitos de convergência real e a perda da taxa de câmbio enquanto elemento de intervenção macroeconómica assumia custos mais importantes (Alves, 2000). O mesmo autor, comentou o facto, de ser dado maior peso ao combate da inflação, do que à consecução de outros objectivos macroeconómicos importantes, nomeadamente no campo do emprego. Considerou ainda que a moeda única não podia ser vista como o ponto culminante de uma fase do processo, em que a integração se verificou essencialmente ao nível económico, sem uma contrapartida clara ao nível político.

Considerando a existência na UEM de políticas cambial e monetária comuns e restrições impostas às políticas orçamentais nacionais, os governos têm vindo a adquirir consciência acrescida da necessidade de atender menos as políticas de controlo da procura agregada para combater o desemprego e elaborar estratégias baseadas mais em medidas estruturais microeconómicas, incidindo na competitividade das empresas, na produtividade, na formação e adaptação dos recursos humanos. O objectivo da moeda única está a pressionar os Estados-membros a encararem como urgentes as reformas dos sistemas de segurança social e de saúde, tendo em vista a redução dos sistemas de

protecção actuais que estão de acordo com a perspectiva actualmente dominante, e, a médio prazo, produtoras de orçamentos incompatíveis. Na UEM, a política monetária única deverá ser o instrumento de eleição no caso de verificação de “choques simétricos”, tal como no início da adesão da moeda única, em que se pressupunha apenas a agregação de países por princípios objectivos e políticas idênticas, que favorecesse entre estes, apenas choques simétricos de fácil solução (Marques, 2001).

Ainda, segundo Marques (2001), na Europa dos cinco era possível formar uma ZMO, agregando países como a Alemanha, Áustria, países Baixos e Benelux (Bélgica e Luxemburgo). Contudo, ao serem admitidos onze países, a possibilidade de choques assimétricos tornou-se numa realidade, favorecendo o desenvolvimento do grupo dos cinco que andou mais depressa do que os restantes países (essencialmente os mediterrânicos e periféricos), estabelecendo dois ou mais grupos de desenvolvimento diferenciado, na “maratona” da moeda única. Consequentemente, a política orçamental nacional deverá ser adoptada como instrumento adequado no combate a “choques assimétricos” (Ferraz, António, 2000).

Relativamente às vantagens do euro para o cidadão, podemos enumerar como benefícios: o crescimento económico, como factor positivo para a criação de empregos; a facilidade na comparação dos preços dos bens e serviços colocados no mercado comunitário, estimulando, assim, a concorrência; a facilidade oferecida aos cidadãos na deslocação dentro da Europa com menos custos devido ao desaparecimento de comissões e taxas de juro; a garantia da manutenção do poder de compra dos europeus, pelo facto do euro assentar numa economia saudável e não inflacionista; a estabilidade da moeda, permite o acesso a taxas de juro mais baixas, a um crédito mais barato, facilitando, deste modo, a retoma do consumo.

Como vantagens para a Europa com a entrada do euro, destacamos: o reforço que o euro possibilitará ao peso político e económico da Europa; a facilidade no reequilíbrio do sistema monetário internacional; a garantia de uma estabilidade monetária duradoura; o facto do euro poder estar ao serviço da economia europeia em todo o mundo.

Quanto às vantagens do euro para as Empresas, destacamos: o contributo da redução dos custos das transacções; a supressão dos custos de cobertura dos riscos de câmbio; o contributo para a simplificação da gestão das empresas; a possibilidade de permitir tirar o máximo partido das vantagens oferecidas pelo mercado único e desenvolver novas oportunidades comerciais; a estabilidade da moeda e a oferta de taxas de juros mais atractivas, facilitando, deste modo, os investimentos das empresas.

O euro também eliminou os requisitos legais que obrigavam alguns investidores institucionais europeus a terem parte dos seus activos na moeda do país onde operavam e com isto acabou com a segmentação de mercado de emissão de obrigações resultante de tais requisitos. O desenvolvimento de um mercado único de emissão de obrigações, levou a uma redução do custo de emissão desses títulos (Santos, 2001). Segundo o mesmo autor, o efeito mais imediato da introdução do euro foi a eliminação do risco cambial em muitas transacções correntes. Verificaram-se ainda outras mudanças menos visíveis, mas também importantes, nomeadamente, a eliminação dos requisitos legais que vários países europeus impunham aos seus investidores institucionais sobre a moeda dos seus activos e o aumento da base de investidores no mercado obrigacionista, devido às companhias de seguros, fundos de pensões e outros investidores institucionais terem passado a poder adoptar uma outra estratégia de investimento na Europa.

Por outro lado, o reforço da competitividade na banca de investimento, resultante da chegada de bancos de investimento não europeus e do interesse crescente por parte dos bancos já instalados no mercado de colocação de obrigações, reduziram significativamente o custo de financiamento através do mercado de capitais na zona euro. Este autor concluiu assim, que o advento do euro introduziu alterações estruturais nos mercados de capitais dos países fundadores, levando ao aparecimento de um mercado único para a colocação de obrigações na Zona Euro.

Numa perspectiva microeconómica importará salientar, entre outras vantagens, o desaparecimento do risco cambial, as simplificações administrativas decorrentes da moeda única, a maior transparência de preços, o alargamento dos mercados financeiros, a melhoria das condições de acesso ao mercado de capitais e o surgimento de novas oportunidades de negócio.

Para Andrade (1998), com uma só moeda, o risco de câmbio que estava bem presente nas operações a médio e a longo prazo nos países europeus, iria desaparecer, sendo deste modo, o risco de crédito a dominar no futuro, não só o custo do crédito como o preço das obrigações, contribuindo para que todos os mercados se tornassem mais líquidos e não apenas os que revelavam uma vocação mais europeia.

Para Dias (1997), o principal impacto do Euro a nível europeu teve a ver com a eliminação dos custos cambiais e do próprio risco cambial, que culminou na realização total da União Monetária com repercussões ao nível de tesouraria e de transacção entre países e empresas dos Estados Membros num mercado único de capitais, bancos e serviços financeiros em que a concorrência entre empresas europeias tem beneficiado a

economia como um todo. Com a eliminação do risco cambial, a tendência dos portugueses era a internacionalização, ao nível de exportação de mercadorias para o exterior na procura e consolidação de novos mercados, fomentando investimento e procurando ganhar vantagens competitivas à custa de produtos portugueses com custos de produção mais baixos e mais embaratecidos na venda final aos clientes (interiores e exteriores) do espaço UEM. A eliminação do risco cambial traduz um regime de câmbios fixos, que reduz o risco e a incerteza e fomenta um sistema de preços mais transparente. A redução do risco está associada a baixas taxas de juro e a menores flutuações, que reduzem as margens financeiras dos bancos, mas estimulam as empresas e o Estado a fomentar investimentos, recorrendo aos financiamentos bancários e ao mercado de capitais, reduzindo a prazo o desemprego e favorecendo o crescimento económico. Considerou ainda que, no turismo, os benefícios compensavam largamente os custos inerentes à introdução do euro.

Segundo Marques (2001) o euro tem contribuído para o aumento da dimensão, da liquidez e da especialização dos mercados financeiros, conduzindo a economias de escala, reduzindo custos de intermediação financeira e incentivando maior transformação de poupanças em investimento. Com o euro e a consequente convergência das economias, os instrumentos de cobertura tradicionais têm apresentado uma redução, porque o risco também se reduziu, nomeadamente ao nível das taxas de juro e cambial.

Para Rebelo (1998) o problema potencial que identificou com a adesão ao euro, prendeu-se com o facto da unificação monetária poder levar à homogeneização da política económica noutras áreas como a política laboral, que no caso de Portugal, seria mau importar a rigidez do mercado de trabalho de outros países europeus. Revelou ainda que estes problemas potenciais eram, no entanto, mais que compensados pelas vantagens do euro. Considerou ainda, que as famílias portuguesas beneficiariam de um sistema financeiro mais eficiente e que as empresas não financeiras beneficiariam da eliminação do risco cambial sobre as transacções intracomunitárias e da melhoria do sistema de intermediação financeira. No sistema financeiro, a banca de retalho iria perder grande parte das receitas associadas às transacções cambiais. A banca grossista tinha grandes oportunidades no seu horizonte, sendo possível lançar produtos e contratos financeiros novos em toda a Europa. A possibilidade de se constituir um mercado europeu secundário para hipotecas era especialmente importante em termos da actividade bancária. Considerou ainda, que o euro trouxe vantagens óbvias para

Portugal, como o enorme benefício que veio da imposição de uma maior disciplina orçamental sobre o governo, sendo isto, sem dúvida, um travão muito importante à expansão ineficiente da actividade do Estado.

Romer (1998), contrariamente, considerou que a vantagem económica do euro estava a ser exagerada e os riscos a serem subestimados pelos europeus, especialmente no caso de existirem problemas com recessões nalgumas partes da Europa e “*booms*” noutras. Para este autor, os dois enfoques prioritários deveriam incidir noutras áreas. Primeiro, colocou em questão a eficiência dos mercados na Europa, vendo o atraso na taxa de desemprego e na lenta criação de postos de trabalho, na falta de fluidez no mercado de emprego e na iniciativa empresarial, considerando que está a ficar de parte. Em segundo, identificou o problema do envelhecimento da população e do impacte disso nos compromentimentos futuros em termos da segurança social.

Para Feldstein (1998), a unificação do espaço monetário europeu significava maior crescimento económico, já que o euro iria forçar a reforma dos sistemas de protecção social na Europa, contribuir para uma maior estabilidade política, no entanto, o sector financeiro teria que se reestruturar, pois perderia a protecção dos mercados monetários nacionais e as operações de intermediação. Por outro lado, o sector industrial deveria beneficiar de maior vantagem comparativa. Esperava ainda uma redefinição da política agrícola comum. No caso de Portugal, o efeito seria positivo, na medida em que poderia explorar melhor as suas vantagens competitivas num mercado mais integrado. O mesmo autor atribui ao euro o significado de “garantia de manutenção de taxas de inflação e de juros baixos”.

Segundo Roche (1998), a UEM teria um reduzido impacto sobre a economia norte-americana, mas teria fortes implicações sobre a economia europeia e sobre as relações entre a Europa e os Estados Unidos. Considerou ainda, que o impacto económico do euro poderia ser mais negativo do que positivo, particularmente no que se referia ao desemprego e à inflação, vendo como principais razões para avançar com a União Monetária, as de ordem política. A mudança para uma moeda única iria provavelmente causar ciclos de desemprego elevados no futuro. Com o euro, as taxas de juro e de câmbio não seriam mais usadas para ultrapassar alguns “sufocos” nas economias nacionais. Afirmou ainda, que o euro e a união política que se seguiriam, poderiam conduzir a novos e maiores conflitos sobre partilha do poder, podendo não ocorrer apenas entre os países que integravam a União Monetária, mas também entre aqueles que ficaram de fora, dado que a União iria tentar ditar regras para toda a Europa.

Para Garten (1998), o sucesso do euro dependia de todos os Estados participantes obedecerem a três regras básicas. Na primeira, as empresas deveriam competir de igual para igual num mercado fortemente concorrencial; na segunda, deveriam respeitar rigorosamente a política monetária imposta pelo Banco Central Europeu; a terceira, prendia-se com o cumprimento do orçamento de equilíbrio imposto aos governos pelo Pacto de Estabilidade. A dessincronia entre os ciclos económicos na Europa era um outro obstáculo ao sucesso da União Monetária. Os Estados periféricos (Espanha, Finlândia, Irlanda, Portugal, Suécia e Reino Unido) estavam a crescer cerca de 3,5 por cento ao ano e precisavam de aumentar as taxas de juro para refrearem. Mas, por outro lado, a Alemanha e a França precisavam de manter as taxas de juro baixas, sendo que, estas tensões, colocavam o Banco Central Europeu numa situação desconfortável.

Segundo Constâncio (2001), desde que o euro existe, as taxas de juro dos títulos dos tesouros europeus têm estado sistematicamente abaixo das taxas americanas, reflectindo confiança a prazo, e que o euro garante estabilidade macroeconómica num regime de inflação baixa. Segundo o mesmo autor, o principal objectivo do euro era o de dar à Europa autonomia na sua política monetária, dar independência, isto é, dar maior domínio sobre a conjuntura e, essencialmente, sobre o seu destino.

Para alguns economistas entusiastas da integração europeia, apostavam que a moeda única era um primeiro passo que deveria induzir, também, um orçamento comunitário de grande dimensão, através do qual se processariam as transferências necessárias a assistir os países atingidos por choques assimétricos. Segundo outros economistas, de formação mais liberal, viram na moeda única sobretudo uma oportunidade para forçar a reforma das estruturas da economia europeia, a fim de lhe conferir uma maior flexibilidade (Ramos, 2006).

Para Pina (1998), a economia portuguesa modernizou-se de forma muito significativa e os níveis de vida melhoraram expressivamente. Considerou ainda, que a economia beneficiou da participação portuguesa na UEM, usufruindo de um quadro macroeconómico estável, de baixa inflação, finanças públicas sãs, estabilidade cambial e taxas de juro reduzidas.

Segundo Marques (2001) ao analisar as vantagens das políticas económicas, considerou que a política de preços era benéfica para os consumidores e justificava maior competitividade empresarial nacional e até Europeia, a partir dos produtos estrangeiros que chegavam muito mais baratos a Portugal (risco operacional), prejudicando os agentes económicos nos mais variados ramos de actividades, dos sectores Primário ao

Terciário. Quanto à política de rendimentos (salários e capitais), Portugal deveria incrementar maiores índices de produtividade, devendo os salários acompanhar a evolução destes num contexto de maior disciplina e mobilidade de mão de obra. Houve quem defendesse, uma uniformização europeia, devendo os salários ser pagos em Portugal, com a equivalência adequada em termos de ramos de actividade, em função da média europeia ou tornando como referência um Estado-membro específico. Considerou ainda, que as desvantagens da Política Monetária Única foram provavelmente mais aparentes, que reais. Os BCN poderiam ser “comandados” pelo BCE e intervir directamente nas suas políticas monetárias, sendo seus co-decisores através do SEBC. A Banca Portuguesa foi profundamente afectada em termos de ameaças à moeda única, dada a redução das receitas e o aumento dos custos, em termos de adaptação e transição. Paralelamente, registaram-se menos arbitragens, menores margens de negócios e aumento de risco operacional, devido à entrada de bancos estrangeiros em Portugal. Quanto à política de emprego, era importante que existisse flexibilização dos preços e dos salários, para que pudesse haver mobilidade de factores produtivos. Caso esta flexibilidade não fosse possível, deveriam existir apoios comunitários para reduzir o desemprego em caso de choques económicos adversos.

Na sequência das conclusões retiradas do relatório anual sobre a economia europeia, Portugal foi considerado um dos países da Zona Euro que perdeu mais velocidade em termos de crescimento económico desde a adopção da moeda única (Couto, 2006).

Quanto à evolução das taxas de crescimento, no período anterior à introdução do euro (1992-1998) e nos anos seguintes (1995-2005), a economia portuguesa desacelerou de uma taxa de crescimento em torno dos 2,4% para apenas 1,6%. Este fenómeno deveu-se essencialmente à fortíssima quebra no investimento que depois de ter crescido 5,7% na década de noventa, retraiu-se 0,7% nos anos subsequentes à introdução do euro. Por outro lado, a taxa de desemprego apresentou um recuo de 6,2% para 5,4% e os salários reais passaram a crescer de forma consideravelmente mais moderada após a entrada no euro (7,5% que compara com 4,3%). Quanto à inflação, a adesão ao euro teve um impacto claramente positivo em Portugal, baixando em 2005 para valores inferiores a 3% (em 1992 e 1999 o crescimento médio dos preços andou acima dos 4% )

Segundo Torres (2002) uma pequena economia aberta tende a perder menos (a ganhar mais) do que uma grande economia fechada ao abdicar da sua autonomia monetária e aderindo a uma união monetária com os seus parceiros comerciais. Os custos de transacção e a incerteza cambial tendem a afectar especialmente as pequenas economias

abertas, dado que uma fracção relativamente importante do seu comércio é feita com outros países, enfrentando, conseqüentemente, maiores mercados cambiais. À medida que aumentava o grau de abertura, aumentavam também os benefícios da adopção de uma moeda comum e diminuía os custos da perda do instrumento cambial, isto porque uma desvalorização tem um impacto muito maior ao nível geral de preços de uma economia relativamente aberta, do que no caso de uma economia relativamente fechada. Considerando uma análise mais estritamente económica, segundo Damiano (1996), a principal dificuldade em estabelecer um balanço entre as vantagens e inconvenientes da UEM a nível nacional, advém do facto de as primeiras serem mais facilmente avaliadas a nível microeconómico, enquanto as segundas são mais perceptíveis a nível macroeconómico. Com efeito, e apesar das duas vertentes estarem articuladas, reconheceu que a nível das empresas haveriam ganhos significativos com a redução dos custos de financiamento, dos custos de transacção e do risco cambial que uma moeda única iria proporcionar. No entanto, a importância destes factores foi idêntica para todos os países, que, no caso específico de Portugal, o elevado peso dos encargos financeiros das empresas que operavam no espaço comunitário, num contexto de baixas taxas de juro, associado à eliminação do custo e risco cambiais trouxe um impacto favorável significativo. Considerando ainda as empresas nesta análise, os custos administrativos foram significativos com a passagem para a Moeda Única, especialmente no sector comercial, exigindo assim adaptação de “software” e outros equipamentos necessários à dupla afixação de preços, entre outros.

A mesma autora considerou a nível macroeconómico, aspectos negativos mais relevantes, dada a redução de graus de liberdade na condução da Política Económica com a perda de instrumentos de ajustamento associados às políticas monetária e cambial e a introdução de factores de rigidez nas restantes políticas, que não foi fácil a sua gestão, nomeadamente a capacidade de ajustamento face a choques externos ou internos. Da mesma forma, a política orçamental também esteve condicionada. Considerou ainda, que o balanço foi positivo, e a UEM deveria ser entendida como uma etapa necessária do processo de integração que oferece coerência, consolida e torna mais eficaz o Mercado Único, assegurando um enquadramento macroeconómico estável que favoreça o crescimento económico e a criação de emprego, não esquecendo igualmente a dimensão política de afirmação da Europa no contexto internacional Ferraz (2000), considerou como possíveis benefícios da moeda única, que esta existia como um complemento necessário à própria eficiência do funcionamento do Mercado



Único Europeu, argumentando os seguintes pontos. Primeiro, os Países membros da UE não podiam obter ganhos completos devido à existência do Mercado Único a menos que fossem eliminados plenamente o risco cambial e os custos de conversão das moedas que se colocavam perante a utilização de várias moedas nacionais. Segundo, devido à liberalização dos movimentos de capital na Europa, estes ganhos não poderiam ser obtidos simplesmente pela fixação de taxas bilaterais entre as moedas nacionais. A complementaridade referida entre a união monetária e a integração comercial assentava, não só, em considerações de eficiência, mas de igual maneira, em argumentos de “política económica”. A moeda única europeia podia ser vista como sendo uma condição chave para o aumento da influência da UE, na cooperação e coordenação monetária e financeira internacional, e, na defesa do sistema multilateral de trocas. Portugal, sendo um país periférico, geográfica e economicamente, conseqüentemente, os riscos eram proporcionais ao aprofundamento do processo de integração europeia. A perda da taxa de câmbio como mecanismo amortecedor de choques quer por factores internos, quer por factores externos, representava seguramente um risco, embora não fosse possível avaliar com precisão a magnitude do mesmo. O mesmo autor considerou ainda como vantagem considerável para Portugal, a diminuição da taxa de juro resultante da eliminação do prémio de risco cambial, podendo ter efeitos positivos sobre o investimento e sobre a diminuição do serviço da dívida pública. No entanto, Portugal necessitava de realizar reformas estruturais, melhorar o tecido produtivo, investir em capital humano para que conseguisse realizar a convergência real, podendo neste sentido, o Pacto de Estabilidade constituir um entrave ao processo de crescimento e desenvolvimento de Portugal.

A estabilidade cambial permite a concretização de uma política desinflationista, que possibilita a redução das taxas de juro que, num quadro de estabilidade global, criará as condições propiciadoras de uma aceleração do investimento, do desenvolvimento da produção e da distribuição, do recurso ao crédito, o que irá produzir efeitos positivos ao nível da expansão da actividade económica.

As vantagens pertencentes ao desaparecimento dos custos cambiais nas operações inerentes às moedas dos países participantes, foram bastante significativas, para a maioria das importações e exportações efectuadas nos países comunitários.

Relativamente a custos decorrentes da UEM, a perda de autonomia na condução da política monetária e cambial foi, normalmente, apontado como o principal. No entanto, a perda dos instrumentos tradicionais de gestão da conjuntura apresentou a vantagem de

alguns países da União poderem passar a viver de forma sustentável, com reduzidas taxas de inflação e de passarem a ter um compromisso formal de controlo das contas públicas<sup>343</sup>.

Na perspectiva de Feldstein (2009), as vantagens sobre o comércio, da criação da moeda única, seriam inferiores ao aumento do desemprego por ela provocado, em que a principal motivação para a criação do euro foi política e não económica, já que o euro aumentaria os conflitos entre os europeus e entre a Europa e os EUA. Quanto à questão da independência nacional, era importante destacar que uma pequena economia aberta como a de Portugal estaria sempre “condenada” a uma crescente dependência do exterior e a existência de uma moeda nacional tenderia, cada vez mais, a perder o seu valor.

Para Garcia (2009), a adesão à moeda única, representou uma perda de liberdade na condução da política económica e até ao nível da política orçamental, atendendo à existência de um Pacto de Estabilidade. No entanto, referiu que a mudança que ditou o fim do escudo, foi mais favorável, pelo facto de que, no período até 1999, Portugal utilizou o mecanismo da desvalorização cambial como uma forma de contornar os problemas mais estruturais de competitividade, em que se desvalorizava, mas nada mudava. Nesse mesmo período, as taxas de juro foram sempre mais altas do que as dos parceiros europeus, desincentivando assim, o investimento. A partir do Pacto de Estabilidade é que Portugal começou a ter um pouco de disciplina orçamental.

Pelo exposto, concluímos assim, que os benefícios que o Euro trouxe para a Economia Portuguesa, superam em larga medida os respectivos custos, no entanto, os critérios de convergência para a adesão à moeda única, não foram provavelmente os “ideais”. Nesta sequência, alguns autores, consideram como critérios verdadeiros e reais para adesão à moeda única, o emprego e o crescimento económico, pois só a convergência destes critérios poderá gerar maiores simetrias e favorecer a unificação pacífica das ZMO entre os Estados-Membros.

---

<sup>343</sup> Cf. João Loureiro, *Euro - Análise Macro-económica*, (1999), Vida Económica, pp.222-223.

## **CAPÍTULO V– O EURO E O DESEMPENHO DA ECONOMIA PORTUGUESA, FACE AO ALARGAMENTO DA UE AOS PAÍSES DA EUROPA CENTRAL E DO LESTE (PECO)**

### **5.1. Os Principais Desafios da União Europeia no Pós-Euro**

A moeda única não pode ser vista senão como o ponto culminante de apenas uma fase do processo, em que a integração se verificou especialmente ao nível económico, sem uma contrapartida clara ao nível político, de forma a poder responder a novos desafios - económicos, sociais e políticos enfrentados pela União Europeia no pós-euro (globalização, alargamento, emprego, sociedade de informação, democraticidade e participação, segurança e defesa). O Euro é um dos principais elementos federalistas e como tal, um projecto político fundamental para a “construção europeia” que algumas elites ambicionavam (Carvalho, 2006).

O Euro serve os interesse do grande capital – das grandes empresas multinacionais europeias – ao reduzir os seus custos de internalização e internacionalização dos mercados, possibilitando assim, uma melhor divisão da sua cadeia de valor no mercado interno, maximizando os lucros.

A economia portuguesa teve uma “performance” notável após a adesão à então Comunidade Europeia, que deu origem à actual UE, assegurando a sua plena inserção na economia internacional e no espaço europeu com as quatro grandes liberdades de circulação: pessoas, bens, serviços e capitais.

Através do apoio do investimento directo estrangeiro, Portugal avançou para novos sectores industriais, como o material de transporte, as máquinas e bens de equipamento, reforçando-se também o cluster automóvel com o projecto Auto-Europa e a dinamização da indústria de componentes.

Com a entrada no euro, Portugal teve uma das maiores oportunidades de desenvolvimento da sua história, devendo-se essencialmente às reduzidas taxas de juros europeias, a volumosos apoios comunitários e a um acréscimo da credibilidade no contexto internacional. Devido às descidas das taxas de juro, os juros de dívida pública desceram favoravelmente (em % do PIB), originando uma forte expansão da despesa pública corrente. Paralelamente, do lado da oferta (produção nacional), não foi notório

esse “boom” de consumo público e privado, causando grandes desequilíbrios externos e uma das mais reduzidas taxas de produtividade da UE.

Portugal necessita de realizar reformas estruturais, melhorar o tecido produtivo, investir em capital humano qualificado para que consiga realizar a convergência real. Neste sentido, o Pacto de Estabilidade pode constituir um entrave ao processo de crescimento e desenvolvimento de país, no entanto, Portugal defende melhor os seus interesses aderindo aos projectos da UE do que ficando fora deles, constituindo a UEM, o melhor enquadramento para a coesão económica e social (Ferraz , 2000). No entanto, o PEC visa assegurar programas de redução das taxas de juro de curto prazo e de acordo com as expectativas dos mercados procurará reduzir as taxas de juro de longo prazo, reduzindo encargos com o serviço da dívida pública, concentrando gastos públicos em crescimento real e emprego de longa duração.

O euro a par da globalização crescente das economias e da emergência das novas tecnologias da informação e da comunicação, contribui para tornar o mundo cada vez mais pequeno e integrado, contexto este que se poderá reflectir em benefício das economias ou das regiões periféricas. Este é um critério necessário a uma parceria estratégica entre empresas e o Estado, no sentido de proporcionar oportunidades e contornar obstáculos.

As empresas devem ser os protagonistas do processo de crescimento, mas o Estado tem um papel catalisador essencial na criação de condições que estimulem o desenvolvimento económico.

O euro influencia as políticas económicas portuguesas, em virtude da obrigatoriedade de manter um défice orçamental inferior a 3 por cento do PIB, devendo a política orçamental ser prosseguida com grande rigor. Por outro lado, influencia as políticas fiscais e da Segurança Social, pois a necessidade de manter o défice orçamental controlado, obriga o Estado a ter de optar entre reduzir despesas ou aumentar receitas.

Com a perda de autonomia das políticas cambiais, é impossível recorrer às “desvalorizações competitivas” potenciadoras de ganhos de produtividade, e que sempre constituíram um importante instrumento de combate aos chamados choques assimétricos.

A fixação da taxa de câmbio do euro face às restantes moedas internacionais, foi feita externamente, tendo em conta os valores médios do conjunto da União<sup>344</sup>.

---

<sup>344</sup> No entanto, a União não é coesa e temeu-se que a fixação das taxas de câmbio fosse um valor muito alto, prejudicando as exportações e facilitando as importações, contribuindo negativamente para a economia nacional.

Um Euro forte e estável tenderá a ser crescentemente utilizado como moeda de referência no comércio e operações financeiras internacionais e como moeda de reserva nas carteiras públicas e privadas. Podemos considerar, que o Euro passou a ser a moeda de facturação nas transacções em que participam os países da União Europeia e a integração e aprofundamento dos mercados financeiros europeus e a credibilidade da política monetária do BCE favorecerão o aumento da procura de activos em Euros. A actual hegemonia do dólar como moeda internacional tenderá, deste modo, a esbater-se e o Euro emergirá como um pilar do Sistema Monetário Internacional.

A UEM e a moeda única europeias trazem consigo um vasto campo de oportunidades, assim como de desafios. Em relação às oportunidades, a moeda única deverá elevar a eficiência do Mercado Único e implementar um novo quadro económico caracterizado pela estabilidade dos preços e pela disciplina orçamental. Quanto aos desafios, um funcionamento mais eficiente das economias da UEM exigirá a adopção de um adequado “*mix*” entre as políticas monetária e orçamental. No entanto, se os mercados de capitais estiverem liberalizados, a mobilidade do trabalho reduz-se, dificultando a possibilidade de resposta perante “choques”, introduzindo alguma ineficiência no financiamento da zona euro e reduzindo as vantagens que os Estados-membros podiam retirar da UEM.

## **5.2. Alargamento da UE aos Países da Europa Central e do Leste (PECO) e seus efeitos na economia portuguesa**

Relativamente às grandes alterações na economia portuguesa, provenientes do alargamento da UE aos países da Europa Central e do Leste, consideramos pertinente analisar as alterações no comércio, pelo seu impacto económico, e, da mesma forma, o investimento directo estrangeiro. Os estudos feitos a esta temática, indiciam que Portugal será seguramente o país menos beneficiado pelo alargamento da UE devido, fundamentalmente, à elevada similaridade da sua estrutura de exportações face à dos PECO, ao eventual desvio de fluxos de investimentos e à provável deslocação de algumas multinacionais, que afectarão o produto e o emprego, tal como devido à redução prevista dos fundos estruturais e de coesão, que condicionam a capacidade de intervenção em prol do desenvolvimento regional. Nesta sequência, Portugal deverá actuar a dois níveis distintos, um, no plano interno, promovendo reformas estruturais em

diferentes domínios de intervenção e outro, no domínio externo, tendo de pugnar pela reafirmação da dimensão sócio estrutural das políticas de coesão (Caetano; Galego; Costa, 2005).

O alargamento da UE aos países da Europa Central e do Leste constituiu um dos desafios mais ambiciosos não só para a Europa como na relação desta com o resto do mundo. Para além de ser imperativo que as empresas invistam cada vez mais em formas avançadas de cooperação, é imprescindível serem activas junto dos decisores políticos e dos sectores com maior potencial competitivo.

No entanto, este alargamento aos PECO não representa apenas uma oportunidade, é igualmente um constrangimento, podendo prever-se, a curto e médio prazos, grandes dificuldades no campo económico, muito maiores do que as causadas por qualquer dos anteriores alargamentos (Sousa, 2000).

Não sendo a Europa uma Zona Monetária Óptima, o imperativo de ir preparando a economia para esse óptimo de funcionamento, acabou por se traduzir no novo paradigma de competitividade gerado pelo próprio funcionamento da UEM e que abrange as empresas, os serviços públicos e as instituições em geral da sociedade civil. Daqui resultaram três grandes forças, duas das quais direccionadas para a maximização da incerteza estrutural, e a terceira direccionada para o incremento da previsibilidade: intensificação da globalização; intensificação da mega concorrência; intensificação da previsibilidade. Este acréscimo de previsibilidade é o maior atractor do investimento directo estrangeiro, enquanto o euro, veio acelerar a mudança de um ambiente de concorrência para um outro de “mega concorrência”(Rodrigues, 2000).

Será que uma política monetária única pode dar resposta às necessidades diferenciadas deste número crescente de países, com economias diferentes, com níveis diferenciados de desenvolvimento económico e social, com estruturas produtivas diferentes, com opções políticas e culturas administrativamente diferentes, já que estas implicam respostas de política económica e monetária diferenciadas?

Será essa a função da União Europeia, que terá de conciliar disparidades económicas, sociais e regionais, através de políticas comuns para os diferentes países.

### **5.2.1. Alterações no Comércio**

Na sequência dos movimentos de liberalização comercial, podemos destacar o efeito de criação de comércio relativo ao aumento dos fluxos de natureza bilateral com os novos membros da UE e o efeito de substituição no mercado europeu de bens importados de Portugal e dos restantes actuais membros, por bens provenientes dos países aderentes.

Verificou-se um aumento no peso do comércio português (exportações e importações), por parte dos PECO, no período compreendido entre 1995 e 2001. No entanto, Portugal tem surgido, sistematicamente, no contexto dos actuais membros da UE, entre os parceiros comerciais de menor importância para os PECO (Fontoura; Crespo, 2004). Segundo os mesmos autores, o efeito de criação bilateral de comércio continua a permanecer, no caso de Portugal, em larga medida, por explorar.

Relativamente ao efeito de substituição de comércio, Portugal evidenciou, entre os actuais membros, um grau médio/alto de similitude estrutural e, deste modo, de risco potencial face aos PECO, para além de apresentar, de um modo geral, um grau de abertura inferior, apenas excedendo, em 2001, o valor registado pela Polónia. Em relação ao grau de dependência do mercado europeu (ao nível das exportações), Portugal foi, em qualquer um dos períodos, a economia cujas exportações se dirigiram numa proporção mais elevada para o mercado europeu (vide quadro 2).

**Quadro 2 - Grau de abertura e dependência do mercado europeu (%)**

Países	Grau de abertura em % do PIB		Dependência da UE (nas exportações)	
	1995	2001	1995	2001
Grécia	31,28	34,09	59,97	43,62
Irlanda	112,21	131,30	71,13	61,55
<b>Portugal</b>	<b>51,58</b>	<b>57,28</b>	<b>79,92</b>	<b>81,80</b>
Espanha	34,45	46,92	72,18	70,34
Bulgária	87,45	96,92	42,59	52,29
R.Checa	81,65	119,64	59,71	68,14
Estónia	97,19	171,12	62,64	66,61
Hungria	70,02	117,13	66,38	69,14
Letónia	100,25	96,14	63,69	62,34
Lituânia	96,37	88,96	47,54	54,04
Polónia	40,59	46,19	69,66	68,64
Eslováquia	101,79	130,19	42,41	58,66
Eslovénia	91,05	101,68	67,48	62,72
Roménia	49,55	68,10	51,78	67,86

Adaptado (Fontoura ; Crespo, 2004)

A situação portuguesa surgiu ainda agravada, em termos de impacto potencial do efeito substituição, pelo facto de, no período considerado, ter sido o único dos países da Coesão que acentuou o seu nível de dependência face ao mercado europeu, enquanto os novos membros da UE, conheceram, sem surpresa, um aumento do grau de dependência relativamente ao mercado europeu.

A análise em termos evolutivos revelou a existência de um movimento de convergência perante os PECO, o que realçou a concorrência com Portugal no mercado europeu.

Em termos globais, Portugal registou uma perda de quota de mercado na UE, contrariamente à generalidade dos PECO que conseguiram importantes acréscimos neste domínio. Dos países da Coesão, apenas a Grécia evidenciou uma evolução semelhante, enquanto a Irlanda registou um ganho muito considerável. Tanto Portugal como os PECO reduziram a diferença negativa em termos de população. No entanto, enquanto Portugal diminuiu o diferencial (positivo) em termos do PIB, essas economias registaram, na generalidade dos casos, um aumento da respectiva diferença positiva em



relação ao PIB, exprimindo o dinamismo das exportações dos PECO para a UE, resultante da liberalização comercial consignada nos Acordos Europeus (vide quadro 3).

**Quadro 3 – Quotas de mercado totais e diferenças de peso relativo à proporção no PIB e na população**

Países	1995			2001		
	Quota(%)	Diferença do peso do país face ao peso no PIB	Diferença do peso do país face ao peso na população	Quota (%)	Diferença do peso do país face ao peso no PIB	Diferença do peso do país face ao peso na população
Áustria	1,76	-0,13	0,83	1,71	0,28	0,86
Bélg.-Lux	6,56	6,03	7,13	6,02	6,04	6,79
Dinamarca	1,53	0,16	1,07	1,17	-0,19	0,61
Finlândia	1,21	0,28	0,65	1,09	0,17	0,55
França	9,51	-3,84	1,35	8,34	-3,27	0,14
Alemanha	17,01	-3,29	7,12	15,05	0,23	5,34
Grécia	0,31	-0,87	-1,75	0,22	-1,08	-1,87
Irlanda	1,36	1,19	1,18	2,37	2,31	2,76
Itália	7,06	-2,22	-1,94	5,58	-4,75	-3,60
P.Baixos	7,10	5,46	6,85	7,17	6,11	7,42
<b>Portugal</b>	<b>1,05</b>	<b>0,29</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,93</b>	<b>0,27</b>	<b>-0,50</b>
Espanha	3,39	-1,71	-3,50	3,48	-1,81	-3,07
Suécia	2,62	0,95	1,89	2,05	0,44	1,22
R.Unido	6,56	-3,36	-2,97	6,51	-7,41	-2,66
Bulgária	0,12	0,02	-1,57	0,16	0,08	-1,35
R.Checa	0,67	0,37	-1,20	1,14	1,03	-0,43
Estónia	0,06	0,03	-0,23	0,13	0,13	-0,10
Hungria	0,56	0,30	-1,36	1,11	1,04	-0,43
Letónia	0,07	0,04	-0,42	0,07	0,01	-0,39
Lituânia	0,08	0,04	-0,66	0,12	0,04	-0,57
Polónia	0,90	-0,14	-6,79	1,17	-0,37	-6,24
Eslováquia	0,23	0,12	-0,80	0,38	0,33	-0,55
Eslovénia	0,35	0,29	0,10	0,30	0,22	0,06
Roménia	0,26	-0,03	-4,38	0,43	0,17	-3,99
Total	70,33			66,70		

Adaptado (Fontoura ; Crespo, 2004)

Quanto às indústrias intensivas em trabalho, para Portugal, 24,01% das exportações corresponderam a sectores enquadrados nesta categoria, constituindo o valor mais elevado no conjunto dos países da Coesão. Nas indústrias intensivas em capital, Portugal registou o terceiro menor valor entre todos os países considerados. Relativamente às indústrias baseadas em *marketing* e tecnologia, Portugal situou-se em quinto lugar, com 29,22% das respectivas exportações, registando quase o dobro do da Grécia (vide quadro 4).

**Quadro 4 – Exportações para a UE por tipologia de “factores determinantes” (% das exportações totais)**

Países	1995					2001				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Grécia	12,42	27,54	24,27	30,58	5,19	13,72	21,05	26,61	23,32	15,30
Irlanda	13,05	5,57	19,61	32,55	29,23	5,67	2,67	26,13	13,55	51,98
<b>Portugal</b>	<b>16,29</b>	<b>33,91</b>	<b>17,46</b>	<b>17,65</b>	<b>14,70</b>	<b>16,51</b>	<b>24,01</b>	<b>14,21</b>	<b>16,04</b>	<b>29,22</b>
Espanha	17,28	7,54	23,00	15,17	37,01	17,32	8,48	20,36	16,09	37,76
Bulgária	12,61	25,86	41,87	16,12	3,54	12,43	36,42	34,13	12,75	4,26
R.Checa	29,42	26,71	22,43	9,70	11,74	30,03	18,91	18,10	7,17	25,78
Estónia	9,60	38,05	33,98	7,32	11,05	10,66	35,95	16,31	6,43	30,65
Hungria	21,80	24,05	20,41	12,41	21,33	17,30	12,82	12,98	6,79	50,12
Letónia	4,52	30,57	60,42	3,76	0,73	7,32	61,90	23,58	5,36	1,84
Lituânia	6,09	33,62	47,13	9,03	4,12	8,06	42,14	36,14	8,58	5,08
Polónia	17,63	38,30	24,26	9,92	9,90	21,65	30,20	18,80	9,32	20,03
Eslováquia	20,87	27,19	33,94	7,78	10,21	23,32	20,43	23,56	7,05	25,63
Eslovénia	28,16	28,67	18,12	7,67	17,38	29,69	24,28	20,31	6,44	19,28
Roméia	15,33	47,67	21,93	13,57	1,50	16,23	48,31	13,40	16,23	5,83

(1) Não discriminadas; (2) indústrias trabalho-intensivas; (3) indústrias capital-intensivas; (4) indústrias baseadas em *marketing*; (5) indústrias baseadas em tecnologia.

Adaptado (Fontoura ; Crespo, 2004)

Constatamos, como tendência geral, uma evolução positiva em Portugal, traduzida numa redução do peso das indústrias cujo processo produtivo era intensivo em trabalho pouco qualificado e no aumento do peso das que eram intensivas em tecnologia e em

trabalho mais qualificado, assim como no aumento da importância relativa dos sectores mais dinâmicos na óptica da procura europeia.

No entanto, Portugal continuou a evidenciar uma forte concentração das suas exportações em sectores enquadrados na categoria de nível mais baixo e um escasso peso na qualificação mais elevada.

Consideramos ainda que, todos os PECO apresentaram, no período em referência, uma alteração da sua estrutura mais rápida que a de Portugal (a excepção é a Eslovénia com valor similar) e que os três PECO com os quais, não só Portugal como a generalidade dos actuais membros, tem mais comércio (República Checa, Hungria e Polónia), sobretudo os dois primeiros, que registaram quotas de mercado superiores à de Portugal, especialmente nas categorias mais dinâmicas.

Pelo facto de Portugal ser o país, entre os actuais membros, que apresenta um maior grau de similitude estrutural com os restantes sete PECO e a perda de vantagem relativa das exportações portuguesas em termos de qualidade, e também pela localização geográfica, desperta-nos para um cenário de uma concorrência mais penalizadora, no futuro, para as exportações portuguesas.

### **5.2.2. Alterações no Investimento Directo Estrangeiro**

Na literatura económica, existem várias teorias para explicar a existência de Investimento Directo Estrangeiro (IDE) e são apontados inúmeros determinantes que levam uma empresa multinacional a escolher determinado país para investir. O IDE pode afectar o crescimento endogenamente, visto que gera rendimentos crescentes via externalidades e efeitos de dispersão na produtividade.

Segundo Lopes (2004), a entrada de Portugal na Comunidade Europeia abriu novas perspectivas aos investidores estrangeiros: aumentou a sua confiança na estabilidade política, económica e social e permitiu-lhes produzir em grande escala para o mercado único.

A liberalização económica e as privatizações criaram oportunidades atractivas para investidores estrangeiros, bem como a melhoria das infra-estruturas, nomeadamente nos transportes e comunicações e os incentivos ao IDE.

Os factores que influenciaram positivamente a competitividade de Portugal à escala internacional na atracção de IDE foram os baixos salários, a situação geográfica em

relação aos principais mercados europeus e as características do mercado de trabalho, com pouca conflitualidade social e maior flexibilidade dos salários reais do que em outros países europeus.

No entanto, o IDE foi destinado, fundamentalmente, aos sectores financeiro, imobiliário e do comércio, sectores de lucros rápidos e sem o valor acrescentado que Portugal necessitava.

A partir de 1992, para além das oportunidades de investimento nesses sectores terem diminuído, a concorrência dos países do Extremo Oriente, América Latina e da Europa Central, fizeram com que houvesse um acentuado decréscimo de fluxos de investimento estrangeiro em Portugal.

O investimento directo da UE nos países associados acelerou consideravelmente a partir de 1996, quando as economias começaram a recuperar da recessão dos anos noventa e quando a adesão dos países associados à UE passou a ser mais do que uma possibilidade. A Europa Central e Oriental proporcionaram um mercado para os produtores da Comunidade, quer de bens de investimento, quer de bens de consumo. O alargamento da UE aos PECO, ao diminuir o grau de incerteza na região e o risco económico associado ao investimento, conduziu a um aumento do investimento directo estrangeiro dos actuais Estados-Membros da União nesses países e o aproveitamento de todos os benefícios inerentes.

Relativamente ao IDE a nível mundial, registou-se um elevado aumento ao longo da década de noventa e, numa escala ainda superior na UE, a uma significativa evolução crescente ao nível dos fluxos de IDE dirigidos aos PECO. No caso específico de Portugal, os fluxos de entrada de IDE, foram inferiores aos da Polónia e da República Checa e superiores aos da Hungria e Eslováquia (vide quadro 5).

**Quadro 5- Fluxos de entrada de IDE (milhões de dólares)**

	<b>1989-1994</b> <b>(média anual)</b>	<b>1996</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>
Mundo	200.145	384.910	692.544	1.270.764
União Europeia	76.634	109.642	261.141	617.321
<b>Portugal</b>	<b>1.912</b>	<b>1.494</b>	<b>3.115</b>	<b>4.263</b>
Espanha	11.123	6.585	14.214	36.615
Grécia	999	1.058	85	1.115
Irlanda	912	2.618	11.035	16.320
PECO	3.173	9.697	17.347	21.992
R.Checa	563	1.428	3.718	4.595
Eslováquia	137	251	631	2.075
Eslovénia	71	186	165	181
Polónia	788	4.498	6.365	10.000
Bulgária	50	109	537	1.002
Estónia	153	151	581	398
Hungria	1.152	2.275	2.036	1.957
Lituânia	24	152	926	379
Letónia	95	382	357	407
Roménia	140	265	2.031	998

Adaptado (Fontoura ; Crespo, 2004)

Considerando uma análise em termos de pesos dos diferentes países no IDE mundial por comparação com os pesos no PIB, emprego e exportações mundiais, em Portugal verificou-se um acentuado decréscimo. Assim, no período 1988-2000, a proporção de IDE mundial recebido por Portugal foi inferior ao seu peso em termos de PIB e de exportações, contrastando com o período 1988-1990, em que o peso do IDE mundial canalizado para Portugal superou largamente a sua representatividade em relação às três variáveis tomadas por padrão.

Em termos de emprego, a proporção de IDE que foi dirigida a Portugal excedeu o que seria expectável. A mesma tendência que ocorreu em Portugal, e no que respeita aos restantes países da Coesão, verificou-se em Espanha e Grécia (vide quadro 6).

**Quadro 6- Pesos dos diferentes países no IDE mundial por comparação com os pesos no PIB, emprego e exportações mundiais**

Países	1988-1990			1998-2000		
	PIB	Emprego	Exportações	PIB	Emprego	Exportações
<b>Portugal</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>
Espanha	2,4	7,5	2,6	1,0	3,1	0,8
Grécia	1,2	2,3	1,3	0,2	0,5	0,2
Irlanda	0,7	2,2	0,2	5,1	20,3	1,2
R.Checa	0	0	0	2,7	2,3	1,0
Eslováquia	0	0	0	1,5	1,0	0,6
Eslovénia	0	0	0	0,3	0,5	0,1
Polónia	0,1	0	0	1,5	1,1	1,3
Bulgária	0	0	0	1,9	0,7	1,0
Estónia	0	0	0	2,5	1,5	0,7
Hungria	0,6	0,4	0,3	1,2	1,2	0,5
Lituânia	0	0	0	1,7	0,8	0,9
Letónia	0	0	0	1,7	0,8	0,8
Roménia	0	0	0	1,1	0,3	0,9

Adaptado (Fontoura ; Crespo, 2004)

Em relação à origem do IDE e em termos de análise do ano 2000, a UE foi responsável por uma grande parcela do IDE destinado aos PECO.

Segundo dados da Eurostat, por exemplo, o IDE em Portugal caiu em 2007, mais de 50%, revelando o comportamento oposto pela generalidade da União Europeia. O ano em referência, foi marcado pela crise de crédito de elevado risco, iniciada nos EUA, e que se estendeu ao resto do mundo, levando os países estrangeiros a investirem menos, e, particularmente em Portugal. Da mesma forma, os investimentos realizados por Portugal no estrangeiro diminuíram 22% para países dentro da UE e em países fora da região, o IDE nacional diminuiu 10,5% .

Considerando os sectores de actividade, a indústria transformadora era o maior destinatário do IDE realizado nos PECO, contrariamente à situação em Portugal, em que o peso da indústria transformadora no total do IDE recebido foi bastante mais reduzido.

Em Portugal, pese embora terem sido realizados importantes investimentos na indústria, os sectores não transaccionáveis têm-se revelado como os mais atractivos para os investidores externos (imobiliário, bancos e seguros).

Comparativamente com o passado, em que predominavam os factores com impacte nos custos directos de produção, actualmente prevalecem os factores com impacte nos custos de transacção e coordenação; infra-estruturas; sistema económico e políticas governamentais; estrutura organizativa e institucional de afectação de recursos; oportunidade de explorar economias de aglomeração em zonas industriais (Fontoura; Crespo, 2004).

O IDE tem efeitos directos nas economias receptoras, nomeadamente, a formação de capital, aumento de receitas fiscais, criação de postos de trabalho, entre outros.

Relativamente ao impacto em Portugal, em termos de criação de emprego, segundo Farinha e Mata (1996), o mesmo é de longo prazo face às empresas nacionais, pelo facto do nível de emprego inicial ser em média, superior numa empresa estrangeira e este perdurar por muito mais tempo.

Ainda nesta sequência, segundo Cabral (1996), em Portugal, o peso das exportações no total das vendas é bastante superior no caso das empresas multinacionais, evidenciando um maior contributo dessas empresas em termos de equilíbrio comercial.

Mas Portugal não pode depender apenas do IDE para fomentar o crescimento, tendo de apostar em actividades novas e processos produtivos de vanguarda.

Portugal deveria ter-se prevenido com a entrada dos PECO na UE e reflectindo mais sobre as suas consequências. Assim, no seguimento de um questionário elaborado junto de gestores com experiência a nível internacional (Fontoura; Crespo, 2004), em que se pretendiam identificar os factores de competitividade, Portugal deveria ter apostado mais nos seguintes factores: na transparência da acção governativa; na adaptabilidade às alterações registadas na economia; no grau de efectividade na aplicação das decisões tomadas; no excesso de burocracia. Esta realidade constituiu um verdadeiro obstáculo ao livre e normal desenrolar da actividade económica. Os factores em Portugal, que em termos relativos, melhor o avaliaram, foram a protecção à segurança pessoal e à propriedade privada e a eficiência demonstrada pelo sistema financeiro.

Atendendo ao exposto, o IDE dirigido aos PECO, continua a aumentar e já trouxe para Portugal alguns “problemas”, dado o número de empresas multinacionais que saíram nos últimos anos do nosso país, aumentando o desemprego, entre outros factores prejudiciais à nossa economia.

A fragilidade de Portugal perante estes factores menos positivos, tem comprometido a capacidade das empresas nacionais de beneficiarem dos efeitos indirectos decorrentes da presença de empresas multinacionais no mercado local, anulando, deste modo, uma das vantagens mais relevantes do IDE. Em termos de condições do mercado de trabalho, Portugal tem-se mostrado ineficiente, contrariamente aos PECO, sendo um dos factores importantes na atracção de IDE.

A estabilidade política e económica de Portugal e uma melhor dotação de infra-estruturas, constituem vantagens de Portugal sobre os PECO, na atracção de investimento. Portugal terá que apostar no desenvolvimento de condições de localização do investimento, que proporcionem a implantação de novas actividades, que permitam evoluir no sentido de um padrão de especialização globalmente competitivo.

Também é de realçar, os custos salariais mais elevados em Portugal, do que os praticados nos PECO e menor disponibilidade de capital humano, originando uma certa concorrência entre ambos.

Constatamos assim, a presença de um desinvestimento directo do estrangeiro, na economia portuguesa, proveniente de custo de oportunidade e da existência de opções alternativas mais favoráveis para as empresas multinacionais.

### **5.3. Convergência e/ou Divergência de Portugal para União Europeia**

A compreensão do funcionamento da UEM passou pela caracterização de dois pontos fundamentais e complementares: uma moeda única e uma moeda estável, correspondendo entre si, a dois objectivos, a eficiência e a estabilidade. Têm sido várias as teorias que analisaram os possíveis ganhos e perdas com a supressão das diferentes moedas, em favor da moeda única comum.

Em termos de potenciais custos, tem-se colocado o problema em Países membros da UEM que possam ser confrontados na ausência do instrumento da taxa de câmbio, no caso do advento de “choques agregados” nacionais, apesar de quem tenha defendido, que estes choques poderiam desaparecer com a UEM.

A integração europeia tem conduzido, por um lado, a um aumento das disparidades entre regiões – efeito difusão – e por outro lado, a um aumento das disparidades entre



regiões mais ricas e regiões mais pobres – efeito de polarização, exigindo a priori, uma política regional comunitária que esbata as desigualdades inter-regionais.

Portugal é um país periférico, geográfica e economicamente. Consequentemente, os riscos são proporcionais ao aprofundamento do processo de integração europeia.

Portugal cumpriu os critérios de convergência nominal, mas está ainda longe dos níveis de desenvolvimento das economias mais ricas da União.

Portugal é dos países mais vulneráveis a eventuais choques assimétricos. A perda da taxa de câmbio como mecanismo amortecedor de choques, quer por factores internos, quer por factores externos, representa um risco, embora não seja possível avaliar com precisão a magnitude do mesmo.

Relativamente às performances da Zona Euro, estas têm sido piores que as da União Europeia no seu conjunto, assim como as taxas de desemprego que têm sido sempre superiores. O crescimento médio do PIB da década de 1990 foi de 2,9% e desde 2000 o crescimento médio situou-se nos 0,9%.

Desde 2000 que Portugal está em divergência económica com a UE. O PIB *per capita*, em paridades de poder compra, em relação à UE, passou de 73,2% para 64,8% em 2006, ou seja, o valor mais baixo desde 1989 (64,5%) (Carvalho, 2006).

Segundo Torres (2007), a economia portuguesa em 2002, entrou simultaneamente, e pela primeira vez na sua história recente, num período de divergência e apreciação real e de agravamento da sua Balança Corrente e do seu défice orçamental, em conjunto com um agravamento do desemprego. Quanto maior a rigidez dos salários reais e nominais, tanto maior o aumento do desemprego necessário ao restabelecimento da competitividade. Para este autor, é necessário eliminar as múltiplas distorções, fiscais e regulamentares, conservadas em nome da suposta convergência real, sendo a melhor forma de aumentar a produtividade e competitividade da economia portuguesa. Afirmou ainda, que, pelo facto de Portugal fazer parte da UEM, só ajudará os Portugueses a escolher o melhor entre várias opções de ajustamento e entre vários modelos de desenvolvimento.

Em termos de divergência, Portugal no período compreendido entre 2003 e 2007 cresceu em média 0,8% ao ano enquanto a UE25, no mesmo período, cresceu 2,3% ao ano, ou seja, quase três vezes mais, consequência, em parte, da política de obsessão do défice no nosso país, imposto pela UE, sem a existência de uma política centrada no crescimento económico. A divergência não só se verificou na área económica, mas também na área social, em que os preços convergiram para os preços comunitários,

apresentando anualmente um aumento em Portugal superior à média na UE25, enquanto os salários e os outros rendimentos têm divergido, com o consequente aumento das desigualdades.

Através dos dados divulgados pelo Eurostat, que constam do quadro seguinte (n.º.7), verificou-se no período 2000-2006, uma convergência muito rápida dos preços em Portugal para os preços médios na UE e, mesmo depois de 2003, após o País ter “mergulhado” numa grave crise, determinando assim o agravamento das condições de vida da maioria da população.

Em 2000, os preços médios na UE25 eram superiores aos portugueses em 26,6 pontos percentuais, enquanto, em 2006, essa diferença tinha-se reduzido para cerca de metade. Em percentagem, em 2000, os preços médios na UE25 eram superiores aos portugueses em 36,2%, enquanto em 2006 eram apenas em 15,6%. Este facto deriva da taxa de inflação em Portugal, ser sistematicamente superior à taxa de inflação média da União Europeia.

No período 2000-2006, os preços subiram, em média, em Portugal 3,1% ao ano, enquanto na União Europeia a taxa média de inflação anual foi de 2,1%, ou seja, a taxa média de inflação no nosso País foi superior em 49% à taxa média da União Europeia.

Quanto ao preço de bens de consumo, especialmente alimentares, com a entrada do euro, a maioria aumentou mais do dobro, reflectindo-se numa descida do poder de compra das famílias. Consideramos assim, que a divergência aumentou em 6% nos últimos oito anos.

**Quadro 7 – Nível de preços comparados entre a União Europeia e Portugal**

<b>Anos</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005-00</b>
UE25(base)	100	100	100	100	100	100	100	0,0%
UE15	104	103,6	103,8	104	104,1	103,8	103,8	-0,2%
Zona Euro	99,9	100,3	101,1	103	103	102,9	102,8	2,9%
<b>Portugal (%UE25)</b>	<b>73,4</b>	<b>74,6</b>	<b>76,2</b>	<b>85,7</b>	<b>86,1</b>	<b>86,0</b>	<b>86,5</b>	<b>17,8%</b>
PT.UE25(p.p.)	-26,6	-25,4	-23,8	-14,3	-13,9	-14	-13,5	-49,2%
UE25/PT	+36,2%	+34,0%	+31,2%	+16,7%	+16,1%	+16,3%	+15,6%	-56,9%

Fonte: Eurostat

Enquanto os preços em Portugal convergem rapidamente para os preços médios na União europeia, o mesmo não tem sucedido em relação aos salários que têm diminuído, quando comparamos os salários portugueses com os salários médios da UE, conforme quadro seguintes (nº.8).

Relativamente ao aumento do salário mínimo, que entre 2000 e 2007 aumentou em Portugal apenas 99,2 euros, enquanto na Espanha aumentou 240,7 euros; na França 205 euros; na Bélgica 163 euros; na Irlanda 458 euros; na Inglaterra 391 euros; na Holanda 209 euros; no Luxemburgo 379,3 euros.

Do mesmo modo, se passou em relação ao salário médio nominal português, que em 2000 correspondia apenas a 43,8% do salário médio da Zona Euro; e, em 2005, a 43,3%.

A nível do salário real, a diminuição foi maior, como consequência da taxa de inflação em Portugal ser sistematicamente superior à taxa média de inflação na UE (vide quadro nº.8).

Em 2000, o salário médio anual real em Portugal correspondia a 43,5% do salário médio anual real da Zona do Euro, ou seja, menos 0,5 pontos percentuais (-0,7%), enquanto em 2006 já correspondia a 40,9%, ou seja, tinha diminuído em 2,6 pontos percentuais (- 6%). Portanto, a divergência era clara e cada vez mais acentuada.

**Quadro 8 – Variação do salário médio nominal e real em Portugal e na Zona Euro entre 2000 e 2005**

Anos	Zona do Euro		Portugal		%Portugal em relação Zona Euro	
	Salário bruto anual		Salário bruto anual			
	€-nominais	€- reais	€-nominais	€- reais	€-nominais	€- reais
2000	28.785,7	28.193,6	12.619,6	12.275,9	43,8%	43,5%
2001	29.586,7	28.326,6	13.388,0	12.474,5	45,3%	44,0%
2002	30.379,2	28.459,3	13,321,5	11.969,6	43,9%	42,1%
2003	31.088,8	28.525,0	13.871,1	12.065,3	44,6%	42,3%
2004	33.387,7	30.004,2	14.253,2	12.095,3	42,7%	40,3%
2005	33.988,2	29.886,4	14.715,0	12.230,3	43,3%	40,9%
2005-00	18,1%	6,0%	16,6%	-0,4%	-0,5pp	-2,6pp

Fonte: Eurostat

Segundo os dados divulgados pelo INE nas Estatísticas do Emprego relativas ao 2º semestre de 2007, revelaram salários médios mensais líquidos dos Trabalhadores por Conta de Outrem (TCO), inferiores a 58% do salário médio mensal de todos os trabalhadores (700.000) e entre 2004 e 2006, os salários médios mensais, passaram de 59,7% para 56,2%, diminuindo 3,5 pontos percentuais. Os salários são reduzidos em Portugal quando comparamos com os salários médios europeus, não só porque a taxa de crescimento da economia portuguesa tem sido significativamente inferior à taxa média de crescimento da UE, mas também porque a percentagem da riqueza criada anualmente no País (PIB) que reverte para os trabalhadores, sobre a forma de remunerações, tem diminuído em Portugal como revelam os dados divulgados pelo Eurostat, constantes do quadro seguinte (nº.9). Em 2002, as remunerações correspondiam a 50% do PIB, que era uma percentagem próxima da média da União Europeia (50,2%), mas em 2006 essa percentagem já tinha diminuído para 47,4%, ou seja, menos 2,6 pontos percentuais (-5,2%). Segundo as previsões do Eurostat, essa percentagem iria continuar a diminuir em 2007 e em 2008.

**Quadro nº.9 – Percentagem que as remunerações representam do PIB (inclui contribuições patronais para a Segurança Social)**

Anos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
UE25	50,2	49,9	49,4	49,2	48,9(*)	48,7(*)	48,5(*)
UE15	50,6	50,3	49,8	49,7	49,4(*)	49,2(*)	48,9(*)
Portugal	50,0	47,9	47,3(*)	47,4(*)	47,4(*)	47,3(*)	47,0(*)

Fonte: Eurostat (\*)estimativa

No mesmo seguimento das divergências e de acordo com o Eurostat, em 2002, as remunerações correspondiam em Portugal a 50% do PIB que era, naquele ano, uma percentagem próxima da média da U.E.(50,2%), mas em 2006 essa percentagem já tinha diminuído para 47,4%, ou seja, menos 2,6 pontos percentuais (-5,2%) e prevendo-se a sua redução para os anos seguintes.

Segundo o Eurostat, em 2005, em Portugal, o rendimento dos 20% dos mais ricos, era superior em 8,2 vezes aos rendimentos dos 20% da população com mais baixos rendimentos, justificando a grande divergência a nível social e em relação à média da UE. Associada a esta grave repartição dos rendimentos, está a generalização da pobreza

em Portugal, que, segundo o Eurostat em 2005, depois das transferências sociais, 21% da população total viviam abaixo do limiar da pobreza.

Relativamente ao euro e a convergência nominal, os economistas têm-se questionado com o problema, da fraca correlação entre o crescimento monetário e a inflação em países onde as taxas de inflação são reduzidas, significando muito provavelmente que os factores especificamente nacionais ganham uma influência significativa para níveis de inflação reduzidos. Nos anos oitenta e noventa, os países europeus, na sua caminhada para a moeda única, observaram em geral uma significativa convergência real e uma forte convergência nominal. A partir dos anos noventa, a convergência nas taxas de inflação parou, surgindo dúvidas quanto ao bom fundamento da política monetária em relação a um certo número de países. Perante esta situação, surgiram argumentos, que se prendiam com a persistência de níveis de inflação diferenciados entre os países membros da área do euro, como consequência de múltiplos fenómenos, que vão das diferenças nacionais em relação aos ciclos económicos, até à diferenciação das estruturas de mercado, de concorrência e custos, passando pelo grau de abertura, entre outros.

Na presença desta ausência de convergência nominal entre países da área do euro, a natureza geral do processo inflacionista como fenómeno exclusivamente monetário, é posto em causa, ao mesmo tempo que expressa a impotência da política monetária para eliminar esses desvios que, a manterem-se, criam crescentes dificuldades em matéria de competitividade e emprego e mesmo poder de compra, nos países com mais elevadas taxas de inflação, como é o caso de Portugal.

Perante o exposto, tem-se questionado, sobre o ritmo de convergência da economia portuguesa para a UE, sendo objecto de análises variadas, mas nem sempre estas se fundamentaram em dados e métodos apropriados. Já, segundo Freitas (2003), quando se procede à análise da convergência entre Portugal e a UE, as comparações com base em períodos curtos, dão origem a riscos ao captarem efeitos cíclicos, não necessariamente relacionados com a trajectória de longo prazo, sugerindo a hipótese, de que a convergência seja testada, usando a amostra completa e recorrendo a uma modelização específica para a componente cíclica. Afirmou ainda, que, pelo facto de Portugal ter vindo a crescer mais depressa do que a média da UE, não significa convergência, tecnicamente, pois a verificação de taxas de crescimento superiores às registadas no conjunto da União durante um qualquer período de tempo, contribuiu certamente para diminuir o diferencial de rendimentos, mas não implicara

necessariamente convergência (veja-se Bernard e Durlauf, 1996). Os ritmos de convergência de 1974-85 e de 1986-2000, não se revelaram estatisticamente diferentes, considerando que o crescimento foi tendencialmente constante, não sendo inesperado, pois Portugal já se encontrava em fase adiantada de integração real, quando aderiu à CEE.

#### **5.4. Balanço dos dez anos do Euro e contributo da sua valorização e/ou desvalorização para a Economia Portuguesa**

Antes da criação de uma moeda única para a segunda área mais importante do globo, havia muitas dúvidas em relação ao sucesso desta experiência inédita na história económica.

Portugal tem-se saudado com o facto de estarmos no Euro, pois uma das grandes vantagens, consiste na maior protecção face às crises financeiras. Perante o nosso nível de endividamento externo, estaríamos agora a viver uma grave crise financeira, colocando também a questão, do impacto do euro no aumento do endividamento externo português (Coelho, 2009).

O euro poderá ter contribuído indirectamente para o aumento do endividamento externo, quer pela facilidade de acesso ao crédito, quer pela estagnação da economia desde o início deste século. Quer um, quer o outro, coincidem com a adesão ao Euro. Por seu turno, Veiga (2009), destacou a incapacidade de resposta da economia portuguesa aos desafios impostos pelo euro, dado que a produtividade pouco ou nada tem crescido desde 1999, prejudicando deste modo a competitividade externa das empresas portuguesas. Dada a impossibilidade de Portugal poder ganhar ou recuperar competitividade através de desvalorizações cambiais, a falta de crescimento da produtividade tem-se traduzido em elevados défices da Balança Corrente (a dívida externa líquida passou de 30% do PIB em 1999, para cerca de 90%, em 2008). O mesmo autor considera que um outro problema, se prende com a política monetária implementada pelo BCE, que nem sempre tem sido a mais adequada à economia portuguesa, pois tem em conta a situação económica de toda a Zona-Euro. Conclui assim, que após dez anos de existência, tem mostrado que os prós da adesão ao euro são superiores aos contras, havendo ainda um longo caminho a percorrer para que se obtenham as vantagens desta União ao nível mundial, sendo necessário a reestruturação

das Instituições de Governação da Europa e o reforço do caminho com vista à União Política

O Euro veio dar a possibilidade a muitas famílias de investirem, especialmente em habitação própria e de muitas empresas se modernizarem e alargarem a produção, atendendo à redução das taxas de juro (desceram de 20% para 5% em apenas 7 anos, entre 1992 e 1999), o que deu origem a uma expansão sem precedentes (30% ao ano), ao crédito concedido, em especial no crédito à habitação e ao consumo.

O crescimento económico na década de noventa, de quase 4% ao ano, foi inclusivamente superior ao de Espanha.

A taxa de desemprego desceu até aos 3,8%, acompanhada de uma subida sem precedentes dos salários reais, contrariamente aos restantes países da convergência (Espanha, Irlanda e Grécia), em que o peso da dívida no PIB subiu em Portugal. Este crescimento gerou desequilíbrios significativos, nomeadamente ao nível da Balança de Pagamentos, que estava equilibrada em 1995, mas cujo défice atingia 10% do PIB em 2000, devido à perda de competitividade das exportações e ao forte aumento das importações e dos juros do financiamento externo. Esta situação deu uma grande viragem, com o aumento drástico do desemprego, um decréscimo do PIB e com o aumento acentuado da dívida pública, a situação inverteu-se, o(s) investimento(s) deram origem ao(s) desinvestimento(s).

Com o endividamento da economia portuguesa, vai ser mais difícil a saída da crise, exigindo mais gastos para estimular a economia e mais poupanças para pagar as dívidas, mas as duas situações em simultâneo não são possíveis. Será que o Euro nos ajuda a sair da crise?

A Comissão Europeia (2008) publicou um relatório, destacando alguns dos principais sucessos económicos dos últimos dez anos, que podem ser associados, directa ou indirectamente, à introdução da moeda única, assim a destacar:

- Estabilidade de preços (a inflação média registada foi de 2,2%, muito próxima do objectivo do BCE, num contexto de subida significativa da generalidade das matérias primas, reflectindo a credibilidade da política monetária seguida);
- Redução das taxas de juro de longo prazo para 4,4% (contra 8,1% na década anterior);
- Criação de quase 16 milhões de postos de trabalho (reduzindo a taxa de desemprego de 9% para 7%, a mais baixa dos últimos 15 anos);

- Aumento das trocas comerciais (de 25% para 33% do PIB), num contexto de redução dos custos e dos riscos cambiais;
- Aumento do investimento directo estrangeiro (de 20% para 33% do PIB) e do investimento privado e público (para 22% do PIB);
- Redução dos défices orçamentais para uma média de 1,7% (contra 4,3% na década anterior), atingindo um valor mínimo de 0,6% em 2007;
- Maior integração dos mercados de capitais: aumento do investimento em títulos de outros países da Zona Euro, em particular no segmento de obrigações, mas também de acções.

Relativamente aos objectivos não atingidos, destacados pela Comissão Europeia, apresentam-se:

- Crescimento económico e produtividade: a taxa de crescimento média anual na última década foi de apenas 2%, o que manteve a proporção do PIB *per capita* face ao nível dos EUA em cerca de 70%, o que é explicado pelo fraco crescimento da produtividade (apenas 1% ao ano, o que compara com 1,5% na década anterior);
- Reformas estruturais: a impossibilidade de cada país utilizar de forma independente a política monetária e cambial, obriga a reformas estruturais no sentido de flexibilizar o emprego, os mercados de capitais e os mercados de bens e serviços. Estas reformas foram implementadas de forma desigual, traduzindo-se actualmente, em diferenças importantes nas taxas de crescimento económico e de inflação. A preocupação centra-se também na ausência de uma entidade central de supervisão bancária e na melhor coordenação de políticas económicas.
- Reduzida popularidade do euro junto da opinião pública: menos de metade dos cidadãos da Zona Euro considera a moeda única como um factor positivo para o seu país. Muitos ainda são de opinião que o euro contribuiu para aumento de preços, em especial depois da introdução de notas e moedas em 2002;
- Representação em instituições internacionais: a inexistência de uma única voz para representar a Zona Euro em instituições como o FMI e a OCDE tende a enfraquecer o euro.

Na sequência de um estudo realizado pelo Parlamento Europeu, junto dos portugueses, a fim de avaliar a importância do Euro, apresentam-se as seguintes conclusões:



- Um total de 62% dos portugueses diz que “mantendo a anterior moeda nacional teria assegurado uma melhor protecção contra a crise” a Portugal;
- O resultado português é o mais elevado da Zona-Euro, sendo que entre os Dezasseis, a média dos inquiridos que preferia ter mantido divisas nacionais é de 45%;
- No entanto, 43% dos inquiridos portugueses concorda que “o euro atenuou os efeitos negativos da “crise”, sendo que apenas 37% dos respondentes nacionais disseram o contrário;
- Já 57% dos portugueses considera que a União Europeia deveria coordenar as políticas de luta contra a crise, mas somente 43% acreditam que esteja verdadeiramente a ter lugar.

Relativamente à condução da política monetária por parte do BCE e na adequação para a economia portuguesa, não se prevê que o alargamento da Zona-Euro altere substancialmente o actual quadro. Embora os novos países possam vir a contribuir para uma maior heterogeneidade na zona, as alterações feitas aos Estatutos do BCE, em conjugação com a reduzida dimensão económica dos países do alargamento, assegurarão que a política monetária seja essencialmente conduzida de acordo com as preferências dos países com maior PIB, ou seja, simultaneamente mais populosos e mais ricos. Em contrapartida, é possível que alguma inadequação do Pacto de Estabilidade e Crescimento a uma UE com 25 ou 27 países, dos quais uma parte importante se encontrará em processo de convergência real, se venha a traduzir numa alteração das regras de condução da política orçamental a que Portugal e os outros Estados-Membros se encontram sujeitos (Aubyn, 2004). O mesmo autor conclui ainda, que os modelos económicos permitem a avaliação das consequências do alargamento da UE de uma forma imperfeita, limitada e sujeita a uma grande margem de erro. Os ganhos e as perdas de Portugal dependerão em larga medida, de desenvolvimentos políticos nacionais, e da capacidade de os diversos agentes económicos se adaptarem com êxito a um ambiente em permanente mudança.

Analisando ao longo deste período, as oscilações do euro face ao dólar, as opiniões vão de encontro à valorização do Euro, já que o grande mercado situa-se na União Europeia. No entanto, há quem afirme, que a União Europeia está longe de ter o grau de integração económica dos Estados Unidos e, quanto maior o grau de integração, maior serão os ganhos de eficiência monetária. Ao longo da última década, o euro tem ganho terreno ao dólar norte-americano como divisa internacional, ainda que a liderança do

dólar não esteja para já ameaçada. Assim, verificou-se comparativamente com o dólar, aumentos, no peso nas reservas cambiais, do peso nas transacções cambiais e nas novas emissões de dívida e no valor das notas em circulação.

Segundo Marques (2001), comparando a Europa com o Canadá ou os EUA, os Estados-Membros da moeda única, poderão ver eventuais choques nas taxas de câmbio, taxas de juro e taxas de inflação, como simétricos, dados os objectivos de convergência nominal serem comuns entre os países. No entanto, dado a maior variação na produção e emprego da Europa face aos EUA e Canadá, a dificuldade maior será na mobilidade de mão-de-obra. Tal situação tenderá a provocar choques assimétricos no emprego e no crescimento económico entre os países, congelando de certa forma eventuais variações e mobilizações nos preços e nos salários.

Segundo Carvalho (2006), a UE não tem o grau suficiente de mobilidade do trabalho, nem o grau de diversificação económica ou de homogeneização das estruturas económicas necessário para evitar choques económicos assimétricos.

No final de 2004, encontramos um euro aparentemente revitalizado, cotando-se acima de 1,36 face ao dólar, onde se constatava a perda de competitividade externa face à apreciação do euro (Farto, 2006).

Relativamente à manutenção da estabilidade cambial dos países da Zona Euro, esta tem sido uma das grandes questões debatidas, dada a irregularidade da performance do euro face às duas maiores divisas de investimento e comércio (o dólar americano e o iene japonês) e face à divisa mais importante da UE não pertencente à zona Euro, a libra esterlina. As razões para esta volatilidade do euro, deveram-se a um fraco crescimento económico na zona Euro, enquanto os Estados Unidos mantiveram os elevados índices de crescimento que se tinham vindo a verificar desde o início da década de noventa.

Com os resultados positivos verificados nas grandes empresas norte-americanas e os mercados a anteciparem uma subida por parte da reserva federal das taxas de juro de forma a reduzir as pressões inflacionistas, verificou-se uma “fuga” de capitais, da Europa para os Estados Unidos da América, levando o valor do euro a cair. Ao mesmo tempo, a economia Japonesa recuperou muito mais cedo que o esperado da recessão verificada em 1997, atingindo níveis positivos de crescimento a partir de 1999. As perspectivas de recuperação da economia japonesa e de outros países asiáticos também eles afectados pela crise de 1997, levaram a que grandes fluxos de capital que haviam sido desviados dos países asiáticos voltassem a ser investidos nesses países. Os factores negativos que afectaram a cotação do euro começaram a abrandar em 2001, após a

queda brusca da taxa de crescimento da economia norte americana e do abrandamento do processo de recuperação da economia japonesa. No fim de 2003 o euro atingia os valores verificados antes de 1999.

Contrariamente à situação anterior, a valorização do euro surge como nova ameaça. Para alguns autores a valorização do euro terá consequências positivas, e, para outros, este movimento poderá ser prejudicial às famílias e empresas. Segundo João Ferreira do Amaral, “Qualquer recuperação terá de ser sustentada no comércio externo o que com moeda alta, é mais difícil”. A Europa olha essencialmente para o dólar, mas Portugal tem de estar atento à libra, porque muito da exportação nacional vai para o Reino Unido.

De registar ainda, o facto de Portugal exportar mais de metade do seu produto para dentro da Zona Euro e, em contrapartida de todos os efeitos negativos que a valorização do euro tem, há um efeito positivo, que é a importação de matérias-primas que são transaccionadas em dólares, tal como o petróleo.

Segundo Manuel Caldeira Cabral, a evolução da cotação da libra podia ser mais perigosa para Portugal do que a do próprio dólar, dado que o Reino Unido é o principal alvo de exportações de serviços, assim como o mercado mais influente para o Turismo português, daí a quebra apresentada neste sector (especialmente no Algarve). Para as empresas que fazem exportação, a valorização do euro tem sido mais um obstáculo, podendo criar às mesmas, graves problemas financeiros.

Para Krugamn (1998), a criação de uma União Monetária na Europa como uma moeda única, seria a mais importante mudança na economia global do século passado e do actual, apresentando um impacto mais duradouro do que qualquer outro evento económico que se pudesse imaginar, podendo colocar um sério desafio à supremacia económica dos Estados Unidos. Com a moeda única, o comércio e a concorrência intracomunitária aumentariam e uma vaga de mega fusões criaria empresas europeias poderosas. Considerou ainda, que um mercado de capitais europeu emergiria pela primeira vez, oferecendo enormes oportunidades transfronteiriças para financiamentos e investimentos e que o euro seria um poderoso rival do dólar.

Segundo João Ferreira do Amaral (2009), “uma recuperação sustentada terá sempre de depender das exportações, e como a economia dos Estados Unidos não apontam para que o dólar possa valorizar significativamente nos próximos tempos, isto é preocupante”. Ao invés, o dólar fraco na Zona Euro, está a ajudar as exportações americanas, contribuindo para tirar o país da recessão ao mesmo tempo que se verifica

uma certa re-importação da produção, tendo em conta uma diferença dos custos da mão de obra agora mais competitivos nos EUA.

Para Leite (2009), a valorização do euro pode ter um efeito positivo nas áreas em que fazemos importações em dólares, como acontece na energia, com o petróleo ou mesmo com os cereais, devendo-se ter em atenção que este efeito poderá perder de imediato credibilidade, uma vez que os mercados poderão ajustar-se rapidamente, já que uma grande parte dos interesses dos países exportadores está centrado na Europa.

Em Portugal, os efeitos nos dias de hoje são relativamente pequenos comparativamente aos efeitos na época em que usávamos o escudo. Mesmo na Zona Euro, a valorização do euro acaba por ser pequena, uma vez que a opressiva maioria do nosso comércio internacional é realizado dentro da mesma. Contudo, nesta situação, para Portugal, depois dos problemas no sector bancário e nos riscos à sua volatilidade, depois da consequente restrição na concessão de crédito à economia, e depois do colapso ao comércio externo, será ainda mais difícil corrigir o desequilíbrio da Balança Comercial, e de melhorar a situação económica do país.

Segundo Santos (2009), para Portugal, a valorização do euro, pode ter reflexos significativos no nosso padrão de especialização. Contrariamente, o euro forte irá impor uma nova disciplina competitiva e aumentar o nível de exigência, estimulando as estratégias de diferenciação do produto e as mutações para os segmentos das cadeias de valor geradores de maior valor acrescentado; simultaneamente, a apreciação do euro contribuirá para a diversificação da nossa estrutura produtiva, incentivando a emergência de novos sectores industriais intensivos em inovação e de crescimento rápido.

Um outro aspecto importante nesta análise da valorização do euro, prende-se com os investimentos em território norte-americano, ou em qualquer país que esteja ligado ao dólar, em que os europeus ficam a ganhar com a descida dessa moeda, pois passa a ser mais barato. A situação contrária, é captar investimentos para a Zona Euro, tornando-se mais complicado já que, para empresas e investidores estrangeiros, o investimento é mais caro.

Em termos de investimentos financeiros, como aplicações, poderá ser mais vantajoso para os investidores e empresas norte-americanas investirem na Zona Euro, consoante a taxa de juro, obtendo lucros superiores aos que poderiam obter em território nacional, pelo que cabe ao BCE a gestão eficiente dos valores das taxas de juro.

Relativamente ao alargamento da UE aos PECO, a posição geográfica e o perfil de exportações portuguesas não permitem ganhos substanciais em termos de quota de mercado nos países candidatos, pelo que os efeitos de criação de comércio não deverão ser significativos, conforme já abordado. A própria Comissão Europeia (2003) reconheceu que serão os países geograficamente contíguos, que manterão fortes laços económicos com os países candidatos. Já Portugal, revela os piores resultados em termos de efeitos globais sobre o bem-estar (Heijdra *et al* ,2002).

Segundo Romão (2004), o alargamento é um factor mais para que Portugal tenha que definir, uma vez por todas, os seus objectivos estratégicos e, lamentavelmente, o regime político português não tem estado à altura desta necessidade essencial.

Pelo exposto, consideramos que o Balanço é positivo, já que as vantagens superam as desvantagens, a valorização do euro é preferível à desvalorização e o alargamento da União aos PECO também poderá trazer vantagens, dependendo em grande medida, de políticas estratégicas adaptadas a um mercado cada vez mais alargado e global.

## CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO

Na sequência do que afirmámos no início desta dissertação, partimos com o objectivo de analisar o impacto do Euro na economia portuguesa, comparativamente com a Política Cambial do Escudo.

No primeiro capítulo, começámos por abordar as principais Teorias Cambiais e se as mesmas, contribuíam para atenuar alguns dos problemas reais da economia mundial, nomeadamente o desequilíbrio externo e a inflação. Destacamos deste modo, os seus aspectos fundamentais, que contribuíram de forma directa e indirecta, para o atenuar dos desequilíbrios, apesar das limitações que ofereceram.

Relativamente à Teoria da Balança de Pagamentos em Portugal, esta assentou na aplicação do modelo da determinação do preço de um bem no mercado, através do mecanismo da procura e da oferta, que, na presença de um saldo negativo da Balança de Pagamentos, implicaria uma procura da moeda portuguesa inferior à sua oferta, e, consequentemente, uma depreciação da unidade monetária portuguesa abaixo do par e vice versa.

O Modelo Monetário tinha como objectivo substituir a análise dos fluxos do mercado cambial pelas variações da moeda nacional, correlacionada com o *superavit* ou *déficé* da Balança de Pagamentos, que, atendendo à sua especificidade, muito dificilmente se aproximaria da realidade do mercado de câmbios. Dentro deste modelo, destacamos o Modelo Mundell-Fleming pela sua importância em termos de análise da determinação da taxa de câmbio, resultante da influência dos fluxos de capitais na análise Keynesiana. Este modelo não seguiu a abordagem monetária do poder de compra, que considerou que a taxa de câmbio, apenas tinha efeitos no diferencial de preços entre dois países, possibilitando deste modo, o equilíbrio na Balança de Pagamentos, sem influenciar as variáveis reais.

O Modelo de Rudiger Dornbusch difere do anterior, pela introdução de uma dimensão dinâmica na formação das taxas de câmbio, em que as mesmas asseguravam o equilíbrio de longo prazo, quer do sector monetário, quer do sector real da economia.

A Política de Desvalorização Cambial, tinha como principal função, a eliminação do desequilíbrio externo.

O Modelo BMW para economias abertas sob regimes de câmbios fixos e flexíveis, consistia na análise de situações de choques internos e/ou externos e no uso da política monetária e orçamental pelo Banco Central, a fim de repor o equilíbrio da economia.

Em relação à fragilidade dos regimes das taxas de câmbio face ao Mercado Financeiro, as garantias governamentais implicaram uma redução nas taxas de juro, gerando assim, maior expansão económica, mas um sistema bancário mais frágil.

A ausência de garantias governamentais era considerada uma boa política, já que, eliminava completamente os incentivos bancários, que conduziam a um aumento do risco de desvalorização, apesar das garantias governamentais concedidas a créditos bancários implicarem uma redução das taxas domésticas e um aumento da produção, do emprego, dos salários reais e do número de bancos e de empresas.

Quanto às variações cambiais e suas opções, no quadro de um pequeno país, como é o caso de Portugal, não apresentou qualquer capacidade para alterar os preços internacionais, qualquer que fosse a sua posição de comprador ou de vendedor, sendo os preços internacionais, considerados como um dado.

Os países em vias de desenvolvimento deveriam agir de acordo com a sua estrutura económica e as suas circunstâncias, na flexibilidade dos seus ordenados e rendas, na flexibilidade e na eficácia da gestão da política monetária e fiscal e na capacidade administrativa, para impor restrições à movimentação de capitais entre outros factores diversos.

Em relação aos países ricos e diversificados, a movimentação das taxas cambiais também revelou uma extrema importância, já que contribuiu para um abrandamento dos problemas reais da economia mundial.

Quanto ao segundo capítulo, demonstramos que a Volatilidade da Taxa de Câmbio, apresentou resultados diferentes de acordo com os diferentes Sistemas de Taxas de Câmbio, já que os mesmos também tinham objectivos diferenciados.

Quanto à variação das taxas de câmbios, foram consideradas duas vertentes, uma relativa à volatilidade e a outra, relativa ao desalinhamento, podendo apresentar-se de diferentes modos, contribuindo cada uma delas para uma política cambial diferente e com custos diferentes. A volatilidade podia ser abreviada se os países industriais restabelecessem um sistema de câmbios fixos com bandas estreitas, sendo possível a sua continuidade apenas com controlos cambiais, conduzindo este facto a crises da Balança

de Pagamentos e a frequentes ajustamentos das paridades, perdendo deste modo, credibilidade.

Se considerássemos o desalinhamento como o problema mais importante, ao escolhermos uma política cambial, deveríamos ter em conta, a natureza do problema, para que o mesmo fosse eficiente. Os países deveriam comprometer-se com as suas políticas macroeconómicas, de controle da taxa de câmbio e não apenas com o limite da variação da taxa de câmbio, que por vezes era o mais aceitável.

Relativamente aos efeitos reais nas estabilizações baseadas na taxa de câmbio, há uma vasta teoria literária, com pontos de vista interessantes em diferentes aspectos da estabilização, baseada na taxa de câmbio, contudo, não se registou qualquer tentativa, em agrupar as diferentes hipóteses num único enquadramento analítico, de modo a aceder à sua importância relativa. Por outro lado, a comparação da relevância quantitativa dos diversos mecanismos teóricos face à prática, registou algumas falhas, que apesar disso, apresentamos no trabalho, um modelo para uma economia pequena e aberta.

Quanto aos Sistemas de taxas de câmbio, o sistema padrão-ouro, oferecia um mecanismo de auto-correcção para os desequilíbrios da Balança de Pagamentos, apesar de ter passado por grandes dificuldades no período entre as duas guerras mundiais.

O sistema de *Bretton Woods*, tinha como objectivo controlar a instabilidade que se implantou no período entre as duas grandes guerras e facilitar as trocas comerciais para estimular o crescimento económico. Este sistema só podia permanecer na presença de controles de capitais. No entanto, implicou uma crise na Balança de Pagamentos e consecutivos ajustamentos de paridades, perdendo o próprio sistema a sua credibilidade e, conseqüentemente, conduziu a uma distorção das economias, não permitindo os ajustamentos a choques reais.

O Sistema Monetário Europeu, consistia basicamente num conjunto de mecanismos cambiais de intervenção e de facilidades de crédito, a fim de instaurar a estabilidade monetária e cambial nos Estados membros, na medida em que se pretendia criar uma zona de paridades fixas mais sólida do que a verificada com a “Serpente Europeia”.

Relativamente ao sistema da política cambial a adoptar pelos decisores, poderiam colocar-se várias escolhas, sendo extremamente importante a sua identificação e análise, exigindo ainda, a variação das intervenções esterilizadoras, com as taxas de câmbio fixas e com as regras para gerir a flutuação.



Foram diversos os factores que determinaram a taxa de câmbio, nomeadamente, o Papel Central da Oferta de Divisas; a Procura de Moeda para Efeitos de Transacção; a Paridade Poder de Compra e os Factos; a Associação da Moeda e da PPC ; as Diferenças nas Taxas de Juro; as Antecipações Relativas à Taxa de Câmbio e a Balança Comercial ou o Saldo de Transacções Correntes. Neste trabalho foi dado bastante ênfase à PPC, que, apesar das suas limitações, era frequentemente utilizada quando se pretendiam efectuar comparações internacionais de variáveis reais, de modo a estabelecer um valor de equilíbrio a longo prazo para a taxa de câmbio real e assim, analisar a evolução de uma divisa em termos de poder de compra, relativo entre duas economias. Esta teoria para além das dificuldades de verificação estatística, baseou-se no pressuposto que a tecnologia, os gostos, a oferta dos factores, o nível do emprego, as restrições ao comércio e os movimentos de capital, não se alteravam no período de transição. As mesmas alterações, surgiram constantemente na economia internacional e exerceram uma profunda influência sobre a taxa de câmbio. Como esta teoria foi fortemente sensível ao período em análise, era discutível se a taxa de câmbio considerada como base seria uma taxa de equilíbrio.

O mercado de câmbios desenvolvido em Portugal, aproximou-se de outros modelos de mercados de câmbios internacionais, desempenhando um lugar de pouco destaque relativamente à arbitragem e ao processo de especulação. Um dos factores importantes no mercado de câmbios a prazo em Portugal, foi a completa retirada do Banco Central das decisões de taxas de câmbio, passando a ser livres de comercialização entre as partes. Relativamente ao regime de câmbios fixos, as taxas de câmbio eram definidas pela vontade do Banco Central e no regime de câmbios flexíveis, as taxas de câmbio estavam ligadas ao comportamento dos agentes no mercado de câmbios e as cotações evoluíram por forma a igualar a procura à oferta de moeda, até que o saldo da Balança de Pagamentos fosse nulo. O sistema de câmbios fixos permitiu um abrandamento das perturbações financeiras, para além de obrigar ao cumprimento de um certo rigor por parte dos governos, reduzindo assim, a ocorrência de políticas inflacionistas. O principal atractivo das taxas de câmbio flexíveis, residia no facto das mesmas proporcionarem uma espécie de “mecanismo automático” para manter a Balança de Pagamentos em equilíbrio e, contrariamente, umas das principais desvantagens, residia no facto de acrescentarem um novo elemento de incerteza ao comércio internacional.

Relativamente às políticas adoptadas no quadro de um sistema de taxas de câmbio fixas, constatou-se por um lado, que a incerteza e o risco cambial se minimizava, favorecendo

o desenvolvimento das trocas comerciais, do investimento directo no estrangeiro e das relações financeiras internacionais, e, por outro lado, preservava o poder de compra externo da moeda nacional e o valor dos activos nacionais em moeda estrangeira. Por estas razões, o regime de câmbios fixos era indicado para economias muito integradas, como as da União Europeia, mas para ser viável, requeria uma razoável convergência entre as economias, designadamente no que respeitava à proximidade das taxas de inflação e de juro.

Os regimes de câmbios fixos, atendendo à sua fragilidade financeira, foram adoptados por diferentes países e em diferentes épocas, com o objectivo de atingir uma estabilidade económica, sem que tenha sido possível a existência de padrões consistentes face a resultados pretendidos de estabilização.

Quanto ao sistema de câmbios flutuantes, na prática, a flutuação cambial não garantia a eliminação do desequilíbrio externo, como mostrou a persistência do défice da Balança Corrente Americana, ou do excedente da Balança Corrente Japonesa, apesar da ampla flutuação do dólar e do iene.

Os inconvenientes da instabilidade cambial, levaram as autoridades nacionais a procurarem formas de organização, visando a estabilidade cambial, como o SME, ou a tentarem intervenções cambiais mais ou menos coordenadas com idêntico propósito.

A escolha da Política Cambial para a maioria dos países considerou-se como uma das mais importantes decisões a nível macroeconómico, contribuindo, em larga medida, para a evolução das economias.

Procedendo a uma análise das flutuações existentes entre as moedas mais fortes (1971-1991) continuou a discutir-se a existência de uma solução adequada face à Política Cambial, não se verificando a mesma em relação à escolha do Regime Cambial.

Relativamente ao terceiro capítulo, analisamos a evolução da Política Cambial ao longo das décadas de sessenta a noventa, para aferir se as medidas tomadas, nomeadamente as Depreciações Cambiais, foram adequadas ao desenvolvimento da Economia Portuguesa. A economia nacional iniciou o seu percurso, com uma abertura reduzida até ao início dos anos sessenta e veio a integrar-se completamente no contexto ibérico e europeu a partir de 1986.

De uma forma sucinta, podemos considerar quatro fases na evolução da economia e da sociedade portuguesa.

Numa primeira fase, que decorreu nos anos cinquenta e sessenta/setenta, a economia portuguesa sofreu profundas transformações, dando os primeiros passos para se integrar na economia europeia. Em 1972, por exemplo, foi assinado, na sequência de uma política de abertura ao exterior, o acordo comercial com a CEE. Entre 1968 e 1973, verificou-se uma forte intensificação da concentração do capital e um extraordinário desenvolvimento dos grupos financeiros que dominavam a economia portuguesa.

Na segunda fase, que decorreu no período compreendido entre 1974 e 1975, deu-se o colapso do regime vigente -a ditadura- à semelhança do que já tinha acontecido em diversos países.

Uma terceira fase, decorreu entre 1976 e 1985, com a estabilização macroeconómica.

Foi durante este período que se notou a extrema necessidade, face à dimensão dos desequilíbrios sentidos em Portugal, de um apoio exterior, de certa forma urgente.

Uma quarta fase, denominada os “anos de ouro” (1986-1990) em que se consagrou a plena articulação formal da economia nacional na CE.

De registar dois incidentes mais relevantes da história recente na área político-económica. O primeiro teve o seu percurso até 1983, caracterizado por uma grande instabilidade da política cambial. Juntamente com desvalorizações e revalorizações discretas, ocorreram alterações substanciais na taxa de desvalorização deslizante. O segundo período teve o seu início a partir da macro desvalorização de 1983, em que se caminhava para uma estabilização cambial através de uma lenta redução da taxa de desvalorização.

Ao longo da década de sessenta até à crise de 1970, Portugal manteve a sua paridade cambial imutável, valorizando a sua moeda em 1971, face ao USD em 5,5 por cento. No entanto, com o primeiro choque petrolífero de 1973, o sistema de *Bretton Woods* entrou em ruptura e Portugal regressou a um regime de câmbios flexíveis, ainda que geridos. Com a revolução de Abril de 1974, o país passou por uma grande instabilidade, com o aumento da inflação para níveis superiores aos outros países da Europa e com a explosão salarial neste período, que impuseram a desvalorização do escudo.

A introdução do *crawling-peg* ou sistema de câmbio deslizante, em 1977, tinha como principal objectivo, acomodar os diferenciais de inflação entre Portugal e os seus principais parceiros comerciais, trazendo resultados positivos à economia portuguesa, pois o desequilíbrio das transacções correntes passou a ser mais baixo, as remessas de emigrantes voltaram a afluir em maior abundância e os residentes deixaram de exportar tanto capital e passaram mesmo a repatriar boa parte dos fundos que detinham em países

estrangeiros. Esta política do *crawling-peg* não se caracterizou apenas por vantagens, tendo envolvido também custos em termos de inflação, com a taxa de câmbio a pressionar os preços dos bens transaccionáveis e indirectamente os salários e os preços dos bens não transaccionáveis. No entanto, o sucesso da integração da economia portuguesa no mercado europeu encontrava-se fortemente dependente da capacidade das autoridades monetárias em reduzir a taxa de inflação para os níveis registados pela economia alemã. O *crawling peg* foi substituído por uma política baseada numa flutuação limitada do escudo em relação às cinco principais moedas do MTC do SME, passando Portugal a adoptar uma política cambial baseada na estabilidade nominal do escudo. Consequentemente, o escudo manteve um elevado grau de estabilidade, tendo-se, inclusivamente, apreciado em termos nominais efectivos, entre 1990 e 1992, obrigando o Banco de Portugal a comprar reservas cambiais na tentativa de contrariar esta tendência.

O SME teve um papel preponderante nos processos de integração e de convergência das economias comunitárias. O seu funcionamento assimétrico na segunda metade dos anos oitenta, foi decisivo para a tendência convergente das economias comunitárias, nomeadamente ao nível da redução das taxas de inflação. O equilíbrio do Sistema baseava-se na credibilidade da orientação das políticas monetárias e económicas da Alemanha, que se reflectia nas orientações dos restantes Estados-Membros e na credibilidade da evolução do processo de criação da UEM. O SME também incentivou a uniformização das políticas económicas e monetárias e promoveu o hábito dos responsáveis dos diferentes países a fazerem consultas recíprocas e a retirarem vantagens das decisões comuns.

Após a integração do escudo no MTC do SME, o instrumento cambial deixava de ser utilizado como forma de ultrapassar uma insuficiente disciplina nominal da economia portuguesa, garantindo assim, a competitividade dos produtos nacionais.

O objectivo central da política cambial portuguesa a médio prazo, centrava-se na plena integração do escudo no SME, desde 1987 e desde meados de 1988, direccionava-se mais para o combate à inflação, do que para a promoção da competitividade - preço, uma vez que, a depreciação da taxa de câmbio nominal deixou de compensar na íntegra o diferencial de inflação entre Portugal e o exterior, ou seja, passou a existir a apreciação real do escudo.

Na sequência da apreciação real do escudo, constatou-se uma perda de competitividade da economia portuguesa materializada em quedas do produto. Ao longo do processo

desinflacionista e de integração europeia, Portugal pode beneficiar de uma crescente mobilidade de circulação de capitais e de um funcionamento mais eficiente dos mercados financeiros, permitindo-lhes uma redução bastante significativa nas taxas de juro, acontecimento este que poderá ter actuado de forma contra – cíclica face à redução do nível de actividade.

Em Setembro de 1992, assistiu-se a uma profunda crise no funcionamento do SME com o abandono do Sistema por parte da libra esterlina e da lira italiana e a sucessão de vários realinhamentos que acabariam por culminar com o alargamento das bandas de flutuação cambial para 15 por cento em Agosto de 1993. Atingido também pela turbulência que afectou o MTC, o escudo foi alvo de pressões especulativas que foram combatidas, quer pela venda de reservas cambiais, quer pelo aumento das taxas de juro de curto prazo, quer ainda através de controlos às saídas de capitais que à data ainda vigoravam.

A implementação de zonas alvo para as taxas de câmbio, poderia conduzir a resultados favoráveis aquando da alteração de políticas. Os países deveriam respeitar as suas políticas macroeconómicas junto do controlo da taxa de câmbio, pois não chegava, apenas limitar a variação das taxas de câmbio.

Sempre que se verificava a apreciação da moeda de um país, em termos reais, as respectivas autoridades poderiam abrandar as saídas de reservas cambiais, através da subida das taxas de juro directoras. As autoridades também poderiam, como alternativa, introduzir legislação que proibisse o livre movimento de capitais e que, deste modo, isolava os mercados financeiros domésticos dos mercados financeiros internacionais.

Constatamos assim, que quanto maior fosse a probabilidade de ocorrer uma desvalorização e quanto maior fosse o valor da desvalorização esperada, maior teria que ser o nível da taxa de juro doméstica, de modo a conseguir a atracção de capitais ou, pelo menos, de forma a que pudesse desincentivar a sua saída. Deste modo, em períodos de ataque especulativos, as taxas de juro de curto prazo alcançavam com frequência valores extremamente elevados, funcionando como alternativa e/ou complemento à intervenção no mercado de câmbios.

As autoridades monetárias ao procederem à defesa das reservas cambiais, originaram elevadas taxas de juro reais, e, conseqüentemente, um agravamento dos custos financeiros das empresas com dificuldades de acesso aos mercados financeiros internacionais, situação que era comum à maioria das pequenas e médias empresas. Para

além das empresas, também as famílias e o próprio Estado podiam incorrer em custos provenientes das elevadas taxas de juro necessárias à defesa da estabilidade cambial.

Foi desta forma que a economia portuguesa utilizou a taxa de câmbio, como mecanismo de crescimento, passando por períodos de grande “turbulência” conforme se descreveram ao longo deste trabalho.

A Política Cambial do Escudo não terá sido sistematicamente orientada para uma estabilização activa de choques macroeconómicos, terá antes, visado, essencialmente, neutralizar os efeitos decorrentes do diferencial de inflação com o exterior.

Concluimos assim, que as medidas tomadas pela Política Cambial do Escudo, ao longo do período em referência, foram adequadas ao desenvolvimento da Economia Portuguesa, que, apesar das suas limitações, permitiram a Portugal, a passagem de um largo período de instabilidade económica, para um outro, de estabilidade, possibilitando a adesão de Portugal à UEM, através do cumprimento dos critérios de convergência exigidos à sua entrada.

Quanto ao quarto capítulo, analisamos o desempenho do Euro na Economia Portuguesa, com base numa análise custo/benefício. Concluimos que os benefícios superaram os custos, manifestando um forte impacto na Economia Portuguesa. Apesar das dificuldades na união das diferentes economias, exigindo o cumprimento de diversos indicadores macroeconómicos dos vários países integrantes da UEM, o projecto europeu tem-se expandido e direccionando no sentido de uma maior abertura e aprofundamento das relações estabelecidas entre ambos, à escala global.

A ideia sobre a participação de Portugal na UEM foi bem recebida pelo público em geral como um objectivo de longo prazo, apesar de se manter o cepticismo quanto à capacidade de Portugal poder vir a participar nesse objectivo, existindo opiniões divergentes em relação aos seus benefícios e/ou custos.

A criação de uma União Económica e Monetária legalmente instituída no Tratado da União Europeia na Cimeira de Maastricht em Dezembro de 1991 foi uma decisão essencialmente política, mas com importantes repercussões económicas.

A criação da moeda única não se fez sem custos, como é óbvio. Do ponto de vista estritamente económico, os mais relevantes prenderam-se com a redução da flexibilidade da política económica e com a possibilidade de emergência de desequilíbrio de objectivos macroeconómicos. O primeiro aspecto referia-se à perda da política monetária e cambial, ficando os Estados apenas com os instrumentos de política

fiscal e orçamental, para responder a situações de crise conjuntural, sendo que, mesmo o seu uso acaba por ser fortemente restringido face aos critérios de participação na UEM e à necessidade de assegurar uma situação de equilíbrio orçamental no médio prazo, como consequências do acordo traduzido no PEC. Segundo alguns autores, os maiores problemas daqui decorrentes, sucederiam em países com menores níveis de desenvolvimento económico (onde o investimento público deveria ser mobilizado para efeitos de convergência real) e maiores divergências em termos de estrutura económica face à média comunitária (onde a perda da taxa de câmbio enquanto elemento de intervenção macroeconómica assume custos mais importantes). Quanto ao segundo aspecto, referia-se à provável assunção de um peso mais relevante no combate à inflação que à prossecução de outros objectivos macroeconómicos importantes, especialmente na área do emprego. A experiência vivenciada nos últimos anos, parece revelar esta crítica, em que o BCE não tem adoptado medidas concretas para atender a este problema mais relevante da União, que actualmente está a crescer cada vez mais o desemprego em toda a Europa.

Com a moeda única, Portugal perdeu dois importantes instrumentos nacionais, a política cambial e monetária portuguesa, mas aceitamos o desafio da UEM, de funcionarmos como um mecanismo de estabilização macroeconómica.

Quanto aos benefícios apresentados no trabalho, consideramos que ultrapassam em grande medida os seus custos, já que necessitávamos de uma moeda forte, para fazer face às grandes potências económicas, exigindo à partida, grande rigor e eficiência na aplicabilidade das nossas políticas. Relativamente a algumas das vantagens para a economia portuguesa, destacam-se: o alargamento do âmbito nacional dos mercados; uma efectiva estabilidade cambial e uma maior transparência nos preços e nas próprias regras de mercado; uma maior estabilidade ao nível da política monetária, com tendência para o abatimento das taxas de juro e com gradual desinflação da economia; uma mais fácil harmonização de políticas económicas nacionais, com gradual alteração qualitativa de estrutura/composição da Balança Comercial; um aumento do Investimento Directo Estrangeiro, o que propiciará um desenvolvimento sustentado da economia nacional.

Apesar de ao longo da nossa história termos passado por diferentes períodos de crises, quer económicas, quer políticas, a actual é diferente das anteriores, já que deixou de ser só de Portugal, para passar a ser da União Europeia. Atendendo às características da nossa economia, sendo mais frágil e mais dependente, apesar da grande evolução ao

longo dos anos, precisamos de nos preparar para quaisquer obstáculos que possam surgir no futuro. E, a política cambial, conforme abordado ao longo deste trabalho, foi uma variável económica bastante flexível, que se adaptou a todas as circunstâncias, apesar dos seus resultados não serem sempre os desejáveis. Apesar de actualmente estarmos mais limitados e termos perdido autonomia face à política monetária e cambial, consideramos que tem sido mais benéfico para Portugal a nova política cambial europeia, pois, caso contrário, ficaríamos “retidos neste pequeno continente”.

No último capítulo (cinco), procedemos à análise do impacto do alargamento da União Europeia aos PECO na economia portuguesa, assim como os efeitos da aplicação das políticas definidas em termos de convergência entre a Portugal e a União Europeia. Procedemos ainda neste capítulo, a uma abordagem relativa à valorização do Euro face ao dólar dos EUA.

Do ponto de vista estritamente económico, o aparecimento da moeda única aportava inegáveis benefícios ao espaço europeu integrado. Para muitos autores, a unificação monetária significava a eliminação da última barreira relevante à livre circulação de bens, serviços e factores, permitindo nesse sentido, a conclusão eficiente do Mercado Interno e ampliava os ganhos decorrentes do processo anterior da sua criação. Com a redução dos custos de transacção e com a eliminação da incerteza cambial intra-zona, a moeda única incitava as condições de eficiência micro e macroeconómicas, possibilitando um clima mais favorável ao aumento do investimento e, desse modo, contribuía para a elevação da produtividade e da competitividade europeias. Simultaneamente, promovia-se a estabilidade do nível geral de preços, objectivo primordial da actuação do BCE, exigindo a disciplina orçamental, como condição essencial para a existência de estabilidade monetária, e, por outro lado, incentivava-se ao saneamento das contas públicas, elemento decisivo para a participação no projecto a médio e longo prazo.

A Moeda Única exige coesão e coordenação nas economias dos vários países membros, e, nesta sequência, cada país teve de pôr em prática as medidas consideradas necessárias a fim de assegurar uma plataforma de coesão económica entre eles, cujos resultados foram avaliados através de uma grelha de indicadores, denominada por Critérios de Convergência.

Actualmente, Portugal apresenta grandes desigualdades, quer a nível económico, quer a nível social, revelando assim, mais um estado de “divergência” para a União Europeia



do que “convergência”, cujas análises nem sempre são fáceis de medir, quer pelos dados pouco fundamentados, quer pela inadequação dos métodos.

O alargamento da UE tem originado um novo forte pólo de atracção de IDE à escala europeia, que no caso português tem trazido alguns problemas pelo facto de Portugal ser substituído pelos PECO, enquanto destino de IDE e, de forma indirecta, tem contribuído para a divergência entre Portugal e a UE.

Portugal ainda apresenta algumas fragilidades competitivas de especial relevo, nomeadamente, a fraca dotação em capital humano e níveis salariais superiores aos PECO, para além da ineficiência no sistema legal e elevado grau de burocracia existente. Os PECO oferecem mais vantagens do que Portugal, um mercado de maior dimensão e de uma posição geográfica mais próxima do centro económico europeu, entre outros. Os níveis significativos de desinvestimento directo estrangeiro em Portugal, incidem preferencialmente na indústria transformadora, que é preferida aos PECO, daí o efeito de desvio do IDE do nosso país. Como eixos prioritários para Portugal, deve-se promover uma maior eficiência do sistema legal de forma a transmitir um grau acrescido de confiança aos agentes económicos em geral e aos investidores em particular; desenvolver uma eficiente rede de transportes que una o país ao centro europeu; apostar na qualificação dos recursos humanos. Por outro lado apresenta uma estrutura industrial assente em actividades de baixo valor acrescentado e a persistência das assimetrias regionais são aspectos fundamentais que condicionam os desenvolvimentos económicos e sociais em Portugal. Concluimos este ponto, considerando que Portugal tem sido o país que menos beneficiou com o alargamento da UE, pelos factos atrás expostos. Portugal, comparativamente a 1999-2000 tem hoje uma economia mais débil, com mais desemprego, mais desigualdades, mais precariedade laboral, menores salários, mais pobreza, mais dependência externa e em divergência com a União Europeia. Os custos de transacção aumentaram em paralelo ao aumento das comissões e taxas bancárias e a passagem para o euro acarretou um aumento de preços de bens essenciais.

Constatamos ao longo deste trabalho, que o euro ganhou quota de mercado especialmente face ao dólar como moeda internacional, com as possíveis consequências para a nossa economia. Apesar da constatação de algumas desvantagens relativas à valorização do Euro, nomeadamente a perda de parte do mercado “americano”, não é preocupante, já que, as nossas exportações se dirigem, maioritariamente à Europa e, por

outro lado, temos a ganhar com as importações, especialmente do petróleo, cuja unidade de medida é o dólar.

Consideramos assim, que, perante um mercado mais vasto, mais competitivo, com uma moeda mais forte, o balanço é positivo.

A situação actual não está favorável, mas creditamos que o futuro vai trazer melhores resultados, tudo depende da visão estratégica de cada País Membro da União Europeia, do BCE e de outros Organismos fundamentais à dinamização e supervisão deste Projecto Europeu.

A Política Orçamental, tal como outras políticas económicas, poderão ser as únicas armas de cada Estado-Membro disponíveis para assegurar a competitividade e combater choques assimétricos.

Terminamos assim, reafirmando o objectivo principal desta dissertação, que a Política Cambial do Euro, trouxe um maior impacto para a Economia Portuguesa, do que a Política Cambial do Escudo, cujos resultados foram evidenciados ao longo deste trabalho.

A Política Cambial do Escudo, apesar de ter oferecido mecanismos estratégicos à Economia Portuguesa, nem sempre foram os adequados, reflectindo-se em situações menos favoráveis ao crescimento e desenvolvimento do País. O facto de ser uma moeda “fraca” e o nosso país não ter o desenvolvimento desejável, nada ajudava a manter esta política. Foi um desafio, uma oportunidade, a adesão ao Euro, quer para as famílias, quer para as empresas, quer para o Estado e sociedade em geral.

A abordagem a esta temática, realizada nesta dissertação, fica longe de esgotar todas as análises possíveis para uma melhor compreensão da mesma.

## **BIBLIOGRAFIA**

**ABREU, Margarida** (1999), *As crises cambiais do escudo entre 1992 e 1995*, ISEG-CISEP, Working Papers

**AGHION, Philippe, et al.** (2006), *Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development*, Working Paper nº.12117, NBER

**ALEXANDRE, Fernando; BAÇÃO, Pedro; DRIFFILL, John** (2007), *Optimal monetary policy with a regime-switching Exchange rate in a forward-looking model*, Estudos do GEMF, nº.9, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**ALEXANDRE, Fernando; BAÇÃO, Pedro; CEREJEIRA, João; PORTELA, Miguel** (2009), *Aggregate and sector-specific Exchange rate indexes for the Portuguese economy*, Estudos do GEMF, nº.5, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**ALVES, Rui Henrique** (1997), *O Euro e a Organização Económica da Europa: O Caso da(s) Política(s) Fiscal(ais)*, Faculdade de Economia do Porto, Outubro

**ALVES, Rui Henrique** (2000), *Políticas fiscais nacionais e União Económica e Monetária na Europa*, Série Moderna Finança, nº.3, 2ª.edição – Revista, Instituto Mercado de Capitais, BVLP, Bolsa de Valores de Lisboa e Porto

**ALVES, Rui Henrique** (2000), *Da Moeda Única à União Política*, Faculdade de Economia do Porto, Setembro

**ANDRADE, João Sousa** (1998), *Introdução à Economia*, Coimbra, Minerva

**ANDRADE, João Sousa** (1998), *Regras de Comportamento e Reformas Monetárias no novo SMI*, Estudos do GEMF, nº.3, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**ANDRADE, João Sousa** (1998), *Moeda Única e Internacionalização: Apresentação do Tema*, Estudos do GEMF, nº.1, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**ANDRADE, João Sousa** (2009), *A Política Monetária do BCE. Uma estratégia original para a estabilidade nominal*, Estudos do GEMF, N.º.10, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**AKHTAR, M.A.; HILTON, R. Spence** (1984), *Effects of Exchange Rate Uncertainty on German and U.S. Trade*, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review 9, pp.7-16

**AUGUSTO, Fátima Cristina da Piedade** (2008), *As políticas de estabilização e o equilíbrio no longo prazo: uma aplicação para Portugal e Espanha*, Dissertação de Mestrado em Economia Aplicada, Julho

**BANACO, Ivo José Patrício** (2008), *A Construção Europeia à luz da Economia das Instituições e do Paradigma Integral. O Caso Particular da Endogeneidade da Zona Monetária Europeia*, Dissertação de Mestrado em Economia e Estudos Europeus, ISEG, Julho

**BANCO DE PORTUGAL** (2003), *Perspectivas económicas para a economia portuguesa 2003-2004*, Boletim Económico, Junho

**BARBOSA, Manuel Soares Pinto** (1984), *Growth, Migration and Balance of Payments in a Small open Economy: Portugal*, Lisboa

**BARBOSA, António Pinto et al.** (1998), *O Impacto do Euro na Economia Portuguesa*, Publicações Dom Quixote, Lisboa

**BERGSTEN, C. Fred** (1997), *The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation*, D.C.:International Monetary Fund, pp.17-48

**BOFINGER, P., MAYER, E., WOLLMERSHAUSER, T.** (2002), *The BMW model Simple macroeconomics for closed and open economies-a requiem for the IS/LM-AS/AD and the Mundell-Fleming Model*, WPE (Wurzburg Economic Paper), n.º.35, Julho

**BURNSIDE, Craig; EICHENBAUM, Martin; REBELO, Sérgio** (1999), *Hedging And Financial Fragility In Fixed Exchange Rate Regimes*, National Bureau Of Economic Research, Working Paper Series, n.º.7143, Maio

**BURTEIN, Ariel T., NEVES, João C., REBELO, Sérgio** (2000), *Distribution Costs and Real Exchange Rate Dynamics During Exchange – Rate – Based- Stabilizations*, National Bureau Of Economic Research, Working Paper n.º.7862, Agosto

**CAETANO, José; GALEGO, Aurora; COSTA, Sofia** ( 2005 ), *Portugal e o alargamento da União Europeia: alguns impactos socioeconómicos*, *Análise Social*, vol.XI (175), pp.255-278, Universidade de Évora

**CALVO, Guillermo A.** (1986), *Temporary Stabilization: Predetermined Exchange Rates*, *Journal of Political Economy*, V. 94, pp. 1319-1329, Dezembro.

**CALVO, Guillermo A.; VÉGH, Carlos A.** (1993), *Exchange Rate Based Stabilization under Imperfect Credibility*, London:MacMillan, pp. 3-28

**CALVO, Guillermo A** (1999), *Fixede versus Flexible exchange rates – Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch*, University of Maryland, Abril

**CALVO, Guillermo A** (2006), *Monetary Policy Challenges in Emerging Markets:Sudden Stop, Liabilily Dollarization and Lender of Last Resort*, Outubro

**CANZONERI, Matthew et al.**(1998), *Trends in European Productivity:Implications for Real Exchange Rates, Real Interest Rates and Inflation Differentials*, Working Paper n.º.27, Oesterreichische Nationalbank, Maio

**CARREIRA, Henrique Medina** (1996), *As Políticas Sociais em Portugal*, Gradiva, Lisboa

**CARVALHO, Pedro** (2006), *Reflexões sobre o Euro e seu impacto para Portugal*, O Diario.info

**CASTRO, Armando** (1980), *O Pensamento Económico no Portugal Moderno*, Biblioteca Breve, Série Pensamento e Ciência, Volume 48, 1ª.edição

**CERQUEIRA, Pedro André** (2004), *Assimetria de choques entre Portugal e a União Europeia*, Paper - Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**CHO, A.; COOLEY T.** (1995), *The Business Cycle With Nominal Contracts*, Economic Theory, RCER, Working Papers n°.260

**CORDEN, W. Max** (2001), *Regimes e Políticas Cambiais: Uma Visão Geral*, Revista de Economia Política, vol. 21, n°.3 (83), Julho/Setembro

**CONSTÂNCIO, Vitor** (1988), *Portugal e o Sistema Monetário Europeu*, Revista da Banca, n°.8, Outubro/Dezembro, pp.55-64.

**CONSTÂNCIO, Vitor** (2001), *Portugal e o Sistema Monetário Europeu*, Revista da Banca, n°.8, Outubro/Dezembro, pp.55-64.

**CONTI, Bruno Martarello; VALENTE, Frederico S.P.F.** (2007), *As controvérsias Teóricas que Rondam a Escolha de Regimes Cambiais em Países Emergentes*, XII Encontro Nacional de Economia Política

**COUTO, Fátima Filipa Teixeira** (2006), *Portugal foi dos países que mais beneficiou com o euro*, Economia portuguesa - blogue

**CUNHA, Luís Campos; MACHADO, José Ferreira** (1992), *Competitividade e Política: Uma análise empírica*, Working Paper n.º.178, Universidade Nova de Lisboa, Faculdade de Economia, pp. 1-36, Fevereiro

**CURADO, Marcelo; Rocha, Marcos; Damiani, Daniel** (2008), *Taxa de câmbio e crescimento económico: uma comparação entre economias emergentes e desenvolvidas*, ANPEC, Working Papers

**DAMIÃO, Maria da Graça** (1996), *Algumas Considerações a Propósito do Projecto de União Económica e Monetária*, Prospectiva e Planeamento, 2

**DIAS, Luís Manuel de Aguiar** (1996), *A Crise e o ressurgimento do sistema monetário europeu*, Estudos do GEMF n.º.8, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**DORNBUSCH, Rudiger** (1976), *Expectations and Exchange Rate Dynamics*, Journal of Political Economy, Dezembro

**DORNBUSCH, Rudiger** (1982), *PPP Exchange Rate Rules and Macroeconomic Stability*, Journal of Political Economy 90, pp. 158-165

**DORNBUSCH, Rudiger.; Werner, A.** (1994), *Mexico: Stabilization, Reform and no Growth*, Brookings Papers on Economic Activity, V. 1

**DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley; STARTZ, Richard** (2004), *Macroeconomics*, 9<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill

**DRAZEN, Allan; HELPMAN, Elhanan** (1987), *Stabilization With Exchange Rate Management under Uncertainty*, Quarterly Journal of Economics, V.11, 1-13

**DRAZEN, Allan ; HELPMAN, Elhanan.** (1988), *Inflationary Consequences of Anticipated Macroeconomic Policies*, Quarterly Journal of Economics

**DUARTE, António Portugal** (2001), *Paridade do Poder de Compra e das Taxas de Juro: Um Estudo Aplicado a Três Países da UEM*, Estudos do GEMF, N.º.4, Faculdade Economia, Universidade de Coimbra

**DUARTE, António Portugal** (2002), *O Processo Desinflacionista Português: Análise de alguns custos e benefícios*, Estudos do GEMF, n.º.1, Faculdade Economia, Universidade de Coimbra

**DUARTE, António Portugal; ANDRADE, João Sousa** (2003), *O Funcionamento do Padrão-Ouro em Portugal: Análise de Alguns Aspectos Macroeconómicos*, Grupo de Estudos Monetários e Financeiros (GEMF), Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Novembro

**DUARTE, António Portugal; ANDRADE, João Sousa ; DUARTE, Adelaide** (2008), *Exchange Rate and Interest rate Volatility in a Target Zone: The Portuguese Case*, Estudos do GEMF, n.º.3, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**DUARTE, António Portugal; ANDRADE, João Sousa; DUARTE, Adelaide** (2009), *Exchange Rate Mean Reversion within a Target Zone: Evidence from a Country on the Periphery of the ERM*, Estudos do GEMF, n.º.15, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

**EDWARDS, Sebastian; YEYATI, Eduardo Levy** (2003), *Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers*, National Bureau of Economic Research, Paper n.º.17

**FARINHA, F; MATA, J.** (1996), *The Impact of foreign direct investment in the Portuguese economy*, Working Paper n.º.16, Banco de Portugal



**FARTO, Manuel** (2006), *O Euro e a Política Monetária*, JANUS, Working Papers

**FAVROD, Charles Henri** (1976), *A Economia*, Enciclopédia do Mundo Actual

**FERRAZ, António Mendes da Silva** (2000), *Área monetária óptima e política monetária na Zona Euro: duas questões em debate*, Documentos de Trabalho, NIPE WP 5, Núcleo de Investigação em Políticas Económicas, Universidade do Minho

**FELDSTEIN, Martin S.** (1992), *The case against MEU*, in *The Economist*, NBER, Junho

**FELDSTEIN, Martin S.** (2009), *Reflections on Americans' Views of the Euro Ex Ante*, NBER, Janeiro

**FERNANDES, António José** (1992), *A Comunidade Europeia-Estrutura e Funcionamento*, Editorial Presença, 1ª.Edição, Lisboa, p.271

**FERRAZ, António Mendes da Silva** (2000), *Área monetária óptima monetária na Zona Euro: duas questões em debate*, NIPE WP5/2000, Núcleo de Investigação em Políticas Económicas – Universidade do Minho

**FERREIRA, Mário Pedro** (2005), *União Económica e Monetária – Análise Quantitativa e qualitativa de dados*, Universidade Católica Portuguesa, Centro Regional do Porto

**FONTOURA, Maria Paula; CRESPO, Nuno** (2004), *O Alargamento da União Europeia- Consequências para a Economia Portuguesa*, Capítulo 3 e 4, pp.51-101 e Capítulo 8, p.176

**FOSSAERT, Robert** (1991), *O Mundo no Séc.XXI-Uma Teoria dos Sistemas Mundiais, Economia e Política*

**FREITAS, Miguel Lebre** (2003), *Convergência Portugal e a União Europeia*, Cadernos de Economia, 48, Janeiro/Março

**FREITAS, Miguel Lebre** (2005), *Sobre a reforma do Pacto de Estabilidade e Crescimento: Flexibilizar para cumprir*, Documentos de Trabalho em Economia, E/nº.33

**FRIEDMAN, M.** (1953), *The case for flexible Exchange rates*, Chicago, University of Chicago Press

**FROOT, Kenneth A.; ROGOFF, Kenneth** (1995), *Perspectives on PPP and the Long-Run Real Exchange Rate*, Handbook of International Economics, V.3 ed. Grossman and K.Rogoff, Amsterdam: North Holland Press

**FUNKE, R.; KENNEDY, M.** (1997), *International implications of European Economic and Monetary Union*, OCDE Economic Papers, nº.174, Paris

**GABRIEL, Luciano Ferreira; OREIRO, José Luís da Costa** (2008), *Fluxos de capitais, fragilidade externa e regimes cambiais – uma revisão teórica*, Revista de Economia Política, vol.28, nº.2, São Paulo, Abril a Junho

**GIAVAZZI, F.; PAGANO, M.** (1990), *Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary. Tales of two small European Countries*, NBER Macroeconomics Annual, pp.74-116

**GIAVAZZI, F.; PAGANO, M.** (1991), *Confidence crises and Public Debt Management*, in Dornbusch and Draghi (1991)

**GUEDES, Francisco Corrêa** (1998), *A Evolução do Sistema Monetário Internacional*, Planeta Editora, Segunda edição actualizada

**GRENVILLE, S.** (2000), *Exchange rate regimes for emerging markets*, Working Papers

**HELPMAN, Elhanan; RAZIN, Assaf** (1987), *Exchange Rate Management: Intertemporal Tradeoffs*, American Economic Review, V. 77, pp.107-123

**HOOPER, P.; KOHLHAGEN, S.W.** (1978), *The Effects of Exchange Rate Uncertainty on the Prices and Volume of International Trade*, Journal of International Economics 8, pp.483-511

**LEITE, Lara Isabel Fernandes** (2009), *Economia Portuguesa e Europeia*, Universidade do Minho, EEG, Outubro

**LELART, Michel** (1991), *O Sistema Monetário Internacional*, Terramar, Lisboa

**LOPES, José da Silva** (1993), *Monetary and Exchange rates policies: benefits and costs of participation in European monetary integration*, in Silva Lopes (ed.), Portugal and EC membership evaluated, Pinter Publishers, Londres, pp, 93-105

**LOPES, José da Silva** (1999), *A Economia Portuguesa desde 1960*, Coleção Trajectos Portugueses, n.º.36, Edições Grádiva, Lisboa, 5ª.Edição, p.225

**LOPES, José da Silva** (2004), *A Economia Portuguesa desde 1960*, Gradiva

**LOPES, José Mário** (2006), *The Portuguese Escudo in the EMS: Crisis and Contagion*, Tese de Mestrado, Faculdade de Economia, Universidade Nova de Lisboa, Setembro

**LOUREIRO, João** (1999), *Euro-Análise Macroeconómica*, Vida Económica

**MACEDO, Jorge Borges**(1988), *Portugal - Europa para Além da Circunstância*, Imprensa Nacional – Casa da Moeda (Temas portugueses)

**MACEDO, Jorge Braga; NUNES, Luís Catela; PEREIRA, Luís Brites** (2003), *Central Bank Intervention under Target Zones: The Portuguese Escudo in the ERM*, Nova Economics Working Paper n°.435, Setembro

**MACEDO, Jorge Braga** (2006), *Competitividade portuguesa na economia global*, Nova Economics Working Paper n°.493, Setembro

**MACEDO, Jorge Braga** ( 2007), *A mudança do regime cambial português: Um balanço 15 anos depois de Maastricht*, FEUNL e IICT

**MAIO, Mário Alberto Nunes** (2005), *As Implicações da Introdução do Euro*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais, Universidade Aberta

**MANKIW, N. Gregory** (2006), *Macroeconomics*, 6th ed., Worth

**MARQUES, A.H. Oliveira** (1986), *História de Portugal*, Vol.III, Palas Editores

**MARQUES, Pedro Manuel Frouco** (2006), *A Análise do Risco e o Euro – Que futuro em Portugal?*, Editora Universidade Lusíada

**MASSON, Paul** (2001), *Exchange Rate regime Transitions*, Journal of Development Economics 64

**MASSON, Paul** (2005), *Explaining the Transitions between Exchange Rate Regimes*, Scandinavian Journal of Economics

**MATEUS, Augusto** (1995), *Portugal XXI: Cenários de Desenvolvimento*, Livraria Escolar Editora, Lisboa

**MATEUS, M. Abel** (1997), “A Formulação e Execução da Política Monetária pelo Banco de Portugal, Seminário sobre a Economia Portuguesa da UNL, ISEGI

**MATEUS, M. Abel** (1998), *Economia Portuguesa desde 1910*, Editora Verbo, Lisboa

**MATOSO, José** (1994) , *História de Portugal-Vol.VIII*, Editorial Estampa

**MENDONÇA, António** (1992), *Câmbios, Financiamento e Risco*, Lisboa:Cedin-ISEG

**MENDONÇA, António** (1994), *O Sistema Monetário Europeu: Passado: Presente e Futuro*, CEDIN/ISEG, Documento de Trabalho nº.5/1994

**MENDONÇA, António** (1995), *O Conceito de Zona Monetária Óptima e o Problema da sua Discussão sobre o Processo de Integração Monetária na Europa* in *Ensaios de Homenagem a Francisco Pereira de Moura*, ISEG/Montepio Geral, Lisboa

**MENDONÇA, António** (2005), *A União Europeia Face ao Processo de Globalização: Alargamento Continental versus Abertura Atlântica*, Documento de Trabalho, ISEG

**MENDOZA, E.** (2005), *Real Exchange Rate Volatility and the Price of Nontradables in Sudden-Stop-Prone Economies*, NBER Working Paper nº.11691

**MINISTÉRIO DA ECONOMIA** (2002), *O Alargamento da UE: Reflexão no Ministério da Economia*, Direcção-Geral das Relações Económicas Internacionais.

**MINISTÈRIO DAS FINANÇAS**, *O Impacto do Euro na Economia Portuguesa*, Estudo coordenado pela Faculdade de Economia da Universidade de Lisboa, Abril de 1998

**MORAIS, Jorge Alves et al.** (1999), *O Euro – perguntas e respostas*, Publicações Europa - América

**MUNDELL, Robert** (1961), *A Theory of Optimum Currency Áreas*, American Economic Review, 60, n.º.4, Setembro

**MUNDELL, Robert** (1962), *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed*, IMF Staff Papers, Março

**MUNDELL, R.; SWOBODA, A.K.** (1972), *Problemas Monetários de la Economía Internacional*, Centro de Estudios Monetários Latino-Americanos, México

**MURTEIRA, Mário** (1997), *A Economia do Mercado Global – ensaios sobre condicionantes mega e macro das estratégias empresariais*, Editorial Presença, Lisboa

**KAREKEN, John; WALLACE, Neil** (1978), *Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial Equilibrium Exposition*, Journal of Business, 51, pp.413-438

**KAUFFMANN, Pascal** (1997), *O Euro*, Bertrand Editora, p.18

**KIGUEL, Miguel; LIVIATAN, Nissan** (1992), *The Business Cycle Associated With Exchange Rate Based Stabilization*, World Bank Economic Review 6, pp. 279-305

**KING, Robert; REBELO, Sergio** (1991), *Low frequency filtering and real business cycles*, Journal of Economic Dynamics and Control, Forthcoming

**KRUGMAN, Paul; MACEDO, Jorge Borges** (1979), *A Taxa de Câmbio Real em Portugal*

**KRUGMAN, Paul** (1989), *The Case for Stabilizing Exchange Rates*, Oxford Review of Economic Policy, Oxford University Press, V. 5, pp-61-72

**KRUGMAN, Paul** (1992), *Integration, specialisation and regional growth: notes on 1992, EMU, and stabilisation*, Comunicação – Conferência do Banco de Portugal/CEPR sobre The transition to economic and monetary union in Europe, Estoril, Janeiro

**KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice** (1997), *International Economics-Theory and Policy*, 4ª.Edição, Addison-Wesley, N.Y.

**KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice** (2005), *Economia Internacional: Teoria e Política*, 6ª.edição, Pearson Education do Brasil, São Paulo

**OCDE** (1996), *Economic Survey on Portugal*, Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development

**OLIVEIRA, Maria da Luz et al.** (1986), *Economia*, Texto Editora, Lisboa

**PESCADA, António** (1996), *Guia dos Indicadores Económicos - Para entender a Economia*, Editorial Caminho, Lisboa, p.202

**PIMENTA, Carlos** (1984), *Economia Portuguesa -Uma experiência, uma análise*, Editorial Caminho, Biblioteca Popular, Lisboa

**PINTO, António Mendonça** (1994), *Sistema Monetário Europeu*, Cadernos Bancários, IFB, Abril

**PINTO, António Mendonça** (1997), *União Monetária Europeia, Portugal e o Euro*, 2ª.Ed., Universidade Católica, Lisboa

**PINTO, António Mendonça** (1999), *Política Económica em Portugal e na Zona Euro*, Publicações Universitárias e Científicas, 1ª.Edição, Lisboa, Novembro, p.196

**REBELO, Sérgio** (1992), *Inflation in Fixed Exchange Rate Regimes: The Recent Portuguese Experience*, Banco de Portugal, WP-11

**REBELO, Sérgio; VÉGH, Carlos A.** (1995), *Real Effects of Exchange Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories*, (NBER) National Bureau Of Economic Research, Working Paper Series, nº.5197, V.10, pp.125-174, Cambridge, MA, Julho

**REBELO, Sérgio** (1997), *What Happens When Countries Peg Their Exchange Rates? (The Real Side Of Monetary Reforms)*,(NBER) National Bureau Of Economic Research, Working Paper Series, nº.6168, Setembro

**REIS, Jaime** (1990), *História Económica 3 – A Evolução da Oferta Monetária Portuguesa, 1854-1912*, Banco de Portugal

**RODRIGUES, R.Lopes** (2000), *O Euro e a Competitividade da Economia Portuguesa*, Conselho Europeu de Lisboa, Março

**ROLAND-LEVY, C.** (2006), *Changes in Identity*, in Ross, A. (ed) *Citizenship Education: Europe and the World*, London, CiCe, pp.403.418.

**ROLDÓS, Jorge** (1993), *On Credible Disinflation*, Working Paper 90, Washington, D.C.:International Monetary Fund



**ROLDÓS, Jorge** (1995), *Supply-Side Effects of Disinflation Programs*, IMF Staff Papers, V.42, pp.158-183

**SACHS, J.** (1987), *The Bolivian Hyperinflation and Stabilization*, American Economic Review, Papers and Proceedings, 77, pp. 279-283

**SAHAY, Ratna; VÉGH, Carlos A.** (1996), *Inflation and Stabilization in Transition Economies: an analytical interpretation of the evidence*, The Journal of Policy Reform, V.1, pp.73-108

**SAMPAYO, Filipa de Mello**, *Portugal Positivo-Investimento directo estrangeiro e/ou Plano Tecnológico?*(2006), *Economia Global e Gestão*, nº.1, vol.XI, Abril, pp.141-150

**SAMUELSON, Paul** (1987), *Economia*, Mc Graw-Hill

**SANTOS, Fernando Teixeira** (1985), *Three Essays on Portuguese-Monetary Economics*

**SANTOS, João A.C.** (2001), *O Euro e o Sistema Financeiro da Zona Euro*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 10, pp.119-134

**SANTOS, Jorge et al** (1994), *Macroeconomia*, Exercícios e Teoria, Mc Graw-Hill

**SEABRA, Fernando** (1998), *O Modelo de Bandas Cambiais e a Variabilidade da Taxa de Câmbio*, Documento de Trabalho nº.2, vol.28, pp.199-224, Abril/Junho

**SERRÃO, Joel et al** (1989), *Portugal e o Estado Novo (1930-1960)*, Volume XII, Editorial Presença

**SERVÉN, L.** (2002), *Real Exchange rate Uncertainty and Private Investment in Developing Countries*, World Bank Policy Research Working Paper nº.2823

**SILVA, Anibal Cavaco** (1999), *A União Monetária Europeia - Funcionamento e Implicações*, Editorial Verbo, Lisboa, p.136

**SILVA, Graça Ponte; PROENÇA, Manuela; FREITAS, Vera** (1996), *Alargamento da UE a Leste-As novas condições de concorrência*, Departamento de Prospectiva e Planeamento, 2

**SILVA, J.** (2002), *O Desinvestimento Directo do Estrangeiro em Portugal no Período Pós-Adesão à União Europeia*, dissertação de mestrado em Economia Internacional, ISEG-UTL

**SILVA, José Manuel Azevedo** (1981), *A Balança de Pagamentos em Portugal*, Centelha, Coimbra

**SILVA LOPES, José** (1993), *Monetary and exchange rates policies: benefits and costs of participation in European monetary integration*

**SOLOMON, R.** (1999), *Money on the Move: The revolution in International Finance since 1980*, Princeton University Press

**SOUSA, Alfredo et al** (1988), *Nova Economia em Portugal*, Universidade Nova de Lisboa, Faculdade de Economia

**STANLAKE, George F.** (1993), *Introdução à Economia*, Fundação Calouste Gulbenkian

**STOFFAES, Christian** (1991), *A Crise da Economia Mundial*, Publicações Dom Quixote, Nova Enciclopédia, Lisboa

**STOKEY, Nancy L.; REBELO, Sérgio** (1993), *Growth Effects Of Flat-Rate Taxes*, National Bureau Of Economic Research, Working Paper Series, n.º.4426, Agosto

**TALVI, Ernesto** (1994), *Fiscal Policy and the Public Sector in Exchange Rate Based Stabilizations: Evidence from Uruguay`s 1978 and 1991 Programs*, The University of Chicago and the Central Bank of Uruguay, Agosto

**TAMAMES, Ramón** (1979), *Estrutura da Economia Internacional*, Publicações Dom Quixote, Terceira Edição

**TORRES, Francisco** (1994), *Portugal and the EMS on the Politics of Monetary Integration*, Centro de Estudos Europeus, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa

**TORRES, Francisco** ( 2002 ), *Para Além do Euro: a Adopção de Objectivos Comuns?*, Documento de trabalho, IEEI-Instituto de Estudos Estratégicos e Internacionais, Estratégia n.º.17

**TORRES, Francisco** (2006), *A Convergência Monetária: Portugal e a União Europeia*, Documentos de Trabalho em Economia, E/n.º.39/2006, Universidade de Aveiro

**TORRES, Francisco** (2007), *A convergência para a União Económica e Monetária: objectivo nacional ou constrangimento externo?*, Documentos de Trabalho, NIPE WP 21/2007, Universidade do Minho

**URIBE, Martin** (1997), *Exchange-Rate-Based Inflation Stabilization: The Initial Real Effects of Credible: Plans*, Journal of Monetary Economics, 39, pp.197-221

**VÉGH, C.** (1992), *Stopping high Inflation:an analytical overview*, IMF Staff Papers 39, pp.625-695

**VIEIRA, Joaquim** (2000), *Portugal do Séc.XX-Crónica em Imagens:1970-1980; 1980-1990; 1990-2000*, Circulo de Leitores

**VOISIN, J. Pierre Fargere Colete** (1994), *O Sistema Financeiro e Monetário Internacional*, Instituto Piaget

**OUTRAS OBRAS CONSULTADAS:**

**BANCO DE PORTUGAL** (1999), *Relatório de Convergência*, Lisboa

**BOLETIM ECONÓMICO** (1998), Banco de Portugal, Departamento de Estatística e Estudos Económicos, Volume 4, nº.2, Junho

**CADERNOS DE ECONOMIA** (1990), Caixa Geral de Depósitos, Ano III, Trimestral, Julho/Setembro

**CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS** (1997), *A competitividade da Economia Portuguesa*

**COMISSÃO EUROPEIA**, *Relatório Geral da Actividade da União Europeia*, Serviços de Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, Bruxelas, 1997

**COMITÉ ECONOMICO E SOCIAL DAS COMUNIDADES EUROPEIAS**, Parecer sobre , *A legislação e as regulamentações para a passagem à moeda única e suas implicações para o mercado*, Serviços de Publicações Oficiais das Comunidades Europeias, Bruxelas, 30/31 de Outubro, 1996

**COMITÉ ECONOMICO E SOCIAL DAS COMUNIDADES EUROPEIAS**, Parecer sobre *As Disposições previstas para a Terceira Fase da União Económica Monetária*, Bruxelas, 28/29 de Maio, 1997

**CONSELHO ECONÓMICO E SOCIAL** (1997), *Capital Humano e Capacidade de Inovação – Contributos para o estudo do Crescimento Económico Português, 1960-1991*, Série Estudos e Documentos, Lisboa

**A EUROPA PASSO A PASSO-** *Cronologia da Comunidade Europeia*, Documentação Europeia, 6ª.Edição, p.99

**ECONOMIA PURA**, *A Maratona do Euro*, Dezembro 2001, nº.42

**ESTUDOS DE ECONOMIA** (1989), Instituto Superior de Economia, nº.IX, nº.3, Abril/Junho

**EUROEXPANSÃO** (1988), *Revista de Economia e Gestão*, Ano VI, 44, Abril/Maio

**FEDERAL BANK OF BOSTON** (1984), *The International Monetary System: Forty Years after Bretton Woods*, Boston

**MINISTÉRIO DA ECONOMIA** (1998), *Economia e prospectiva- Portugal , o Euro e as Empresas*

**MINISTÉRIO DAS FINANÇAS** (1998), *Economia Portuguesa-Estabilidade e Crescimento*, Lisboa, Junho

**MINISTÉRIO DAS FINANÇAS** (1998), *O Impacto o Euro na Economia Portuguesa – As implicações sociais*, Gabinete de Comunicação Social do Ministério das Finanças

**MINISTÉRIO DAS FINANÇAS** (1999), *O Euro na Lei – Legislação Comunitária e Nacional relativa à Introdução da Moeda Única Europeia*, Rei dos Livros

**RELATÓRIOS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO,** Banco de Portugal,  
Décadas 60, 70, 80 e 90

**REVISTA DA BANCA** (1988), nº.6, Abril/Junho

**REVISTA CONTRASTE,** *A crise financeira internacional, Portugal e o Euro,*  
suplemento Economia da Associação de Estudantes da Faculdade de Economia do  
Porto, p.5, Novembro/Dezembro

**REVISTA EXECUTIVE DIGEST** (1998), artigo - *Euro: as respostas que as  
empresas procuram,* nº.44, Junho

**SITES CONSULTADOS:**

<http://www.infoeuro.pt>

<http://www.euro.iapmei.pt>

<http://www.euro-institu.org>

<http://www.bportugal.pt>

<http://www.cgd.pt>

<http://www.bnu.pt>

<http://www.isegi.unl.pt>

<http://www.fe.uc.pt>

<http://primeirasedicoes.expresso.pt>

<http://Macroeconomia.htm>