

Universidade Técnica de Lisboa
Instituto Superior de Economia e Gestão

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

**POLÍTICA CAMBIAL NOS
PAÍSES EM VIAS DE DESENVOLVIMENTO E NOS
PAÍSES EM TRANSIÇÃO**

José Pedro Viegas Cardoso

Orientação: Professor Dr. Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

Composição do Júri:

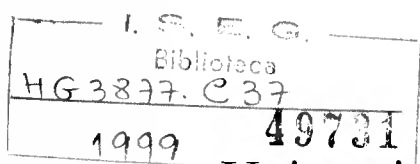
Presidente: Professor Doutor Paulo Meneses Brasil de Brito

Vogais: Professor Doutor Vítor Augusto Mendes dos Santos

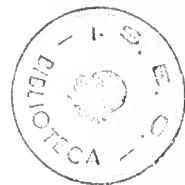
Professora Doutora Margarida Paula Calado Neca Vieira de Abreu

Professor Dr. Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

Outubro / 1999



Reservado



Universidade Técnica de Lisboa
Instituto Superior de Economia e Gestão

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

**POLÍTICA CAMBIAL NOS
PAÍSES EM VIAS DE DESENVOLVIMENTO E NOS
PAÍSES EM TRANSIÇÃO**

José Pedro Viegas Cardoso

Orientação: Professor Dr. Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

Composição do Júri:

- Presidente: Professor Doutor Paulo Meneses Brasil de Brito
- Vogais: Professor Doutor Vítor Augusto Mendes dos Santos
- Professora Doutora Margarida Paula Calado Neca Vieira de Abreu
- Professor Dr. Vítor Manuel Ribeiro Constâncio

Outubro / 1999

GLOSSÁRIO



ACC	Acordo de Cooperação Cambial
ADF	Augmented Dickey-Fuller
AFTA	Asian Free Trade Area
ANZCERTA	Australia — New Zealand Closer Economic Relations Trade Agreement
AR	Autoregressive
ARMA	Autoregressive Moving Average
ASEAN	Asian South Eastern Associated Nations
art.	Artigo
BCEAO	Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BCF	Balança de Capitais e Financeira
BCRA	Banco Central da República Argentina
BEAC	Banque des États de l'Afrique Centrale
BTC	Balança de Transações Correntes
CB	Currency Board
CEE	Comunidade Económica Europeia
CFA	Communauté Financière Africaine
CFA	Coopération Financière en Afrique Centrale
CFP	Comptoirs Français du Pacifique
CVE	Escudo Cabo-verdiano
DF	Dickey-Fuller
DSE	Direito de Saque Especial
EUA	Estados Unidos da América
FED	Federal Reserve System
FEER	Fundamental Equilibrium Exchange Rate
FMI	Fundo Monetário Internacional
I(1)	Integrada de Ordem 1
IPC	Índice de Preços no Consumidor
ITCEN	Índice de Taxa de Câmbio Efectiva Nominal
ITCER	Índice de Taxa de Câmbio Efectiva Real
Mercosul	Mercado Comum do Cone Sul
MTC	Mecanismo de Taxas de Câmbio
NAIRU	Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment
NFEER	Nominal Fundamental Equilibrium Exchange Rate
OCA	Optimum Currency Area
PALOP	Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa
PIB	Produto Interno Bruto
PPP	Purchasing Power Parity
PTE	Escudo Português
PVD	País em Vias de Desenvolvimento
SME	Sistema Monetário Europeu
UE	União Europeia
UEMOA	Union Economique et Monetaire Ouest-Africaine
UMOA	Union Monetaire Ouest-Africaine
USD	United States Dollar
VER	Voluntary Export Restraints

SUMÁRIO



As rápidas transformações que se têm vindo a processar nos países em vias de desenvolvimento e nos países em transição, a nível económico, social e institucional, têm levantado uma série de questões de política económica. Sendo consensual uma orientação económica assente nos mecanismos de mercado, subsistem porém questões sobre a forma como essa orientação deve ser organizada. Uma das questões centrais, e que condiciona todas as outras, é a relacionada com a política cambial.

Os estudos de política cambial têm centrado a sua atenção essencialmente ao nível do regime cambial. Porém, tão ou mais importante que o regime cambial revela-se o tipo e grau de convertibilidade da moeda, área de estudo que começou a ser descurada com o fim do sistema de Bretton Woods e a preferência revelada por uma maior flexibilidade do regime cambial. Desta forma, este trabalho analisa as opções de política cambial dos países em vias de desenvolvimento e dos países em transição, tendo em conta não só o regime cambial, mas igualmente a convertibilidade da moeda.

Para além de fornecer material teórico para a escolha da orientação de política cambial, este trabalho analisa quatro casos práticos actuais: (i) Argentina, (ii) países em transição, (iii) zona franco e Cabo Verde e (iv) Timor Loro Sae (em anexo). No que respeita a Cabo Verde, dado o interesse gerado pelo facto de a sua moeda ter sido recentemente ligada ao escudo português (presentemente ao euro), estimou-se a taxa de câmbio de equilíbrio fundamental através da aplicação da metodologia FEER (*Fundamental Equilibrium Exchange Rate*) desenvolvida por Williamson (1983) e através de uma variante a esta metodologia desenvolvida neste trabalho — que se designou por NFEER (*Nominal Fundamental Equilibrium Exchange Rate*) — especialmente aplicável a países em vias de desenvolvimento ou em transição, cuja estrutura produtiva e de exportações se encontra ainda a ser montada ou em fase de conversão.

Classificação do JEL: E42, E52, F31, F33, E58, C51.

Palavras-chave: política cambial, convertibilidade da moeda, regimes cambiais, FEER, países em vias de desenvolvimento, países em transição, Argentina, zona franco, Cabo Verde, Timor Loro Sae.

ABSTRACT

The rapid transformations which have been taking place in the developing countries and in the transition countries at the economic, social and institutional level have raised a series of economic policy issues. With a consensual economic orientation which relies on market mechanisms, some issues remain however as to the way in which this orientation shall be organised. One of the main issues which restrains the remaining ones, relates to foreign exchange policy.

Researches on foreign exchange policy have focused their attention essentially at the level of the exchange rate regime. However, equally or even far more important than the exchange rate regime is the type and degree of currency convertibility, an area of research which started to be neglected with the end of the Bretton Woods system and the preference revealed for a greater flexibility of the exchange rate regime. Thus, this essay analyses the options as regards the foreign exchange policy of the developing countries and the transition countries, taking into account not only the exchange rate regime, but also the currency convertibility.

Apart from supplying theoretical material in order to choose the foreign exchange policy orientation, this essay analyses four current practical cases: (i) Argentina, (ii) transition countries, (iii) franc zone and Cape Verde and (iv) Timor Loro Sae (see annex). As far as Cape Verde is concerned, given the interest attributable to the fact that its currency has been recently pegged to the Portuguese escudo (and presently to the euro), the fundamental equilibrium exchange rate (FEER) was estimated by applying the FEER methodology developed by Williamson (1983) and by applying a variant of this methodology developed in this essay — that was designated by NFEER (Nominal Fundamental Equilibrium Exchange Rate) — especially applicable to developing countries or to transition countries, whose output and export structure is still in an embryonic or conversion phase.

JEL classification: E42, E52, F31, F33, E58, C51.

Keywords: foreign exchange policy, currency convertibility, exchange rate regimes, FEER, developing countries, transition countries, Argentina, franc zone, Cape Verde, Timor Loro Sae.

ÍNDICE

I – Introdução	11
II – Convertibilidade da moeda.....	12
II.1 – Introdução.....	12
II.2 – Restrições comerciais e restrições cambiais.....	13
II.3 – Tipos e graus de convertibilidade da moeda	14
II.3.1 – Noção de convertibilidade com base no regime cambial:	
Convertibilidade fraca <i>versus</i> convertibilidade forte	15
II.3.2 – Noção de convertibilidade com base na transacção subjacente:	
Convertibilidade real <i>versus</i> convertibilidade financeira	
Convertibilidade da BTC <i>versus</i> convertibilidade da BCF.....	17
II.3.3 – Noção de convertibilidade com base na abrangência geográfica:	
Convertibilidade regional <i>versus</i> convertibilidade global	18
II.3.4 – Noção de convertibilidade com base nos detentores dos activos:	
Convertibilidade interna <i>versus</i> convertibilidade externa	19
II.4 – Vantagens e desvantagens associadas aos diversos tipos e graus de	
convertibilidade	21
II.4.1 – Convertibilidade real e convertibilidade financeira	21
II.4.2 – Convertibilidade da BTC e convertibilidade da BCF	22
II.4.3 – Convertibilidade regional ou convertibilidade global.....	24
II.4.4 – Convertibilidade interna e convertibilidade externa.....	24
II.4.5 – Convertibilidade fraca ou convertibilidade forte.....	28
II.4.6 – Comentário final	29
II.4.7 – A noção de convertibilidade adoptada pelo FMI; aplicação ao caso dos	
PALOP	29

III – Regimes cambiais	35
<i>III.1 – Caracterização dos vários regimes de taxa de câmbio consoante o seu grau de rigidez.....</i>	<i>35</i>
<i>III.2 – Evolução recente dos regimes cambiais adoptados.....</i>	<i>37</i>
<i>III.3 – A escolha do regime cambial mais apropriado</i>	<i>40</i>
<i>III.4 – Currency Boards: vantagens e ilusões</i>	<i>45</i>
<i>III.5 – O caso argentino: o sucesso de 9 anos de currency board e a actual perspectiva da sua insustentabilidade; a proposta de dolarização; alternativas à dolarização</i>	<i>48</i>
III.5.1 – As particularidades do currency board argentino	48
III.5.2 – A proposta argentina de dolarização	49
III.5.3 – Alternativas à dolarização no contexto da teoria das zonas monetárias óptimas.....	53
<i>III.6 – O caso dos países em transição; a atracção do euro.....</i>	<i>55</i>
III.6.1 – Enquadramento legal e questões em aberto.....	56
III.6.2 – Situação dos cinco países melhor posicionados para a adesão à UE e entrada na zona euro	58
III.6.2.1 – Enquadramento económico e evolução do processo de reformas.....	58
III.6.2.2 – Impacto das crises financeiras russa e brasileira e do conflito no Kosovo.....	59
III.6.2.3 – Posição de convertibilidade da moeda.....	60
III.6.3 – O dilema cambial enfrentado pelos países em transição	62
III.6.4 – Grande rigidez: euroização versus currency board	63
III.6.5 – Flexibilidade com disciplina: inflation target	64
<i>III.7 – O caso da zona franco e do Acordo de Cooperação Cambial entre Portugal e Cabo Verde.....</i>	<i>65</i>
III.7.1 – A zona franco.....	65
III.7.2 – O Acordo de Cooperação Cambial entre Portugal e Cabo Verde.....	67
III.7.3 – Implicações do euro como a nova referência cambial	68

IV – Metodologia FEER	71
V – Aplicação da metodologia FEER ao caso de Cabo Verde.....	80
VI – Aplicação de uma variante da Metodologia FEER ao caso de Cabo Verde	84
VII – Conclusão da aplicação da metodologia FEER e da sua variante ao caso de Cabo Verde; o efeito incompleto da curva <i>J</i>	92
VIII – Anexos e gráficos	94
<i>VIII.1 – Anexo A: a questão monetária em Timor Loro Sae.....</i>	<i>94</i>
<i>VIII.2 – Anexo B: estudo do grau de integração das séries.....</i>	<i>108</i>
<i>VIII.3 – Anexo C: estudo da existência de drift nas séries</i>	<i>111</i>
<i>VIII.4 – Anexo D: testes de cointegração</i>	<i>114</i>
<i>VIII.5 – Anexo E: descrição dos dados.....</i>	<i>115</i>
<i>VIII.6 – Gráficos.....</i>	<i>117</i>
Referências bibliográficas.....	121

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Classificação do conceito de convertibilidade do FMI	32
Quadro 2: Restrições comerciais e posição de convertibilidade da moeda de cada PALOP	34
Quadro 3: Considerações sobre a escolha do regime cambial	44
Quadro 4: Estudo do grau de integração das séries	110

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: FEER (em primeiras diferenças) e $HDtcr$	82
Gráfico 2: $Hbfy$ e tcn	85
Gráfico 3: tcn e $FEER^* = NFEER$ (usando <i>Trend</i>)	86
Gráfico 4: tcn e $FEER^* = NFEER$ (usando <i>ypt</i>)	88
Gráfico 5: bfy	117
Gráfico 6: $Dbfy$	117
Gráfico 7: piy	117
Gráfico 8: $Dpiy$	117
Gráfico 9: tcr	117
Gráfico 10: $Dtcr$	117
Gráfico 11: $Hbfy$	118

Gráfico 12: <i>DHbfy</i>	118
Gráfico 13: <i>tcn</i>	118
Gráfico 14: <i>Dtcn</i>	118
Gráfico 15: <i>ypt</i>	118
Gráfico 16: <i>Dypt</i>	118
Gráfico 17: <i>Hbfy</i> e respectivo <i>Trend</i>	119
Gráfico 18: <i>tcn</i> e respectivo <i>Trend</i>	119
Gráfico 19: <i>ypt</i> e respectivo <i>Trend</i>	119
Gráfico 20: <i>Hbfy</i>	120
Gráfico 21: <i>Hbfy</i> e <i>Hbfy*</i>	120
Gráfico 22: <i>DHbfy*</i>	120

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar gostaria de agradecer e de manifestar toda a estima ao Professor Dr. Vítor Constâncio pela qualidade dos seus ensinamentos e pela facilidade, naturalidade e intuição com que abordou a temática da economia monetária e financeira. Agradeço ainda o apoio prestado e todos os conselhos bastante profícuos que tive o privilégio de receber durante a orientação da Tese.

Ao longo do desenvolvimento deste trabalho foram inúmeras as pessoas cuja troca de impressões se revelou bastante enriquecedora. Injusto seria se não destacasse os Professores Dr. Carlos Robalo Marques e Doutor José Passos, pelos valiosos esclarecimentos econométricos, simpatia e disponibilidade demonstradas. O seu apoio transcendeu as fronteiras da mera elaboração desta Tese, possibilitando-me ensinamentos que reforçaram significativamente os meus conhecimentos econométricos.

Agradeço ao Dr. José de Matos, Director do Departamento de Relações Internacionais (DRI) do Banco de Portugal pelo apoio e disponibilidade que me proporcionou para a frequência do Mestrado.

Aos Amigos Pedro Lucas e Gonçalo Ribeiro um obrigado por todas as conversas e troca de impressões, e Jorge Mourato pela revelação de fontes bibliográficas bastante úteis. Um muito obrigado muito especial à Teresa Oliveira, cuja Amizade me permite tratá-la por Teresinha, a quem muitas vezes chamei “Santa”, por toda a paciência e prontidão que me proporcionou nas pesquisas bibliográficas na documentação do DRI.

Sem nunca esquecer a Família e Amigos, cuja companhia tive que os privar, a certeza de uma maior atenção e disponibilidade. Um carinho muito especial à minha namorada Paulinha, que contando os dias que faltavam para eu entregar a Tese sempre me deu todo o apoio e força.

I – Introdução

Esta Tese centra a atenção sobre a temática cambial nos países que ainda não são classificados como desenvolvidos, ou seja, nos países em vias de desenvolvimento (PVD) e nos países em transição. A sua organização pode ser separada em duas partes. Na primeira parte, as secções 2 e 3 fornecem o material teórico para o estudo da política cambial de um país. Na segunda parte, as secções 4 a 7 focam a estimação da taxa de câmbio de equilíbrio de um PVD com uma ligação cambial ao euro: Cabo Verde.

A secção 2 aborda a temática da convertibilidade da moeda, nos seus diversos tipos e graus, distinguindo, para cada uma das suas características, as vantagens e desvantagens. É ainda classificado o conceito de convertibilidade do Fundo Monetário Internacional (FMI) e apresentada a posição de convertibilidade da moeda de cada PALOP. A secção 3 analisa os diversos regimes cambiais, a sua evolução e os factores a ter em conta na escolha de um regime cambial. Esta secção abrange ainda o estudo de três casos: a perspectiva de dolarização total na Argentina, a atracção dos países em transição pelo euro e as implicações do euro na zona franco e em Cabo Verde. Dada a actualidade do tema, a questão monetária em Timor é analisada em anexo.

A secção 4 apresenta os aspectos teóricos da metodologia FEER (*fundamental equilibrium exchange rate*) de John Williamson para a estimação da taxa de câmbio de equilíbrio fundamental e a secção 5 aplica-a ao caso de Cabo Verde. Na secção 6 é desenvolvida nesta Tese uma variante da metodologia FEER, aplicável a economias em vias de desenvolvimento e a economias em transição, cujo processo de industrialização se encontra numa fase inicial (como o cabo-verdiano) ou em reestruturação. A conclusão da segunda parte é efectuada na secção 7, a qual, igualmente, apresenta a característica diferenciadora das economias em vias de desenvolvimento e em transição, que torna a aplicação da variante da metodologia FEER, mais adequada que a metodologia FEER tradicional, para o cálculo da taxa de câmbio de equilíbrio fundamental.

II – Convertibilidade da moeda

II.1 – Introdução

A convertibilidade de uma moeda tem sido sempre um ponto fundamental das relações económicas internacionais. Contudo, com o abandono do sistema de Bretton Woods descurou-se a atenção sobre esta matéria. Uma das razões poderá ter sido a preferência e prevalência do regime de câmbios flexíveis observada desde então, associada à convicção de que este regime tornaria desnecessárias ou redundantes as restrições de natureza cambial ou de qualquer outra natureza. Deste modo, uma moeda assente num regime de câmbios flexíveis seria convertível por definição. Mas o que pode ser esperado em princípio, nem sempre se materializa na prática; as restrições cambiais, assim como diversas restrições de outra natureza, continuaram a existir nos países com um regime de câmbios flexíveis, ressurgindo assim novamente questões relacionadas com a convertibilidade da moeda.

Para além deste motivo, o interesse dirigido ao estudo da convertibilidade de uma moeda ganhou importância nos últimos anos devido a dois conjuntos de acontecimentos: (i) o alastramento do processo de reformas actualmente em curso nas economias da Europa Central e Oriental e na antiga União Soviética e (ii) o processo de desregulamentação do sector financeiro e de liberalização dos mercados de capitais que *de jure* ou *de facto* está a ocorrer em vários PVD.

Do ponto de vista dos países em transição, a convertibilidade da moeda constitui um pilar importante no seu processo de reformas. Neste contexto, o conceito de convertibilidade transcende as fronteiras de um assunto meramente monetário, contendo elementos políticos decisivos para a estratégia de transformação de uma economia planificada numa economia de mercado.

Relativamente aos PVD, o progresso e globalização dos mercados financeiros tornaram essencial a discussão do tema da convertibilidade da moeda. No entanto, neste caso a discussão não se centra tanto ao nível do conceito, mas ao nível do grau de

convertibilidade. Neste contexto, a principal questão centra-se sobre o debate de um país adoptar somente a convertibilidade da balança de transacções correntes (BTC) ou, para além desta, também a convertibilidade da balança de capitais e financeira (BCF).

Pretende-se, nos parágrafos a seguir, discutir a convertibilidade nos seus vários tipos e graus. A convertibilidade, tal como outros conceitos económicos relacionados (como liquidez e restrições), não é susceptível de uma definição invariante no tempo e na linguagem económica, pelo que se torna necessário explicitá-la precisamente. No entanto, antes de entrar no estudo da convertibilidade começa-se por distinguir e caracterizar dois conceitos bastante importantes para o seu estudo: as restrições comerciais e as restrições cambiais.

II.2 – Restrições comerciais e restrições cambiais

Restrições comerciais (tarifárias e não tarifárias)

As restrições comerciais incidem sobre a importação e exportação de bens e sobre o débito e crédito de serviços, e podem ser divididas em tarifárias e não tarifárias. As primeiras consistem nas tarifas¹ sobre as importações e exportações de bens. As segundas incidem sobre a importação e exportação de bens, e sobre o débito e crédito de serviços, e abrangem as quotas à importação, as restrições voluntárias à exportação — *voluntary export restrains*² (VER) — e as barreiras administrativas. Nestas últimas estão incluídos, entre outros, os licenciamentos portuários, as autorizações oficiais e os padrões restritivos (de qualidade, segurança, ambientais ...) à importação e exportação de bens e ao débito e crédito de serviços, e os direitos aduaneiros de compensação (*countervailing duties*) sobre bens importados que foram subsidiados nos países de origem.

¹ Entenda-se não só as tarifas em sentido estrito, mas igualmente todos os demais encargos financeiros (impostos, sobretaxas ...).

² Consiste num acordo bilateral entre dois países, ao abrigo do qual o país exportador aceita limitar a exportação de determinados produtos para o país importador. Este acordo resulta por pressão do país importador, que ameaça avançar com medidas mais restritivas caso o país exportador não aceite o acordo.

Restrições cambiais

As restrições cambiais referem-se a toda a regulamentação restritiva relativa:

- à aquisição, detenção ou transacção de activos denominados em moeda estrangeira;
- à utilização, nas transacções com o exterior, de activos denominados em moeda nacional ou em moeda estrangeira.

As restrições cambiais podem assumir diversas formas, incluindo: orçamentos cambiais; depósito de fundos como requisito prévio às importações; obrigatoriedade de repatriamento, ou de repatriamento e de conversão em moeda nacional junto do Banco Central, das receitas de exportação de bens e/ou de crédito de invisíveis; limitações e proibições aos pagamentos; licenciamentos e autorizações oficiais ao débito ou crédito de rendimentos e de transferências unilaterais correntes, assim como às operações de capital e financeiras; e prática de câmbios múltiplos³.

II.3 – Tipos e graus de convertibilidade da moeda

Até inícios deste século, convertibilidade significava o direito de trocar moeda por ouro a uma determinada taxa fixa. Este direito consistia numa componente essencial do funcionamento do *gold standard*. Segundo este conceito, nenhuma moeda hoje seria convertível. Actualmente, o ouro já não desempenha um papel monetário significativo e, deste modo, a convertibilidade de uma moeda em ouro já não é um conceito relevante. Em vez disso, a convertibilidade de uma moeda refere-se, regra geral, à possibilidade de trocar essa moeda por qualquer outra moeda e de utilizar essa moeda para efectuar transacções com o exterior. Ou seja, o grau de convertibilidade de uma moeda depende do grau de restrições cambiais impostas a essa moeda. Podem ser identificados vários graus de convertibilidade, desde a total convertibilidade até à total inconvertibilidade.

Uma moeda é totalmente convertível se não houver qualquer restrição cambial a

³ Considera-se haver prática de câmbios múltiplos sempre que um Estado-membro adopte acções que originem um *spread* superior a 2% entre as taxas de compra e venda para transacções cambiais à vista (*spot*) com qualquer outro Estado-membro.

essa moeda, ou seja, se não houver qualquer limitação à troca dessa moeda por qualquer outra moeda nem qualquer barreira à possibilidade de utilizar essa moeda para efectuar transacções com o exterior.

Pode ainda ser defendido um conceito mais forte de total convertibilidade, no qual esta só se verificaria se, para além da não existência das restrições acima referidas, não houvesse, igualmente, quaisquer restrições comerciais (tarifárias à importação e exportação de bens e não tarifárias à importação e exportação de bens e ao débito e crédito de serviços). Por se tratar de uma definição demasiado "exigente" (pois assim nenhuma moeda seria convertível) esta última definição de total convertibilidade não é geralmente adoptada.

Em contraste, uma moeda é totalmente inconvertível se não for possível, *de jure* e *de facto*, trocar essa moeda por qualquer outra moeda nem utilizá-la para efectuar transacções com o exterior.

II.3.1 – Noção de convertibilidade com base no regime cambial:

Convertibilidade fraca *versus* convertibilidade forte

Com o fim do sistema de Bretton Woods ganhou relevo a posição teórica de a flexibilidade da taxa de câmbio acabar com a necessidade de restrições cambiais, ou seja, o facto de a taxa de câmbio resultar das condições de oferta e procura do mercado tornaria redundante a existência de restrições cambiais. Desta forma, apenas nos regimes de taxa de câmbio fixa se deveria verificar a existência deste tipo de restrições. Quanto maior fosse a flexibilidade do regime da taxa de câmbio, menor deveria ser o grau de restrições cambiais existente. O conceito de convertibilidade não seria, assim, indiferente ao regime cambial, e este raciocínio poderia ser a base da definição de um classificador de convertibilidade. A moeda seria convertível por definição num regime de câmbios flexíveis, e poderia apresentar diversos graus de convertibilidade num regime de câmbios fixos, consoante o grau de restrições cambiais existente. No entanto, a realidade veio demonstrar que a maior flexibilidade da taxa de câmbio não tornou

redundante a existência de restrições cambiais. Desta forma, a evidência empírica não validou a definição de um classificador de convertibilidade com base neste raciocínio teórico.

Apesar de o estudo da convertibilidade com base no regime cambial não ser possível de efectuar segundo o raciocínio atrás referido, há uma outra forma de abordar o regime cambial que pode ser utilizada para classificar a convertibilidade de uma moeda: o valor cambial de uma moeda. Segundo esta abordagem, o valor cambial de uma moeda num regime de câmbios fixos é superior ao valor cambial de uma moeda num regime de câmbios flexíveis. O valor cambial assenta, assim, no risco cambial de uma moeda (risco de a moeda perder valor face às outras moedas). Num regime de câmbios flexíveis existe o risco cambial, mas num regime de câmbios fixos (credível) este risco é, em princípio, bastante reduzido. Segundo este raciocínio, uma moeda num regime de câmbios flexíveis assenta num conceito fraco de convertibilidade (uma vez que está sujeita ao risco cambial) e uma moeda num regime de câmbios fixos assenta num conceito forte de convertibilidade (dado o menor risco cambial a que, em princípio, está sujeita).

Desta forma, é possível identificar dois classificadores de convertibilidade com base no regime cambial. A **convertibilidade fraca** é a capacidade de utilizar uma moeda sob um regime de câmbios flexíveis. A **convertibilidade forte** é a capacidade de utilizar uma moeda sob um regime de câmbios fixos.

O Sistema Monetário Europeu (SME) consistia num excelente exemplo destes dois conceitos de convertibilidade. As moedas nele participantes apresentavam uma convertibilidade forte entre elas e uma convertibilidade fraca com as restantes moedas⁴.

⁴ Excluindo alguns casos como as moedas da zona franco e o escudo cabo-verdiano (os quais se encontravam fixados ao franco francês e ao escudo português, respectivamente). Estas duas moedas apresentavam uma convertibilidade forte face a qualquer moeda do SME (e apresentam actualmente uma convertibilidade forte face ao euro).

II.3.2 – Noção de convertibilidade com base na transacção subjacente:

Convertibilidade real *versus* convertibilidade financeira

Convertibilidade da BTC *versus* convertibilidade da BCF

Até agora a discussão tem sido conduzida tendo como base a noção de que convertibilidade é um conceito de natureza financeira ou monetária e que depende do grau de restrições cambiais existentes e do tipo de regime cambial. Contudo, mesmo que não existam restrições cambiais, a convertibilidade pode ser afectada por um outro tipo de restrições. Pode ser afectada por controlos às transacções subjacentes, nomeadamente por restrições comerciais. Assim, uma moeda que seja convertível, no sentido de não estar sujeita a restrições cambiais (noção geralmente adoptada), pode ser tornada praticamente inconvertível através da imposição de restrições comerciais. Esta separação entre transacções financeiras (ou monetárias) e transacções reais (ou de bens e serviços) é a fronteira que separa o conceito de **convertibilidade financeira** ou monetária (inexistência de restrições cambiais) do conceito de **convertibilidade real** ou de bens e serviços (inexistência de restrições comerciais).

Para além desta classificação, a transacção subjacente permite ainda a identificação de outros dois classificadores de convertibilidade: a convertibilidade da BTC e a convertibilidade da BCF.

A **convertibilidade da BTC** assenta na liberalização das transacções correntes. No entanto, a liberalização destas encerra duas componentes: a liberalização cambial (associada à noção de convertibilidade financeira) e a liberalização comercial (associada à noção de convertibilidade real). O conceito mais exigente de convertibilidade da BTC assume a convertibilidade financeira e a convertibilidade real. No entanto, o conceito mais comum é menos exigente, pois assume apenas a convertibilidade financeira. Existe um conceito ainda menos exigente, o qual requer somente algum grau de

convertibilidade financeira, nomeadamente o direito de converter saldos de moeda nacional em moeda estrangeira resultantes de, ou necessários para efectuar, transacções correntes, podendo existir outras formas de restrições cambiais que limitem a convertibilidade financeira.

A **convertibilidade da BCF** assenta na liberalização das operações de capitais e financeiras, ou seja, assenta na liberalização cambial (associada à noção de convertibilidade financeira) deste tipo de operações. Tal como no caso anterior, existe um conceito menos exigente, o qual requer somente algum grau de convertibilidade financeira, nomeadamente o direito de converter saldos de moeda nacional em moeda estrangeira resultantes de, ou necessários para efectuar, operações de capital ou financeiras, podendo existir outras formas de restrições cambiais que limitem a convertibilidade financeira.

II.3.3 – Noção de convertibilidade com base na abrangência geográfica:

Convertibilidade regional *versus* convertibilidade global

Do ponto de vista da abrangência geográfica, a distinção pode ser feita entre convertibilidade regional e convertibilidade global. A **convertibilidade regional** refere-se ao direito de converter moeda nacional em activos denominados nas moedas de países de uma determinada região. A **convertibilidade global**, por seu lado, confere o direito de converter moeda nacional em activos denominados em qualquer moeda.

Em relação a estes dois classificadores de convertibilidade é necessário ter em atenção duas ressalvas. A primeira é que a convertibilidade apenas é relevante ou necessária em relação às principais moedas internacionais. Tal como acontece com as línguas, não é necessário saber falar todas as línguas do planeta; basta falar algumas das línguas mais faladas para assegurar a comunicação global. Com isto entenda-se que basta que uma moeda seja convertível em relação às principais moedas para que (através dos câmbios cruzados) seja convertível em qualquer moeda. A segunda é que só faz

sentido dizer que determinada moeda satisfaz o conceito de convertibilidade regional se as outras moedas da região não forem convertíveis noutras moedas fora da região. Caso contrário, poderá haver convertibilidade global, ou pelo menos convertibilidade regional referente a um espaço superior àquele a que essa determinada moeda é directamente convertível.

II.3.4 – Noção de convertibilidade com base nos detentores dos activos:

Convertibilidade interna *versus* convertibilidade externa

Sob o ponto de vista dos detentores dos activos, a distinção faz-se entre convertibilidade interna (ou convertibilidade dos residentes) e convertibilidade externa (ou convertibilidade dos não residentes).

A **convertibilidade interna** refere-se ao direito atribuído aos residentes de adquirir, deter e transaccionar activos denominados em moeda estrangeira⁵. É uma noção de convertibilidade da moeda entre residentes. Em contraste, **convertibilidade externa** refere-se ao direito atribuído aos não residentes de adquirir, deter e transaccionar activos denominados em moeda estrangeira. É uma noção de convertibilidade da moeda entre residentes e não residentes.

Tal como os conceitos anteriores, na óptica dos detentores dos activos podem ser definidos vários graus de convertibilidade. Uma noção menos exigente de convertibilidade interna/externa assenta simplesmente na possibilidade de os residentes/não residentes abrirem e movimentarem contas bancárias em moeda estrangeira nos bancos nacionais e deterem moeda estrangeira (as quais constituem apenas uma parte dos activos denominados em moeda estrangeira possíveis de existir). Nesta noção menos exigente, basta esta possibilidade existir para já ser considerado

⁵ Contudo, este termo já foi usado, em alguns países em transição, como o direito de trocar moeda nacional por bens (uma vez que se verificavam algumas restrições em adquirir alguns tipos de bens) e como sinónimo de convertibilidade da BTC.

haver convertibilidade interna/externa.

De salientar, no entanto, que qualquer uma destas noções de convertibilidade interna e externa não é compatível com a aplicação de taxas diferenciadas ou subsídios à aquisição, detenção ou transacção de activos denominados em moeda estrangeira. A sua aplicação constitui uma restrição à convertibilidade interna e externa.

A noção de convertibilidade analisada sob o ponto de vista dos detentores dos activos é um conceito imprescindível no estudo dos PVD e dos países em transição. O desenvolvimento dos mercados financeiros nos PVD e a orientação para uma economia de mercado por parte dos países em transição — com o crescente acesso a uma diversa gama de activos estrangeiros — sujeita estes dois grupos de países ao risco da substituição de activos ou, pelo menos, ao risco da dolarização⁶. Para evitar este risco, verifica-se muitas vezes a existência de restrições à convertibilidade interna, sendo as mais comuns as relacionadas com a aquisição, detenção ou transacção de moeda estrangeira, as quais são normalmente materializadas através da interdição da abertura de contas bancárias em moeda estrangeira, ou da imposição de condicionalismos à sua movimentação, assim como através da obrigatoriedade de repatriar e converter em moeda nacional, junto do Banco Central, as divisas resultantes das receitas de exportação de bens e de crédito de invisíveis.

Após a caracterização dos vários classificadores de convertibilidade, torna-se agora necessário apresentar detalhadamente as vantagens e desvantagens dos diversos tipos e graus de convertibilidade de uma moeda.

⁶ A dolarização é normalmente medida através do *ratio* dos depósitos em moeda estrangeira relativamente à massa monetária (sendo incluído nesta os depósitos em moeda estrangeira). O termo dolarização não se refere, assim, somente ao USD, mas igualmente às restantes moedas estrangeiras.

II.4 – Vantagens e desvantagens associadas aos diversos tipos e graus de convertibilidade

II.4.1 – Convertibilidade real e convertibilidade financeira

Relativamente à classificação segundo o ponto de vista da transacção subjacente são possíveis duas subclassificações. A primeira contrapõe a convertibilidade real à convertibilidade financeira, consoante se verifiquem restrições comerciais ou restrições cambiais, respectivamente. A adopção de uma ou de outra não é independente das relações políticas entre os países. De facto, quando um país adopta medidas restritivas de natureza comercial (ou seja, medidas proteccionistas) sujeita-se à crítica e à retaliação por parte dos seus parceiros comerciais. Podem criar-se *lobbies* de pressão política e a necessidade de negociações diplomáticas entre os países. As restrições cambiais, por seu lado, são menos perceptíveis e sempre justificáveis, entre outros argumentos, com a escassez de meios de pagamento externos para o cumprimento das obrigações.

As restrições comerciais e as restrições cambiais podem substituir-se uma à outra ou complementar-se. As restrições cambiais são usadas mais frequentemente na execução da política macroeconómica, como, por exemplo, evitar a redução do nível de reservas externas. As restrições comerciais são essencialmente usadas com o objectivo de proteger ou promover as indústrias nacionais. No entanto, este objectivo também pode ser procurado com a adopção de restrições cambiais, nomeadamente às importações ou, se o objectivo for proteger as indústrias já instaladas, ao investimento directo estrangeiro ou ao pagamento de rendimentos a não residentes. Relativamente às implicações fiscais, as restrições cambiais podem afectar as receitas do Governo indirectamente, consoante os seus efeitos sobre a base fiscal interna. Em contraste, as restrições comerciais, nomeadamente os impostos, têm uma implicação fiscal directa.

A liberalização comercial e cambial podem ambas aumentar o bem estar, a eficiência inter e intra-temporal da afectação de recursos e o crescimento económico. O



desafio assenta na sequência e coordenação das várias fases da liberalização cambial e comercial de modo a minimizar o custo de ajustamento. Regra geral, tem-se constatado que a liberalização cambial precedendo, ou pelo menos acompanhado, a liberalização comercial tem possibilitado a minimização dos custos de ajustamento e a sustentabilidade da execução das reformas.

II.4.2 – Convertibilidade da BTC e convertibilidade da BCF

A segunda classificação, segundo o ponto de vista da transacção subjacente, contrapõe a convertibilidade da BTC à convertibilidade da BCF. Trata-se de uma noção que à primeira vista parece muito próxima da anterior uma vez que as restrições comerciais apenas afectam a BTC e quando se pensa em restrições cambiais, pensa-se inicialmente em restrições à BCF. No entanto, as restrições cambiais afectam igualmente a BTC, sendo em muitos casos o tipo de restrição dominante à realização destas transacções. A lógica da separação entre convertibilidade da BTC e convertibilidade da BCF apresenta-se, assim, distinta da lógica da separação entre convertibilidade real e convertibilidade financeira, apesar de ambas se basearem na análise ao tipo de transacção subjacente.

A convertibilidade da BTC (no sentido mais exigente, ou seja, satisfazendo os conceitos de convertibilidade financeira e de convertibilidade real), apresenta a vantagem de proporcionar novas oportunidades de consumo e de promover a produção interna através da maior facilidade de acesso a matérias primas industriais e tecnologia. Não menos importante que estes benefícios directos, são os benefícios indirectos resultantes da criação de um ambiente mais competitivo e da consequente necessidade de tomada de decisões de investimento e produção assentes numa melhor afectação de recursos e na vantagem comparativa do país.

Apesar de as vantagens apontarem favoravelmente para a adopção da convertibilidade da BTC, as desvantagens assentes nos riscos envolvidos têm inibido as decisões políticas nesse sentido. De facto, a liberalização das transacções correntes pode originar graves consequências económicas, sendo de destacar o aumento das

importações, quer de bens exclusivamente produzidos no exterior, quer através da substituição de produtos nacionais por bens importados, situação que provoca desequilíbrios na BTC, pressões sobre a taxa de câmbio, aumento do desemprego e um menor crescimento económico — com todas as consequências sociais associadas. Este é, regra geral, o maior receio dos decisores políticos em dar o passo decisivo de liberalizar as transacções correntes.

Relativamente à convertibilidade da BCF, as vantagens de uma liberalização assentam no acesso a capital e a tecnologias existentes no exterior, constituindo factores decisivos no desenvolvimento económico. A sua implementação não é tão simples quanto a da convertibilidade da BTC, pois normalmente são necessárias reformas profundas no enquadramento legal e nos sistemas financeiros. As desvantagens assentam nos riscos inerentes a uma fuga ou a uma entrada massiva de capitais e consequente grande variabilidade do nível de reservas externas, volatilidade das taxas de juro e pressão para a instabilidade das taxas de câmbio — situação que inibe a adopção deste tipo de convertibilidade nos países com um regime de câmbios fixos.

A convertibilidade da BCF não tem sido tão adoptada quanto a convertibilidade da BTC, mas a recente liberalização dos mercados de capitais e desregulamentação do sector financeiro, verificadas a nível mundial, têm contribuído para o aumento da convertibilidade, *de jure* ou *de facto*, da BCF.

Quer a convertibilidade da BTC quer a convertibilidade da BCF podem dificultar seriamente a gestão da política macroeconómica dado o forte impacto que podem ter nas diversas rubricas da balança de pagamentos. Sob um regime de câmbios fixos, a autoridade tem pouco espaço de manobra para operações de esterilização e, deste modo, desequilíbrios externos (défices ou excedentes) têm um impacto directo na massa monetária em circulação e no nível de reservas, podendo originar uma enorme pressão para o ajustamento da taxa de câmbio. Sob um regime de câmbios flexíveis, a taxa de câmbio pode tornar-se bastante volátil, e a transmissão dos seus efeitos pode dificultar os esforços para manter uma inflação baixa e um crescimento económico sustentado.

II.4.3 – Convertibilidade regional ou convertibilidade global

O primeiro passo para a convertibilidade da moeda adoptado por um país é a convertibilidade da BTC. No entanto, a decisão política para este primeiro passo é muitas vezes difícil dados os riscos envolvidos atrás caracterizados. Uma das possíveis formas de minorar este risco é somente tornar a moeda convertível face a determinadas moedas de uma região, nomeadamente face a moedas de uma região com a qual as trocas comerciais são mais intensas e se verificam eventuais remessas de emigrantes (o que traduz a existência de mobilidade do trabalho). Desta forma, a implementação da convertibilidade regional estaria próxima do conceito teórico das zonas monetárias óptimas, o que poderia minimizar os eventuais custos de ajustamento e ser um factor favorável para a sustentabilidade da convertibilidade regional. O passo seguinte, a convertibilidade global, permitiria ao país beneficiar de uma plena integração económica e financeira no contexto mundial.

II.4.4 – Convertibilidade interna e convertibilidade externa

Uma das principais vantagens para um país adoptar a convertibilidade interna é o facto de permitir aos residentes a imunização face ao risco de inflação (perda do poder de compra da moeda nacional) e face ao risco cambial (depreciação da moeda). Ou seja, ao permitir que os residentes detenham activos denominados em moeda estrangeira (por exemplo, a abertura de contas bancárias em moeda estrangeira, ou a simples posse de moeda estrangeira), estes deixam de estar sujeitos àqueles dois tipos de risco. Isto não significa que a convertibilidade interna implique que a moeda estrangeira tenha de circular como moeda oficial, a par com a moeda nacional. Basta que a moeda estrangeira seja credível e com aceitação geral nas funções de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor.

A contra-argumentação desta vantagem baseia-se no facto de a convertibilidade interna poder originar a substituição da moeda — a má moeda afasta a boa moeda. Regra geral, verifica-se a substituição da moeda nacional pelo USD, pelo que se costuma designar este fenómeno de substituição de moeda por dolarização,

(ressalvando, no entanto, o facto de este ser um termo genérico e não dizer respeito somente ao USD). A convertibilidade interna pode facilitar este fenómeno, mas não pode ser defendido que a convertibilidade interna seja a sua causa. A sua causa assenta na descredibilização da moeda nacional. A experiência tem demonstrado que nos países em que a moeda nacional não é credível e não existe convertibilidade interna está fortemente implantado um mercado paralelo de câmbios, o qual permite a compra de moeda estrangeira para o propósito, entre outros, de reserva de valor.

O incentivo a um mercado paralelo de câmbios pode existir quer sob um regime de câmbios flexíveis, quer sob um regime de câmbios fixos. Sob um regime de câmbios flexíveis, os agentes procuram moeda estrangeira para fazer face ao risco de inflação e ao risco cambial. Sob um regime de câmbios fixos, os agentes procuram moeda estrangeira para fazer face somente ao risco de inflação, uma vez que a taxa de câmbio está fixa e assim, em princípio, o risco cambial é reduzido. No entanto, podem procurar igualmente moeda estrangeira para fazer face ao risco cambial se a credibilidade do regime de câmbios fixos começar a ser posta em causa (o que poderá originar, de facto, a insustentabilidade do regime).

Para além destas considerações, a ausência de convertibilidade interna pode originar graves consequências económicas, nomeadamente:

(i) a dificuldade da gestão macroeconómica, devido ao desenvolvimento de uma economia paralela assente na circulação ilegal de moeda estrangeira, que escapa ao crivo das estatísticas oficiais. As suas consequências sentem-se em todas as esferas da área económica. Na esfera monetária e real, porque a oferta de moeda deixa de ser uma variável endógena e, deste modo, as autoridades ficam incapazes de conduzir a política monetária, originando implicações sobre o sector real da economia e comprometendo o objectivo de estabilidade de preços. Na esfera fiscal, porque a economia paralela priva os cofres do estado de receitas tributárias. Na esfera cambial, porque a economia paralela que funciona com base na circulação ilegal de moeda estrangeira, normalmente o USD, pode originar uma taxa de câmbio da moeda nacional completamente separada da realidade do mercado, ou seja, pode levar à indeterminação da taxa de câmbio.

- (ii) a alimentação da cadência inflacionista e uma pressão para o défice comercial, uma vez que na ausência de aplicações que funcionem como reserva de valor, os agentes têm um incentivo a trocar toda a moeda nacional que detenham por bens (de produção interna ou importados), originando uma forte pressão sobre a procura e, deste modo, a aceleração da inflação.
- (iii) o fomento de um elemento de desintermediação financeira, quer por os bancos comerciais se verem privados de uma área de negócios, quer por estes perderem o incentivo para a intermediação económica, uma vez que a especulação cambial, nestas circunstâncias, pode originar rendimentos significativamente mais atractivos que a intermediação económica.
- (iv) o fomento de um elemento discriminatório, beneficiando os agentes com acesso a divisas à taxa oficial, face aos que não têm esta possibilidade e, deste modo, são obrigados a recorrer ao mercado paralelo de câmbios e a suportar o prémio a ele associado.
- (v) a má afectação de recursos, uma vez que os agentes com acesso a divisas à taxa oficial as utilizam para obter rendimentos bastante elevados com a especulação cambial.
- (vi) uma maior instabilidade cambial, uma vez que a impossibilidade de detenção de activos denominados em moeda estrangeira como, por exemplo, a detenção de moeda estrangeira, não permite que estes funcionem como um estabilizador automático da taxa de câmbio. Esta situação é sobretudo importante nos PVD, pois muitos deles concentram as suas exportações essencialmente num único produto (como a castanha de cajú ou o cacau) e, assim, a entrada de divisas na economia acontece sempre em determinadas alturas do ano. Não havendo a possibilidade de os agentes económicos deterem moeda estrangeira, não pode haver a acumulação de divisas por altura dos recebimentos e a desacumulação de divisas sempre que seja necessário efectuar pagamentos. A procura e oferta de divisas não pode ser atenuada através da variação do montante de moeda estrangeira que os agentes detenham, sendo sempre transmitida para o mercado de câmbios e, deste forma, repercutindo-se numa maior instabilidade da taxa de câmbio.

(vii) uma maior propensão para a fuga de capitais, pois os agentes económicos procuram no exterior activos que os protejam do risco de inflação e do risco cambial.

É ainda importante salientar que em muitos países existe a obrigatoriedade de se efectuar, total ou parcialmente, o repatriamento e a conversão em moeda nacional, junto do Banco Central, das receitas de exportação de bens e/ou de crédito de invisíveis. A inexistência de convertibilidade interna é um incentivo ao incumprimento desta obrigação por diversos expedientes, ou pelo menos um incentivo ao não repatriamento da parte das receitas que não se encontra sujeita a esta obrigação.

Directamente proporcional com o grau de convertibilidade externa é a atractividade do país à entrada de capitais, nomeadamente à entrada de capitais não especulativos como o investimento directo estrangeiro, contribuindo decisivamente para o acesso a novas tecnologias, desenvolvimento industrial e crescimento económico.

Para concluir, pode-se referir que a convertibilidade interna melhora a eficiência financeira, uma vez que proporciona uma competição entre os activos internos e externos e uma maior variedade de activos com rendimentos e riscos diferentes. O confronto entre as condições das aplicações internas e externas permite que as políticas económicas nacionais sejam comparadas e avaliadas face às políticas económicas adoptadas pelos outros países. Por outro lado, a convertibilidade externa está muito associada aos incentivos para o movimento de capitais. A existência de restrições à convertibilidade externa limita esses movimentos. A não existência deste tipo de restrições, ou seja, a observância de convertibilidade externa é uma garantia e, deste modo, um incentivo para os não residentes efectuarem transacções económicas com os residentes de um país em que esta se verifique. A adopção da convertibilidade interna e da convertibilidade externa não são mutuamente exclusivas. Pelo contrário, não é muito praticável apenas a implementação de uma delas e o sucesso de uma depende do sucesso da outra.

II.4.5 – Convertibilidade fraca ou convertibilidade forte

Neste estudo das vantagens e desvantagens associadas aos diversos tipos de convertibilidade, deixou-se propositadamente para o fim os classificadores de convertibilidade fraca e convertibilidade forte. Até agora, todos os classificadores apresentados podiam ser delimitados, pelo menos conceptualmente. Ou seja, segundo a análise da transacção subjacente, é possível utilizar uma moeda para todo o tipo de transacções, ou é impossível utilizá-la de todo. Segundo a análise da abrangência geográfica, é possível trocar uma moeda por qualquer outra moeda (convertível), ou é impossível trocá-la de todo. Segundo a análise dos detentores dos activos, é possível um residente/não residente adquirir, deter e transaccionar activos denominados em moeda estrangeira, ou é impossível de todo. Qualquer um destes extremos define a fronteira destes conceitos de convertibilidade.

No entanto, a análise à convertibilidade segundo a óptica do regime cambial (ou seja, a utilização dos classificadores de convertibilidade fraca e de convertibilidade forte) assenta no conceito de valor cambial da moeda, o qual não é possível ser delimitado. Uma moeda que verifique a noção de convertibilidade forte (regime de câmbios fixos) garante, pelo menos em princípio, o seu valor, mas o mesmo já não se passa em relação a uma moeda que verifique a noção de convertibilidade fraca (regime de câmbios flexíveis). Torna-se assim claro, que a utilidade do conceito de convertibilidade de uma moeda quando o seu valor pode oscilar sem limites é muito reduzido, podendo até ser questionado se existe de facto. A questão essencial nesta abordagem assenta no risco cambial. Será que quem opera com uma moeda está disposto a suportar o risco cambial inerente à mesma? A convertibilidade forte afecta este risco ao emissor de moeda; a convertibilidade fraca transfere este risco para o detentor da moeda⁷.

⁷ Na prática considera-se que as moedas têm diversos graus de convertibilidade segundo o seu valor, o qual depende não só do regime cambial adoptado, mas igualmente da credibilidade e liquidez da moeda. Assim, pode acontecer que uma moeda credível e com grande liquidez que verifique a noção fraca de convertibilidade seja encarada como tendo mais valor que uma moeda menos credível e com menos liquidez que verifique a noção forte de convertibilidade.

II.4.6 – Comentário final

Relativamente aos dois grupos de classificadores mais utilizados, (convertibilidade da BTC *versus* convertibilidade da BCF e convertibilidade interna *versus* convertibilidade externa), pode salientar-se que a convertibilidade da BTC, assim como a convertibilidade interna, têm em atenção a competitividade da economia, ao passo que a convertibilidade da BCF, assim como a convertibilidade externa, têm em atenção a capacidade da economia em atrair capitais estrangeiros. Há, concerteza, sobreposições nos efeitos de cada tipo de convertibilidade, mas eles não invalidam esta distinção genérica.

II.4.7 – A noção de convertibilidade adoptada pelo FMI; aplicação ao caso dos PALOP

O Acordo Relativo ao FMI prevê, no artigo VIII, um grau de convertibilidade intermédio. Para a moeda de um Estado-membro ser considerada convertível segundo o art. VIII, este não pode aplicar:

- 1) restrições a pagamentos⁸ referentes a transacções correntes — secção 2;
- 2) prática de câmbios múltiplos⁹ — secção 3;
- 3) restrições à convertibilidade de saldos de moeda nacional em moeda estrangeira, detidos por outros membros do FMI (não residentes), adquiridos em resultado de transacções correntes ou necessários para efectuar pagamentos respeitantes a transacções correntes — secção 4.

Os Estados-membros que não se encontrem ainda ao abrigo do art. VIII beneficiam das disposições transitórias do art. XIV, secção 2, as quais permitem que um país, ao tornar-se membro do FMI, mantenha e adapte às novas circunstâncias a

⁸ Entenda-se estes pagamentos (i) em sentido lato, ou seja, pagamentos e transferências e (ii) nos dois sentidos, isto é, de residentes a não residentes (pagamentos) e de não residentes a residentes (recebimentos).

⁹ O FMI considera haver prática de câmbios múltiplos, sujeita à jurisprudência do Fundo ao abrigo do art. VIII, sempre que um Estado-membro adopte acções que originem um *spread* superior a 2% entre as taxas de compra e venda para transacções cambiais à vista (*spot*) com qualquer outro Estado-membro.

primeira interdição atrás referida. Neste caso, a moeda do Estado-membro é considerada como inconvertível.

Considerações adicionais

- 1) Não é o facto de um Estado-membro aceitar as disposições do art. VIII que garante que a sua moeda seja automaticamente trocada pela moeda de qualquer outro Estado-membro. É apenas um compromisso, por parte do Estado-membro que aceitou as disposições do art. VIII, em comprar os saldos da sua própria moeda em posse de outro membro, por contrapartida de DSE ou da moeda do membro que esteja a requer o pagamento, nas condições previstas pelo art. VIII.
- 2) O conceito de convertibilidade segundo o art. VIII não é violado se um Estado-membro aplicar:
 - restrições comerciais, ou seja:
 - restrições tarifárias à importação ou exportação de bens;
 - restrições não tarifárias à importação ou exportação de bens, ou ao débito ou crédito de serviços;
 - restrições às operações de capital e financeiras;
 - restrições à convertibilidade de saldos de moeda nacional em moeda estrangeira detidos por outros membros do FMI (não residentes), se os saldos a converter não forem adquiridos em resultado de transacções correntes ou se a sua conversão não se destinar a efectuar pagamentos referentes a transacções correntes;
 - restrições à convertibilidade de saldos de moeda estrangeira em moeda nacional.
- 3) A prática do FMI tem admitido uma excepção à convertibilidade da BTC, ou seja, tem admitido a existência de uma restrição cambial às transacções correntes. Trata-se da obrigatoriedade de repatriar, ou de repatriar e de converter em moeda nacional junto do Banco Central, as receitas de exportação de bens e/ou de crédito de

invisíveis correntes.

4) Pode haver excepções a cada uma das interdições previstas no art. VIII. A primeira interdição pode ser temporariamente suspensa de acordo com as condições do art. VII secção 3(b), (escassez de uma moeda). A segunda interdição pode ser suspensa por autorização do Fundo, conforme a redacção do próprio art. VIII, secção 3. A terceira pode igualmente ser suspensa de acordo com o previsto no art. VIII, secção 4(b), que abarca as seguintes situações: (i) escassez de moeda; (ii) saldos acumulados em resultado de transacções efectuadas anteriormente à supressão, por um membro, das restrições mantidas ou impostas nos termos do art. XIV, secção 2; (iii) saldos adquiridos de forma contrária à regulamentação cambial do membro ao qual foi solicitada a sua aquisição; e (iv) impossibilidade, por qualquer razão, do direito de comprar ao Fundo moedas de outros membros contra a sua própria moeda. Desta forma, uma moeda que seja considerada convertível de acordo com o art. VIII, pode ver as interdições previstas nas secções 2, 3 e 4 temporariamente suspensas continuando, contudo, a ser considerada convertível de acordo com o art. VIII.

Para melhor compreensão do conceito de convertibilidade da moeda utilizado pelo FMI, elaborou-se o seguinte quadro que o posiciona de acordo com os classificadores de convertibilidade atrás caracterizados:

Quadro 1: Classificação do conceito de convertibilidade do FMI

Regime cambial

- | | | |
|--|---|----------------|
| <ul style="list-style-type: none"> - convertibilidade fraca (regime de câmbios flexíveis) ou - convertibilidade forte (regime de câmbios fixos) | } | Não distingue. |
|--|---|----------------|

Transacção subjacente

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - convertibilidade real (inexistência de restrições comerciais) e - convertibilidade financeira (inexistência de restrições cambiais) | <ul style="list-style-type: none"> - Não exigida. - Exigida somente para as transacções correntes.* |
| <ul style="list-style-type: none"> - convertibilidade da BTC (transacções correntes liberalizadas) e - convertibilidade da BCF (oper. de capital e financ. liberalizadas) | <ul style="list-style-type: none"> - Exigida somente a liberalização cambial.* - Não exigida. |

Abrangência geográfica

- | | | |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - convertibilidade regional (face a algumas moedas) ou - convertibilidade global (face a todas a moedas convertíveis) | } | Tem de existir convertibilidade global relativamente a todas as moedas convertíveis. |
|---|---|--|

Detentor dos activos

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - convertibilidade interna (convertibilidade dos residentes) e - convertibilidade externa (convertibilidade dos não residentes) | <ul style="list-style-type: none"> - Não exigida. - Exigida em algum grau, nomeadamente que seja permitida, aos não residentes, a conversão em moeda estrangeira dos seus saldos de moeda nacional resultantes de, ou necessários para efectuar, transacções correntes. |
|---|---|

* Salvo a excepção admitida pela prática do FMI, identificada no ponto 3 das considerações adicionais.

ou seja:

- não distingue entre convertibilidade fraca e convertibilidade forte. A noção de convertibilidade adoptada pelo FMI é indiferente ao regime cambial (flexível ou fixo) adoptado pelo país;
- não exige a convertibilidade real, apenas exige a convertibilidade financeira e somente para as transacções correntes, ou seja, admite a existência de restrições comerciais, apenas não admite a existência de restrições cambiais às transacções correntes (salvo a excepção admitida pela prática do FMI, identificada no ponto 3 das considerações adicionais);
- não exige a convertibilidade da BCF, apenas exige a convertibilidade da BTC, e apenas no sentido da inexistência de restrições cambiais (salvo a excepção admitida pela prática do FMI, identificada no ponto 3 das considerações adicionais);
- exige a convertibilidade global, embora este global diga somente respeito às moedas convertíveis;
- não exige a convertibilidade interna e apenas exige algum grau de convertibilidade externa (o direito atribuído aos não residentes de converter em moeda estrangeira os seus saldos de moeda nacional resultantes de, ou necessários para efectuar, transacções correntes).

A seguir é apresentado um quadro em que se aplicam os critérios de convertibilidade do FMI aos países africanos de língua oficial portuguesa (PALOP), esquematizando detalhadamente as restrições comerciais e a posição de convertibilidade de moeda de cada PALOP.

Quadro 2: Restrições Comerciais e Posição de Convertibilidade da Moeda de Cada PALOP

	Angola	Cabo Verde	Guiné-Bissau	Mozambique	São Tomé e Príncipe	Convertibilidade segundo o art. VIII
Restrições à balança de pagamentos						
Restrições às transações correntes						
Comerciais (restrições tarifárias à importação/exportação de bens e restrições não tarifárias à importação/exportação de bens e ao débito/crédito de serviços)						
1	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Admissível
2	Sim	Não	Não	Não	Não	Admissível
3	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Admissível
4	Sim	Não	Não	Não	Não	Admissível
Restrições Comerciais:						
Posição de Convertibilidade da Moeda:						
5	Sim	Não	Não	Não	Não	Não admissível
6	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não admissível
7	Sim	Não	Não	Não	Não	Não admissível
8	Sim	Não	Não	Sim	Não	Não admissível
9	Não	Não	Não	Não	Não	Não admissível
10	Não	Não	Não	Não	Não	Não admissível
11	Não	Não	Não	Não	Não	Não admissível
12	Não	Não	Não	Não	Não	Não admissível
13	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Admissível
14	Não	Não	Não	Não	Sim	Não admissível
15	Sim	Não	Não	Não	Não	Não admissível
16	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Admissível
Restrições à conversibilidade de saldos em moeda nacional detidos por outros membros do FMI (não residentes) resultantes de, ou para efectuar pagamentos respeitantes a, transações correntes - art.VIII, secção 4 (restrição cambial)						
Obrigatoriedade de repatriamento, ou de repatriamento e de conversão em moeda nacional junto do Banco Central, das receitas de exportação de bens e/ou de crédito de invisíveis (A prática do FMI não tem considerado esta obrigatoriedade como estando em contradição com o art. VIII, apesar de em termos técnicos englobar uma restrição cambial às transações correntes).						
Beneficia das disposições transitórias do art. XIV? (Se sim => moeda considerada como não convertível)						
Moeda convertível segundo o art. VIII? (Se sim => o Estado-membro já abdicou das disposições transitórias do art. XIV)						
Moeda totalmente convertível?						

Fonte: Exchange Arrangements and Exchange Restrictions - Annual Report 1999, legislação nacional dos PALOP.

Sim

Admissível

Significa que são admissíveis restrições segundo o conceito de convertibilidade do art. VIII.

Significa que existem restrições que não são admissíveis segundo o conceito de convertibilidade do art. VIII.

Significa que não são admissíveis restrições segundo o conceito de convertibilidade do art. VIII.

III – Regimes cambiais

III.1 – Caracterização dos vários regimes de taxa de câmbio consoante o seu grau de rigidez

- Câmbios flexíveis (em ordem crescente de rigidez)

- Flutuação livre — *independent floating*

A taxa de câmbio é determinada pelo mercado, podendo haver, no entanto, intervenções no mercado cambial para reduzir a volatilidade e para precaver grandes flutuações na taxa de câmbio, sem qualquer pretensão para a manter num determinado nível.

- Flutuação controlada — *managed floating*

Neste caso, a autoridade monetária intervém no mercado cambial com o objectivo de influenciar o movimento da taxa de câmbio, sem o especificar nem se comprometer com qualquer evolução pretendida.

- Câmbios fixos (em ordem crescente de rigidez)

- Ligação cambial deslizante com banda de flutuação — *crawling band*

A moeda nacional de um país encontra-se ligada, *de jure* ou *de facto*, a outra moeda ou a um cabaz de moedas, podendo a taxa de câmbio variar dentro de uma banda de flutuação superior a $\pm 1\%$ face à taxa central, a qual é ajustada periodicamente a uma taxa fixa pré-anunciada ou em resposta a alterações em determinados indicadores quantitativos.

- Ligação cambial deslizante — *crawling peg*

A moeda nacional de um país encontra-se ligada, *de jure* ou *de facto*, a outra

moeda ou a um cabaz de moedas, podendo a taxa de câmbio variar dentro de uma margem apertada que não pode exceder $\pm 1\%$ face à taxa central, a qual é ajustada periodicamente, em pequenas variações, a uma taxa fixa pré-anunciada ou em resposta a alterações em determinados indicadores quantitativos.

- Ligação cambial com banda de flutuação — *peg with bands*

A moeda nacional de um país encontra-se ligada, *de jure* ou *de facto*, a outra moeda ou a um cabaz de moedas, podendo a taxa de câmbio variar dentro de uma banda de flutuação superior a $\pm 1\%$ face à taxa central.

- Ligação cambial — *peg*

A moeda nacional de um país encontra-se ligada, *de jure* ou *de facto*, a outra moeda ou a um cabaz de moedas, podendo a taxa de câmbio variar dentro de uma margem apertada que não pode exceder $\pm 1\%$ face à taxa central.

- *Currency Board Arrangement*

Na sua forma mais simples, um *currency board* (CB) pode ser definido como um acordo monetário (i) baseado num compromisso legal e explícito de a autoridade monetária trocar a moeda nacional por uma determinada moeda estrangeira (a moeda de reserva) a uma taxa de câmbio fixa e (ii) associado a um requisito explícito (*backing rule*) de os passivos monetários se encontrarem totalmente garantidos pela moeda de reserva, por qualquer outro activo estrangeiro ou por ouro. Este regime monetário implica que a moeda nacional apenas seja emitida em contrapartida da entrada no país (para a conta de reservas oficiais) do respectivo contravalor em activos externos e que permaneça sempre garantida por activos externos.

Num CB com estas características são eliminadas, assim, duas funções tradicionais de um Banco Central: a de regulação monetária (nomeadamente conceder crédito e proceder a operações de esterilização) e a de prestamista de última instância. Um CB com estas características é qualificado como um CB puro.

Contudo, os CB existentes não podem ser qualificados como puros, uma vez que incorporam modificações para que haja algum espaço de manobra para a execução das funções de regulação monetária e de prestamista de última instância, assim como modificações de modo a reflectir os factores locais (como acordos já existentes) e as condições macroeconómicas iniciais (incluindo o montante de reservas existente no momento em que o CB foi estabelecido). Uma das diferenças fundamentais entre os diversos CB consiste na proporção em que os passivos monetários têm que se encontrar garantidos por activos (*backing rule*) e quais os activos elegíveis.

- **Acordo cambial** (união monetária ou substituição total da moeda) — **exchange arrangements with no separate legal tender**

Um acordo cambial é a forma mais rígida de um regime cambial. Neste caso, a moeda nacional não é ligada a outra moeda. A moeda nacional é trocada pela adopção de outra moeda. A nova moeda oficialmente em circulação pode resultar por duas vias. Uma consiste na adesão do país a uma união monetária, cujos estados membros partilham a mesma moeda (como é o caso, por exemplo, da União Europeia (UE) e da zona franco). A outra assenta na substituição total da moeda nacional por outra determinada moeda (como é o caso, por exemplo, do Panamá e como poderá vir a ser o caso da Argentina — país que está ponderando a substituição total do peso pelo USD).

III.2 – Evolução recente dos regimes cambiais adoptados

Com o fim do sistema de Bretton Woods e a adopção de um regime de câmbios flexíveis por parte das economias mais avançadas no início dos anos 70, a maior parte dos PVD continuou, numa primeira fase, a ligar a respectiva moeda nacional a outra moeda — predominantemente o USD ou o franco francês — ou a um cabaz de moedas. Numa segunda fase, a partir do início dos anos 80, este grupo de países começou a aumentar a flexibilidade dos seus regimes cambiais. Inicialmente, a tendência consistiu numa maior preferência por ligar a moeda a um cabaz de moedas (como por exemplo o DSE) ou por adoptar um regime mais flexível, em detrimento de ligar a moeda nacional a uma única moeda âncora, mas gradualmente foi-se assistindo a uma preferência, quer

em termos de número de países, quer em termos da sua importância económica relativa, em flexibilizar ainda mais o regime cambial.

Não obstante esta preferência por uma maior flexibilidade cambial, alguns países mantiveram um regime de câmbios fixos e outros, inclusivamente, optaram por tal em detrimento de regimes mais flexíveis. Como exemplo de países que mantiveram um regime de câmbios fixos podem ser apontados os integrantes da zona franco, zona dividida em três blocos de países, partilhando os países de cada bloco a mesma moeda, que se encontra ligada ao franco francês desde 1948 (tendo-se registado, no entanto, uma significativa desvalorização em 1994, para corrigir a elevada apreciação real da moeda). Relativamente aos países que preferiram um regime de câmbios fixos em detrimento de regimes mais flexíveis, podem ser enunciados os casos de Hong Kong (China) e da Argentina, os quais adoptaram um CB, em 1983 e 1991, respectivamente, sendo o USD a moeda de referência. Todos os restantes PVD que adoptaram um regime de câmbios fixos, em detrimento de regimes mais flexíveis, acabaram, mais tarde, por regressar a regimes mais flexíveis.

Podem ser tecidas várias considerações sobre a evolução das preferências em matéria de regime cambial dos vários países. A reacção inicial dos PVD em continuar a ligar (com um grau variado de rigidez) a sua moeda nacional às principais moedas internacionais, após estas, no início dos anos 70, terem adoptado os câmbios flexíveis, reflectiu a situação em que se encontrava o sistema financeiro de cada PVD na altura. Regra geral, os países com uma maior estabilidade do sistema financeiro conseguiram manter as ligações cambiais, mas os países cujas condições do sistema financeiro não se apresentavam estáveis incorreram frequentemente em ajustamentos da taxa de câmbio ou reduziram a rigidez adoptando *crawling pegs*, tendo, no entanto, alguns deles abandonado efectivamente os câmbios fixos.

Com o decorrer do tempo, outros factores começaram a influenciar a preferência do regime cambial dos países. Um deles foi a evolução evidenciada pelas principais moedas internacionais (que consistiam nas moedas de referência dos câmbios fixos). Os países cujas moedas nacionais se encontravam ligadas à libra esterlina ou ao USD por

razões históricas, e não por fundamentos económicos, começaram a preferir como referência um cabaz de moedas, em detrimento de uma única moeda, à medida que se constatava uma depreciação da libra esterlina na segunda metade dos anos 70 e uma forte apreciação do USD na primeira metade dos anos 80. Mais genericamente, a simples incerteza associada à flutuação cambial das principais moedas internacionais induziu vários países neste movimento de trocar uma única moeda por um cabaz de moedas como referência do regime de câmbios fixos.

Um outro factor que influenciou a preferência do regime cambial consistiu no espoletar de uma cadência inflacionista em muitos PVD durante a década de 80. Os países com taxas de inflação mais elevadas que os seus parceiros comerciais foram obrigados a desvalorizar as suas moedas para evitar a apreciação real da moeda e a consequente deterioração da sua competitividade internacional. Este fenómeno sentiu-se com particular incidência nos países da América Latina, tendo-se verificado em alguns deles a preferência por uma menor rigidez através da substituição de um regime assente num *peg* por um regime assente num *crawling peg*. Contudo, a aceleração da cadência inflacionista para valores excessivamente elevados fez alguns países adoptar um programa económico que definia como elemento central de estabilização a sustentação de um *peg*.

Um terceiro factor que pode ser identificado consistiu nos vários choques externos sentidos na década de 80, nomeadamente o forte aumento da taxa de juro internacional e o abrandamento do crescimento dos países industrializados no início da década, assim como a deterioração dos termos de troca e a crise da dívida em alguns PVD. Um outro ponto digno de realce, embora mais premente a partir do fim dos anos 80, início dos anos 90, foi a maior mobilidade do capital, responsável por um aumento do risco de desequilíbrios externos e internos, numa situação em que paralelamente as operações de esterilização se revelavam cada vez menos eficazes à medida que a mobilidade do capital aumentava.

Desta forma, a preferência por uma maior flexibilidade da taxa de câmbio é uma reacção dos países a condicionalismos internos e externos, sendo a apreciação real da

moeda e a deterioração das contas externas as mais características. A flexibilização da taxa de câmbio tornou-se, assim, num instrumento do processo de ajustamento num mundo que começava a ser cada vez mais integrado e globalizado — dada a crescente liberalização comercial e financeira e inovação tecnológica financeira — e, por esta via, cada vez mais instável e incerto. Paralelamente, começaram a ser reduzidas gradualmente, ou até mesmo eliminadas, as restrições cambiais e a ser estabelecidos leilões e mercados interbancários cambiais reduzindo, assim, o papel directo das autoridades monetárias na determinação da taxa de câmbio. A estas medidas associaram-se a gradual eliminação dos limites de crédito e da fixação das taxas de juro, e o desenvolvimento dos instrumentos indirectos de controlo monetário.

A evolução para um regime de câmbios flexíveis não assentou, contudo, numa flutuação livre, mas numa flutuação controlada, uma vez que a maior parte dos PVD não se encontrava numa posição que permitisse uma flutuação livre das taxas de câmbio, tal como se verificava com as principais moedas internacionais. Os mercados financeiros ainda eram embrionários ou não se encontravam suficientemente desenvolvidos e os mercados cambiais não apresentavam uma profundidade suficiente. Nestas circunstâncias, um mercado não controlado pela autoridade monetária apresentava-se muito volátil e sujeito a grandes flutuações, dado o pequeno número de operações realizadas. Tornava-se, assim, difícil para os agentes económicos aperceberem-se da taxa de câmbio de equilíbrio.

III.3 – A escolha do regime cambial mais apropriado

A escolha do regime cambial mais apropriado à realidade económica de um país tem vindo a ser estudada por todas as correntes económicas. Os principais factores identificados para a tomada de decisão centram-se nas características estruturais, macroeconómicas e institucionais da economia, na sua susceptibilidade aos diversos tipos de choques (choques nominais ou reais, internos ou externos) e na credibilidade dos decisores de política económica e monetária perante os agentes nacionais e estrangeiros.

Teoria das zonas monetárias óptimas

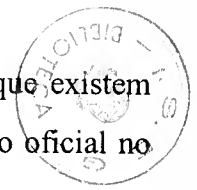
Uma abordagem para a escolha do regime cambial baseia-se na teoria das zonas monetárias óptimas, a qual foca a atenção para o estudo da capacidade do país em manter o equilíbrio externo e interno sob um regime de câmbios fixos ou sob um regime de câmbios flexíveis.

Segundo esta teoria, um regime de câmbios fixos torna-se mais adequado quanto menor for a dimensão do país e maior for o grau de abertura da economia, a concentração da produção e das exportações e a concentração geográfica do comércio. A atractividade dos câmbios fixos aumenta ainda quanto maior for a mobilidade do trabalho (nomeadamente numa situação de grande rigidez de salários e preços) e menor for a mobilidade do capital e o desenvolvimento do sistema económico e financeiro. Relativamente ao diferencial entre a inflação interna e a inflação dos seus maiores parceiros comerciais, quanto maior este for, mais difícil se torna manter um regime de câmbios fixos, pois maior é a necessidade de frequentemente se ajustar a taxa de câmbio (especialmente nos casos de maior mobilidade de capital). No entanto, um país que esteja a viver uma situação de hiperinflação pode obrigar-se a uma disciplina na condução da política económica e adquirir um rápido ganho de credibilidade, através da adopção de um programa económico que defina como elemento central a sustentação de uma regime de câmbios fixos.

Análise dos efeitos dos vários choques económicos

Uma outra abordagem centra-se nos efeitos dos vários choques sobre a economia. Segundo esta análise, o regime cambial mais adequado é aquele que estabiliza o desempenho económico. Regra geral, é aquele que minimiza a flutuação do produto e o crescimento dos preços (podendo, no entanto, ser igualmente assumidos outros objectivos). A escolha de um regime de câmbios fixos ou flexíveis depende, assim, da fonte e da natureza dos choques económicos, das preferências políticas de quais os choques a minimizar e das características estruturais da economia.

Uma extensão desta abordagem considera que a escolha do regime cambial não



se resume à opção entre câmbios (perfeitamente) fixos ou flexíveis, mas que existem vários graus de rigidez, que reflectem diferentes intensidades de intervenção oficial no mercado cambial.

A conclusão central desta análise aos efeitos dos choques sobre a economia aponta para a adequação de alguma rigidez cambial no caso de a economia se encontrar sujeita a choques nominais internos (como choques na procura de moeda) e para a adequação de alguma flexibilidade se a economia se encontrar sujeita a choques nominais externos ou a choques reais externos ou internos (como choques na procura de bens produzidos internamente).

A importância da credibilidade

Um outro factor que pode ser considerado para a escolha do regime cambial é a credibilidade das autoridades económicas e monetárias nacionais. A atenção sobre este factor torna-se premente nos casos em que a taxa de inflação atinge valores bastante elevados e as políticas desenvolvidas pelas autoridades nacionais se revelam incapazes de reduzir a cadência inflacionista por falta de credibilidade. Nestes casos, fixar a taxa de câmbio providencia à economia uma âncora nominal simples e perfeitamente perceptível para os agentes económicos, credibilizando, assim, a intenção das autoridades nacionais em adoptar medidas tendentes à redução da inflação.

Esta é uma visão oposta à preferência de regimes mais flexíveis no caso em que a inflação de um país é sistematicamente superior à dos seus principais parceiros comerciais, só devendo ser entendida como aplicável nos casos extremos de elevada inflação e reduzida credibilidade.

Normalmente, a principal fonte geradora de problemas é o financiamento monetário dos défices públicos. Esta é uma situação característica dos PVD, os quais são muitas vezes incapazes de separar a política orçamental da política monetária. Adoptar uma taxa de câmbio fixa obriga à contenção dos défices públicos e elimina, ou pelo menos restringe significativamente, o seu financiamento monetário, o que origina a perda do imposto de inflação como uma componente importante para o equilíbrio das

contas públicas. Desta forma, consegue-se reduzir substancialmente as expectativas inflacionistas dos agentes nacionais, o que constitui, de facto, um passo efectivo para a redução da inflação.

Síntese dos diversos factores a considerar na escolha de um regime cambial

O quadro da página seguinte sintetiza todo o raciocínio desenvolvido, nos três pontos anteriores, sobre as considerações relativas à decisão do regime cambial a implementar num país. Os factores que devem ser tomados em conta nesta decisão são apresentados ao centro. Consoante a situação do país relativamente a estes factores, assim a decisão deve tender para a adopção de maior rigidez no regime cambial (coluna da esquerda) ou para a adopção de maior flexibilidade no regime cambial (coluna da direita).

Quadro 3: Considerações sobre a escolha do regime cambial

**Regime de
câmbios fixos**

**Regime de
câmbios flexíveis**

Teoria das zonas monetárias óptimas

pequena	dimensão da economia	grande
elevado	grau de abertura da economia	reduzido
elevada	concentração da produção e das exportações	reduzida
elevada	concentração geográfica do comércio	reduzida
depende	diferencial entre a inflação interna e externa	depende
reduzido	grau do desenvolvimento económico e financeiro	elevado
elevada	mobilidade do trabalho	reduzida
reduzida	mobilidade do capital	elevada

Efeitos dos choques económicos

muito frequentes	choques nominais internos	pouco frequentes
pouco frequentes	choques nominais externos	muito frequentes
pouco frequentes	choques reais internos ou externos	muito frequentes

Credibilidade

reduzida	credibilidade das autoridades monetárias	elevada
----------	--	---------

III.4 – Currency Boards: vantagens e ilusões

Nos últimos anos, os CB têm ganho alguma popularidade, eventualmente derivada do sucesso da sua adopção por Hong Kong em 1983. Após este caso, seguiu-se, já nos anos 90, a sua adopção pela Argentina (1991), Estónia (1992), Lituânia (1994), Bósnia-Herzegovina (1997) e Bulgária (1997). A sua adopção está a ser estudada na Ásia pela Indonésia, Tailândia e Malásia; na América Latina pelo México, Venezuela e, com menor convicção, pelo Brasil; e na Europa pelos países em transição candidatos à UE.

Contudo, uma atenção mais detalhada aos pressupostos destes vários casos permite constatar que não são CB puros, facto que poderá ter contribuído para a sua sustentabilidade, dada a maior flexibilidade na condução da política económica e monetária. Relativamente a um CB puro, são normalmente apresentadas algumas vantagens que o caracterizam como um regime cambial que sobressai pela positiva quando comparado com outras formas de fixar a taxa de câmbio. As vantagens normalmente enunciadas são, no entanto, um mito, pois assentam em pressupostos incorrectos. Podem ser identificados três mitos normalmente associados aos CB.

1º mito - Não ocorrem ataques especulativos contra um CB porque é um compromisso credível de taxa de câmbio fixa, dado a base monetária estar totalmente coberta por reservas externas

Este é um dos principais mitos que rodeiam um CB. Segundo a argumentação de defesa dos CB, nunca se concretizaria um ataque especulativo e, deste modo, a taxa de juro interna nunca se afastaria significativamente da taxa em vigor no país em relação ao qual foi ligada a moeda. O que a constatação empírica demonstra é o contrário. Os CB não evitam ataques especulativos, como é evidente pelos ataques a que estiveram sujeitos Hong Kong em 1997 (em consequência da crise asiática) e a Argentina em 1995 (com a crise mexicana) e no início de 1999 (com a crise brasileira). A rápida saída de capitais originou a redução automática da liquidez destes países e a consequente subida das taxas de juro provocou uma recessão económica.

Uma das maiores críticas, se não mesmo a maior, que pode ser apontada aos CB diz respeito ao argumento de ser um compromisso credível devido à base monetária se encontrar totalmente coberta por reservas externas. Este argumento encerra uma falha de raciocínio, muitas vezes em consequência da maneira propositada como os CB são apresentados. O erro de raciocínio assenta no facto de os activos nacionais que podem ser trocados por moeda estrangeira não estarem limitados à base monetária (a qual, num CB, está totalmente coberta por reservas) mas a todo o *stock* de activos financeiros líquidos (que constitui um largo múltiplo da base monetária). Desta forma, o facto de a base monetária se encontrar totalmente coberta por reservas externas pouco ou nada garante face a um ataque especulativo. Um indicador mais adequado da sustentabilidade do CB seria o *ratio* entre os activos financeiros líquidos e as reservas externas.

2º mito - Os CB são adequados para a estabilidade do sistema financeiro e estabilidade económica.

A realidade é oposta. Num CB a entrada e saída de capitais é automaticamente reflectida na liquidez da economia, uma vez que a autoridade monetária não pode efectuar operações de esterilização. Em períodos de entrada de capitais, o sistema financeiro pode encontrar-se com excesso de liquidez; em períodos de saída de capitais pode encontrar-se com falta de liquidez. Este facto dificulta a actividade bancária dada a necessidade de constituição de reservas, por imposição legal ou medida prudencial, e dada a consequente volatilidade das taxas de juro. Relativamente à actividade económica, em alturas de excesso de liquidez verifica-se um sobreaquecimento da economia e uma pressão inflacionista; em alturas de carência de liquidez o crescimento económico pode encontrar-se comprometido.

3º mito - Os CB são preferíveis às uniões monetárias porque os países não perdem as receitas de senhoriagem

As receitas de senhoriagem resultam da capacidade do Estado em emitir moeda nacional e de a utilizar para cumprir as suas obrigações. Um Estado que entre num acordo cambial não dispõe desta capacidade, mas um Estado que adopte um CB dispõe, de facto, da capacidade de obter receitas de senhoriagem por conta da moeda emitida.

No entanto, esta está limitada à entrada no país de activos de reserva, não sendo significativa numa situação de estabilidade financeira. Apenas pode atingir alguma expressão numa situação de entrada massiva de capitais, o que não é necessariamente uma situação desejável. A importância relativa das receitas de senhoriagem é inversamente proporcional ao desenvolvimento do sistema financeiro, dado o menor peso da base monetária face ao PIB.

Não obstante poderem ser identificados estes três mitos, os CB evidenciam algumas características que os tornam mais credíveis que um simples *peg*: (i) existe uma barreira legal bem publicitada à alteração da taxa de câmbio (comparativamente a um *peg*, alterar a taxa de câmbio num CB envolve um processo legal muito mais complexo); (ii) existem regras bem definidas que restringem as instituições públicas de incorrer em défices elevados e que restringem o financiamento monetário dos défices públicos; (iii) as reservas oficiais atingem normalmente um montante significativamente mais elevado que o verificado num *peg*; (iv) a sua implementação requer o reforço do sistema financeiro e uma liberalização significativa dos movimentos de capitais, para se alcançar uma redução da taxa de juro, para um nível próximo da verificada no país cuja moeda constitui a referência do CB e (v) a taxa de juro reflecte automaticamente qualquer variação nos fluxos de capitais. A taxa de juro aumenta no caso de saída de capitais (contrariando o incentivo para a saída) e diminui no caso da entrada de capitais (contrariando o incentivo para a entrada). A taxa de juro funciona como um estabilizador automático para a sustentabilidade do CB. Contudo, numa situação de crise e rápida saída de capitais, o aumento da taxa de juro, por ser significativamente elevado e/ou por persistir por bastante tempo, pode deteriorar significativamente as condições económicas do país, o que descredibiliza ainda mais o CB e põe em causa a sua sustentabilidade — é esta a situação em que se encontra a Argentina.

Os casos de sucesso de aplicação dos CB são sempre temporários e normalmente resultam, não da implementação do CB em si, mas da disciplina na condução das políticas macroeconómicas e das reformas estruturais efectuadas (nomeadamente ao nível da liberalização dos movimentos de capitais e do reforço do sistema financeiro). A sua aplicação em países com um historial de défices orçamentais elevados e

monetizados é uma forma rápida e eficiente de ganhar credibilidade, imprescindível para a redução da cadência inflacionista e da taxa de juro e para a instauração de um clima de confiança propício à entrada de capitais (com particular relevo para o investimento directo estrangeiro) e ao desenvolvimento económico. No entanto, não é necessário um país adoptar um CB e sujeitar-se aos custos a ele inerentes para alcançar estes resultados. Um CB não é mais que um “capataz” para os decisores de política económica.

III.5 – O caso argentino: o sucesso de 9 anos de currency board e a actual perspectiva da sua insustentabilidade; a proposta de dolarização; alternativas à dolarização

O estudo do caso argentino permite uma análise detalhada do que é um CB (nomeadamente dos desvios que na prática existem à sua concepção teórica), das suas vantagens e desvantagens e dos incentivos, ou não, a dar o passo seguinte, ou seja, em adoptar a dolarização total, a seguir apenas designada por dolarização.

III.5.1 – As particularidades do *currency board* argentino

No CB argentino, a *backing rule* é de 100% da base monetária (uma das características dum CB puro). No entanto, os activos elegíveis não são apenas activos externos. Também são admissíveis, até ao limite de 1/3 da *backing rule*, dívida do Governo argentino denominada em USD (ou seja, o BCRA compra títulos de dívida pública do Estado argentino denominados em USD e paga esses títulos com pesos). Esta característica afasta o CB argentino de um CB puro.

Uma vez que o passivo monetário não tem de ser totalmente apoiado por activos externos, a autoridade monetária mantém, por contrapartida do seu passivo monetário que é garantido por activos internos denominados em USD (e, desta forma, limitada no seu montante), as suas funções de (i) regulação monetária e de (ii) prestamista de última instância.

Adicionalmente, no CB argentino é possível o BCRA acumular reservas sem colocar a circular na economia o correspondente valor em pesos. Esta acumulação de reservas seria assim excedentária. Ou seja, em momentos em que é necessário uma política monetária mais contraccionista, o BCRA pode acumular reservas em excesso e não injectar na economia o correspondente valor em pesos; e em momentos em que é necessário uma política monetária mais expansionista, o BCRA pode injectar pesos na economia por conta das reservas excedentárias acumuladas. Assim, esta via permite algum espaço de manobra ao BCRA para desempenhar a função de regulação monetária e de prestamista de última instância.

Paralelamente ao CB argentino, existem ainda duas formas de algum exercício destas duas funções por parte do BCRA: uma delas consiste na possibilidade de accionar a *Contingent Financing Facility* (um instrumento que permite o financiamento do BCRA junto de alguns bancos internacionais) e a outra consiste na faculdade de alterar as condições do *Deposit Guarantee Fund* (mecanismo semelhante ao coeficiente de reservas obrigatórias).

III.5.2 – A proposta argentina de dolarização

A proposta de dolarização surgiu no rescaldo da crise brasileira no início de 1999, com a ameaça de o CB não suportar a rápida saída de capitais (associada ao descrédito dos mercados emergentes) e de se concretizar o risco cambial de haver uma desvalorização — risco que seria eliminado com a dolarização. A existência deste risco é responsável por duas situações que constroem um crescimento económico sustentado: a persistência de um *spread* significativo entre a taxa de juro da Argentina e dos EUA¹⁰ e a elevada variabilidade desse *spread* directamente proporcional com os períodos de maior turbulência nos mercados financeiros internacionais.

Uma economia que adopte a dolarização encontra-se teoricamente numa situação

¹⁰ Não se espere com a dolarização que a taxa de juro na Argentina seja exactamente igual à dos EUA. A razão assenta no facto de o risco soberano englobar o risco cambial e o risco-país. Se o primeiro pode ser eliminado com a dolarização, o segundo já não. Entre investir na Argentina ou investir nos EUA, os investidores preferirão investir nos EUA dada a sua dimensão e longa experiência democrática. Desta forma haverá sempre algum *spread* entre as taxas de juro nos dois países.

idêntica à de um CB puro em termos de possibilidade de regulação monetária e de apoio de última instância: inexistência de ambas. Contudo, na prática é possível a instauração de alguns mecanismos semelhantes à função de prestamista de última instância (adiante abordados). A principal diferença entre a dolarização e o CB argentino consiste na perda das receitas de senhoriagem com a adopção da dolarização, com particular relevo para as receitas resultantes da aplicação que a Argentina faz dos seus activos de reserva nos mercados financeiros internacionais (cujo juro é uma receita para o BCRA, ao abrigo da qual emite pesos). Com a dolarização, os activos de reserva seriam convertidos em USD e trocados pelos pesos. Os USD passariam a ser, assim, a nova moeda em circulação.

É intenção das autoridades argentinas que os EUA reconheçam a dolarização como algo benéfico para os EUA. Mais ainda: argumentam que a Argentina deveria ser compensada pelo orçamento de Estado dos EUA da perda das receitas de senhoriagem e que os EUA ainda beneficiariam com este facto. As reservas oficiais argentinas incluem obrigações dos EUA no valor de cerca de USD 15 mil milhões. Estas vencem juro, que constitui uma receita para o BCRA. Com a dolarização, estas obrigações seriam convertidas em notas de USD, as quais seriam trocadas pelos pesos em circulação. Desta forma, com a dolarização a Argentina perderia o juro resultante de possuir nas suas reservas obrigações dos EUA, não podendo assim injectar pesos na economia pelo respectivo contravalor (perda das receitas de senhoriagem). O argumento da Argentina assenta no facto de a posse de obrigações dos EUA nas reservas do BCRA ser um custo para o orçamento dos EUA, avaliado em cerca de USD 750 milhões por ano. Se a Argentina dolarizasse a economia, os EUA já não teriam este custo, nem o BCRA essa receita. Desta forma, a Argentina argumenta que deveria ser compensada pelo facto de adoptar a dolarização. Se a Argentina fosse compensada em, por exemplo, USD 600 milhões por um determinado período (como, por exemplo, o período de maturidade das obrigações dos EUA), os EUA "poupariam" cerca de USD 150 milhões por ano durante esse período. Por sua vez, esta compensação recebida pela Argentina possibilitaria a constituição de um fundo para a criação de um mecanismo que reforçasse a função de prestamista de última instância do BCRA.

Esta lógica é algo rebuscada na medida em que há um factor que nela não está a

ser considerado. As receitas de senhoriagem obtidas pelo BCRA (referentes às obrigações dos EUA) advêm do facto de este as ter comprado por contrapartida de USD. É um rendimento de uma aplicação financeira. Se o BCRA vendesse essas obrigações dos EUA, já não estaria a aplicar esses USD, já não estaria a financiar os EUA. Tentar convencer os EUA a pagar (parte) de um juro de um financiamento que já não está a receber é algo que, numa primeira análise, pode não ser compreendido.

No entanto, podem ser formuladas algumas considerações adicionais para incentivar os EUA a compensar a Argentina. A adopção da dolarização pela Argentina é uma extensão da influência dos EUA na América do Sul. Permitiria o reforço da integração financeira entre os dois países e o fomento das suas relações comerciais. Se a dolarização na Argentina provasse os resultados esperados por este país (maior imunidade à turbulência financeira internacional e relançamento económico da economia argentina) então esta experiência poderia ser copiada por outros países vizinhos, estendendo ainda mais a influência dos EUA na América do Sul.

Convencer os EUA a firmar um acordo com a Argentina para apoiar a sua dolarização poderia advir formalmente como resultado da compensação das receitas de senhoriagem, mas eventualmente a razão principal (não declarada) seria esta extensão da influência dos EUA. De facto, os EUA têm assistido a alguma recuperação de terreno da influência da UE na América do Sul. Um bom exemplo são os contactos havidos entre a UE e o Mercosul para a constituição da maior zona de comércio livre do mundo. E caso esta zona venha a ser constituída, toda a lógica da dolarização poderia ser substituída pela lógica da euroização no médio/longo prazo, pois o euro poderia ser uma âncora nominal tão boa ou melhor que o USD. É a moeda de um conjunto de economias com uma grande disciplina nominal e integradas na UE que, relativamente aos EUA, ocupa um lugar de maior destaque no comércio internacional argentino¹¹ e dos restantes países do Mercosul. Com a constituição de uma grande zona de comércio livre entre a UE e o Mercosul, as relações comerciais intensificar-se-iam. Mais ainda, há muito que se

¹¹ Tomando como referência o ano de 1997, 15.7% das exportações argentinas destinaram-se à UE (e apenas cerca de metade deste valor aos EUA) e 27.4% das importações foram originárias da UE (sendo as importações dos EUA 2/3 deste valor).

profetiza a explosão da bolha especulativa dos EUA e o aumento das suas taxas de juro de referência. A UE, pelo contrário, apresenta taxas de juro mais reduzidas e encontra-se na baixa do seu ciclo económico, esperando-se uma retoma do crescimento para o ano 2000. Embora a racionalidade económica aponte o euro como uma boa âncora nominal, não pode ser menosprezado o aspecto psicológico do USD na Argentina e nos países vizinhos. O USD é, e sempre foi, por excelência, a moeda que tem ocupado a função de reserva de valor e tem total aceitação na firmação de contratos e nos pagamentos em qualquer um dos países da região. O euro é algo desconhecido e demoraria muito tempo a alcançar a aceitação do USD.

Relativamente aos aspectos técnicos da dolarização, é necessário analisar qual o impacto sobre as duas funções que o CB actual da argentina permite (embora de uma forma limitada) e que teoricamente seriam eliminadas com a dolarização: a (i) regulação monetária e o (ii) apoio de última instância ao sistema financeiro.

Em relação ao primeiro, o risco consiste no facto de a política seguida pelos EUA ser contracíclica com a conjuntura económica argentina. Os EUA não impedem que um país adopte a dolarização, mas não admitem que a sua política monetária venha a ser influenciada por qualquer necessidade conjuntural de um país dolarizado. A apresentação deste risco tem sido, no entanto, minorada com o argumento de que a maior instabilidade nominal se concretizou na altura em que se dispunha da política monetária, não sendo reconhecida, por parte dos agentes económicos argentinos, e sobretudo internacionais, credibilidade na condução de uma política monetária autónoma.

Relativamente ao segundo, a sua necessidade tem sido igualmente minorada com o argumento de a dolarização permitir que bancos argentinos procurem nos mercados financeiros internacionais o financiamento que necessitem em condições mais vantajosas. Este argumento falha, contudo, na verdadeira concepção de apoio de última instância, pois não é muito plausível que as instituições em dificuldade consigam apoio financeiro nos mercados internacionais. Uma solução pretendida pelas autoridades argentinas é o acesso dos bancos argentinos às facilidades de financiamento facultadas

pelo FED às instituições dos EUA. Esta pretensão não encontrou, contudo, receptividade por parte das autoridades dos EUA. No entanto, nada impede que os bancos argentinos, que já se encontram significativamente internacionalizados, entrem no sistema financeiro dos EUA ou com ele se associem obtendo, desta forma indirecta, o financiamento que necessitem.

Apesar de esta ser uma forma alternativa de financiamento de última instância, a percepção, por parte dos financiadores internacionais, da inexistência formal de um instrumento de apoio de última instância poderia ser encarada como uma fragilidade do sistema financeiro, impedindo assim que a economia argentina alcançasse o objectivo de diminuição do *spread* das taxas de juro. De recordar que actualmente existe um instrumento formal de apoio de última instância: a *Contingent Financing Facility*, a qual poderia ser reforçada com a adopção da dolarização. No entanto, uma vez que esta facilidade apresenta como garantia títulos argentinos, a sua utilização nos momentos em que é preciso (nos momentos de crise) tornar-se-ia particularmente cara.

Deste modo, as autoridades argentinas manifestaram alguma preocupação com o facto de este mecanismo poder não ser considerado como suficiente nem adequado pelos mercados financeiros internacionais e propuseram a criação de uma nova facilidade financiada com a eventual compensação, por parte dos EUA, das receitas de senhoriagem perdidas pela Argentina. O fluxo anual, ainda que temporário, dessa compensação seria utilizado para a criação de um fundo, ou como garantia ao financiamento internacional, para apoio de última instância.

III.5.3 – Alternativas à dolarização no contexto da teoria das zonas monetárias óptimas

Segundo a teoria das zonas monetárias óptimas — que, recorde-se, constituiu a teoria de base para a integração monetária na UE — nem o actual CB argentino, nem a dolarização são regimes adequados para a Argentina. De facto, mesmo com 9 anos de experiência de um CB, a integração comercial entre a Argentina e os EUA não alcançou o nível que inicialmente se poderia esperar. No entanto, a aplicabilidade desta teoria ao

caso argentino ou, mais abrangentemente, à América do Sul poderá falhar logo à partida nos seus pressupostos, uma vez que a realidade desta região é diametralmente oposta à realidade em que a UE se encontrava. Outro ponto a ter em conta é o facto de na América do Sul haver uma grande carga psicológica de confiança no USD, conforme já referido, e de este facto não ser captado pela teoria das zonas monetárias óptimas.

Onde esta teoria poderia encontrar alguma aplicabilidade seria na formulação de uma integração monetária entre a Argentina e os seus países vizinhos, nomeadamente do Mercosul. De facto, a sua grande integração comercial e semelhante sensibilidade aos choques financeiros suportam perfeitamente a adopção de uma política monetária comum. Contudo, a integração monetária nesta zona é liminarmente rejeitada após a análise de quatro pontos concretos e dificultada por um quinto ponto, a seguir enunciados.

Primeiro, a constituição de uma moeda regional, tendo como base de partida a importância das diversas moedas, nunca seria uma âncora nominal tão boa quanto o USD ou mesmo o euro, dada a fraca capacidade de disciplina na condução económica demonstrada no passado.

Segundo, demoraria muito tempo até que se alcançasse uma cooperação política necessária à sua realização. A tradição democrática nestes países ainda é muito recente, nem existiria, nos países que a integrassem, nenhuma potência económica democrática que fomentasse essa cooperação política (ao contrário a que estiveram sujeitos alguns países da Europa quando se candidataram à Comunidade Económica Europeia (CEE), nomeadamente a Grécia, Portugal e Espanha).

Um terceiro tópico a considerar consiste no facto de a elevada dolarização dificultar a adopção de uma nova moeda regional, quer por razões operacionais, quer por razões psicológicas. O USD é uma moeda de aceitação generalizada na região, desempenha por excelência a função de reserva de valor e é a moeda de referência dos contratos não só internacionais, mas igualmente nacionais. Muito dificilmente a nova moeda regional conseguiria substituir o lugar actualmente ocupado pelo USD.

Em quarto lugar, a simples suspeita dos mercados internacionais de que as autoridades argentinas estariam a ponderar a adopção de uma moeda regional poderia provocar um descrédito no CB actual, o que resultaria numa forte pressão para a desvalorização do peso argentino, que se traduziria num aumento das taxas de juro. E, se as autoridades argentinas cedessem à pressão e deixassem a moeda desvalorizar, as consequências seriam ainda mais graves para os agentes económicos argentinos, devido a grande parte das dívidas assumidas e dos contratos de importação estarem denominados em USD. Estes agentes veriam significativamente dificultada a sua capacidade em cumprir as obrigações financeiras, causando incumprimentos que afectariam a solvabilidade do sistema financeiro argentino, com todas as implicações já conhecidas.

Para quinto lugar ficou a análise de um ponto, que também é comum à adopção da dolarização e que, não obstante ser aqui referido em último lugar, a experiência tem demonstrado ser o ponto pelo qual se começa a discussão. Trata-se do factor político, associado a sentimentos de perda de soberania. A sua importância reside no facto de os seus efeitos poderem afectar a racionalidade económica de qualquer opção que venha a ser tomada.

III.6 – O caso dos países em transição; a atracção do euro

As economias da Europa Central e Oriental enfrentam presentemente um dilema sobre a política cambial a adoptar. Por um lado, os objectivos de adesão à UE e à zona euro tornam atractiva a política cambial de ligar as suas moedas nacionais ao euro, quer como indicação do forte empenhamento nacional para esse objectivo, quer como indicação de a economia se encontrar preparada para a adesão, sem esquecer, igualmente, que tal iria proporcionar uma âncora nominal, que poderia ser bastante importante como medida desinflationista para alguns países em transição. Por outro lado, este objectivo torna-se difícil de sustentar dada a crescente mobilidade de capital e dada a tendência de apreciação real da moeda, factos que iriam restringir a actividade económica e descredibilizar a sustentabilidade de um regime de câmbios fixos, pondo

em risco os esforços de convergência macroeconómica.

III.6.1 – Enquadramento legal e questões em aberto

A convergência macroeconómica, de acordo com as condições de adesão à UE definidas no Conselho Europeu de Copenhaga, em Junho de 1993, para os países candidatos, assenta no estabelecimento de uma economia de mercado e na adopção de políticas económicas adequadas e compatíveis com os objectivos da União Económica e Monetária.

O principal instrumento da UE para fomentar a convergência macroeconómica da Europa Central e Oriental é o *Joint Assessment of Medium-Term Economic Policy Priorities*, desenvolvido pela Comissão Europeia em 1997 e refinado em 1998. Este instrumento pretende satisfazer três objectivos: (i) ajudar os países a atingir, a um ritmo adequado, os critérios económicos de adesão (ii) servir como um exercício preparatório à coordenação das políticas económicas entre os países candidatos e a UE, (iii) credibilizar as medidas económicas adoptadas pelos candidatos e, desta forma, contribuir para o investimento e crescimento nestes países.

Sobre as condições de Copenhaga interessa salientar dois pontos. O primeiro consiste no facto de estas apenas exigirem dos países candidatos a adopção de reformas estruturais e institucionais, não tendo sido definida nenhuma meta de convergência nominal, como por exemplo os critérios de Maastricht, à data de adesão à UE ou durante um período anterior, uma vez que as reformas estruturais e institucionais foram consideradas mais importantes que o esforço de convergência nominal nesse período de pré-adesão — ideia mais tarde reforçada, em Dezembro de 1995, no Conselho Europeu de Madrid. Nesse espírito, apesar da atenção que deve ser focada aos indicadores quantitativos (inflação, taxas de câmbio, contas públicas, produção, desemprego e transacções correntes), no período de pré-adesão espera-se essencialmente uma evolução estrutural e institucional evidenciada por indicadores qualitativos (liberalização dos preços, convertibilidade, privatizações, reestruturação empresarial, reforma do sistema bancário, investimento directo estrangeiro e mercado de capitais).

O segundo é um ponto ainda em aberto e consiste na questão de obrigar ou não os candidatos a participar no Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) - II como pré-requisito para aderirem ao euro. Se assim for — e o presente enquadramento legal a isso obriga — os países candidatos só poderiam entrar na zona euro no mínimo dois anos após a adesão à UE, por estarem obrigados a participar e a cumprir com o estipulado no MTC-II durante esse período. Esta é a visão reflectida no *Accession Partnerships*, adoptado pelo Conselho Europeu em Março de 1998.

No entanto, reafirma-se o facto de esta ser uma questão em aberto, uma vez que os países candidatos têm demonstrado interesse em entrar na zona euro simultaneamente com a adesão à UE, o que justifica o recente interesse de muitos deles em ligar a sua taxa de câmbio ao euro, como demonstração do seu forte empenhamento em alcançar este duplo objectivo.

Se a UE mantiver o actual enquadramento legal, a entrada na zona euro teria de ser posterior à adesão na UE (pelo período mínimo, atrás referido, de dois anos, em que o país teria de participar e cumprir com o estipulado no MTC-II). Neste caso, a convergência nominal poderia ser exigida apenas quando o país já fosse membro da UE, embora fosse conveniente que, num período anterior à adesão, o país demonstre ter aplicado medidas tendentes ao alcance de alguma convergência nominal.

Se, pelo contrário, a UE decidir que o país possa entrar na zona euro sem participar previamente no MTC-II, então a entrada na zona euro poderia ser coincidente com a adesão à UE. Neste caso, teria obrigatoriamente de se exigir a convergência nominal durante um período anterior à entrada na UE e na zona euro. De certa forma, seria criar um mecanismo semelhante ao MTC-II, aplicável a países associados, mas ainda não membros.

Ambas têm vantagens e desvantagens. A adesão à UE com a participação no MTC-II durante um determinado período e a posterior entrada na zona euro é, teoricamente, a mais adequada para as instituições e os agentes económicos conseguirem alcançar uma maior maturidade e cultura comunitária por altura da entrada na zona euro. No entanto, apresenta o risco, evitável caso se decida por uma entrada na

UE e na zona euro em simultâneo, de se perpetuar a existência de uma UE a duas velocidades ou, melhor ainda, de se criar um *ghetto* dentro da UE, pois poderia ser do interesse (manifestado à posteriori), de algum novo membro de Leste, pertencer à UE sem entrar na zona euro e, desta forma, não estar condicionado pela rigidez da política monetária estabelecida para o conjunto dos países da zona euro — situação que poderia, inclusivamente, ser fomentada por alguns países pertencentes à UE, nomeadamente pelo Reino Unido.

III.6.2 – Situação dos cinco países melhor posicionados para a adesão à UE e entrada na zona euro

III.6.2.1 – Enquadramento económico e evolução do processo de reformas

O grupo dos cinco países candidatos melhor posicionados para a adesão à UE e entrada na zona euro é constituído pela Eslovénia, Estónia, Hungria, Polónia e República Checa. Existem algumas diferenças na evolução de convergência real e nominal entre estes cinco países. Após a recessão no início dos anos 90, o crescimento económico processou-se a bom ritmo em todos os países, podendo destacar-se a Polónia, por já ter conseguido superar o nível de produção com que se encontrava antes do período de transição. Pela negativa destacou-se a República Checa que viveu uma recessão durante 1998. A Hungria tem sido o único país com défices orçamentais superiores a 3%, prevendo-se que a República Checa apresente igualmente um défice superior a 3% no corrente ano de 1999. A inflação tem apresentado em todos os países uma trajectória descendente, atingindo em alguns casos um único dígito nos últimos anos (República Checa, exceptuando em 1998, e Eslovénia). A taxa de desemprego constitui a área onde a evolução tem sido mais díspar. Nos últimos anos, a Hungria e a Polónia têm apresentado uma descida, na Eslovénia observa-se a persistência a um nível superior ao dos outros candidatos, na Estónia a sustentação de uma taxa relativamente reduzida e na República Checa um aumento nos anos recentes. A permanência destas

diferenças poderá afectar a convergência futura e as perspectivas de adesão à UE.

Se a UE decidir que a entrada destes cinco países deva ocorrer simultaneamente, então os países que têm apresentado uma maior rapidez na implementação das reformas estruturais (Estónia, Hungria e Polónia) poderiam perder o incentivo em continuar a adoptá-las com rapidez, pois teriam de esperar pelos países cujo processo de reformas estivesse mais atrasado (República Checa e Eslovénia, países cuja dinâmica na aplicação de reformas poderá ser considerada insuficiente para a realização do processo de convergência no médio prazo). Uma das áreas em que poderia haver essa perda de incentivo poderia ser a da liberalização dos movimentos de capitais.

Se a UE decidir por uma adesão mais rápida e apenas dos países que fossem considerados aptos, então nenhum país perderia o incentivo em aplicar as reformas, e os países mais atrasados sentir-se-iam impelidos a aplicá-las mais rapidamente, uma vez que uma adesão posterior poderia ser menos vantajosa por pressão dos países candidatos que entretanto já tivessem entrado na UE, pois estes iriam defender os seus privilégios.

III.6.2.2 – Impacto das crises financeiras russa e brasileira e do conflito no Kosovo

Relativamente às recentes crises dos mercados emergentes, originadas pela crise financeira russa em Agosto de 1998 e brasileira em Janeiro de 1999, os cinco países candidatos não foram significativamente afectados, nem as expectativas neles depositadas. Os possíveis efeitos directos (resultantes das trocas comerciais e do financiamento externo) foram pouco expressivos dado o peso cada vez menor da Rússia na estrutura comercial dos cinco países e praticamente negligenciável no financiamento externo destes, uma vez que as suas relações económicas e financeiras têm vindo a ser reorientadas para a UE desde o início do processo de transição. Relativamente à crise brasileira não pode ser apontado qualquer efeito directo. No entanto, tal como aconteceu com as crises anteriores, sentiram-se os efeitos indirectos da crise russa e da crise brasileira em consequência do facto de as fontes de financiamento internacionais atribuírem uma maior avaliação de risco aos mercados emergentes como um todo. Este

facto não interditou o acesso ao financiamento externo por parte dos cinco países candidatos, pois os mercados financeiros continuaram a discriminá-los favoravelmente, mas este efectuou-se a um custo mais elevado.

Se o financiamento internacional se retraiu com a crise nos mercados emergentes, o mesmo não aconteceu com o investimento directo estrangeiro. Reconhecendo a adopção de reformas e políticas macroeconómicas adequadas, o elevado potencial de crescimento, a proximidade dos mercados da UE e as perspectivas de nela aderirem, o investimento directo estrangeiro manteve-se forte. Mesmo a República Checa, que viveu a crise nos mercados emergentes em recessão, viu o investimento directo estrangeiro duplicar em 1998 (quando medido em USD correntes).

Relativamente ao conflito no Kosovo, a sua influência, para além da própria Jugoslávia, estendeu-se aos países vizinhos a sul e a leste, por pressão da procura interna e das despesas orçamentais com a entrada de refugiados (Albânia e Macedónia), assim como por perdas directas derivadas da redução dos fluxos comerciais e indirectas resultantes da impossibilidade de se efectuarem as rotas comerciais habituais (Bulgária, Macedónia e, em menor grau, Bósnia-Herzegovina e Roménia). Os cinco candidatos, mesmo os dois geograficamente mais próximos (Eslovénia e Hungria), não foram significativamente afectados pelo conflito no Kosovo.

Desta forma, as crises financeiras russa e brasileira e o conflito no Kosovo não afectaram significativamente o processo de transição, nomeadamente em matéria de política cambial. Mais relevante que estas crises mostrou-se a introdução do euro, que se tornou na moeda âncora mais importante para os países da Europa Central e Oriental, sendo de salientar a expectativa de a sua importância se reforçar nos anos futuros.

III.6.2.3 – Posição de convertibilidade da moeda

Durante o processo de transição, todos os cinco países candidatos eliminaram as restrições cambiais às transacções correntes e as suas moedas já foram reconhecidas pelo FMI como convertíveis segundo o art. VIII dos *Articles of Agreement*. No entanto,

destes apenas a Estónia liberalizou totalmente os movimentos de capitais. A Hungria, Polónia e República Checa já atingiram um elevado grau de liberalização e a Eslovénia ainda se situa numa fase intermédia.

Nenhum dos cinco países candidatos adoptou medidas adicionais de controle de capitais em reacção à crise nos mercados emergentes. No entanto, o ritmo de liberalização poderá ter abrandado e a completa liberalização da conta de capitais, com particular relevo para os capitais de curto prazo, só deverá ocorrer, na maior parte dos casos, num período muito próximo da adesão à UE. Exceptuando os países Bálticos (entre os quais se encontra a Estónia), nenhum país em transição liberalizou totalmente os movimentos de capitais de curto prazo.

O restabelecimento temporário do controle de capitais nestes cinco países em situações de crise é algo que ainda pode acontecer até um período muito próximo da adesão à UE. Esta possibilidade não deve ser descurada, pois ela chegou a ser ponderada por países com um grau de desenvolvimento económico e financeiro superior ao destes cinco candidatos, aquando das recentes turbulências financeiras.

A liberalização do movimento dos capitais de curto prazo, para além de dificultar a sustentabilidade de uma taxa de câmbio fixa face ao euro, coloca ainda problemas adicionais na manutenção da estabilidade financeira de um país. Uma crise financeira acontece quando, motivados por algum acontecimento ou expectativa, os investidores internacionais precipitam uma rápida saída de capitais de curto prazo. As consequências macroeconómicas serão tanto mais preocupantes se essa saída de capitais envolver dívida, nomeadamente dívida soberana ou do sistema bancário. Um *default*, ou a sua expectativa, da dívida soberana põe em causa todas as relações financeiras internacionais desse país. A esta consequência se chega igualmente no caso da dívida do sistema bancário, uma vez que este constitui a base do sistema de pagamentos de um país.



III.6.3 – O dilema cambial enfrentado pelos países em transição

Os países da Europa Central e Oriental têm manifestado um desejo crescente de entrarem na zona euro. Nesse sentido, tem-se assistido a uma ligação das suas moedas nacionais ao euro sob diversas formas. Relativamente aos cinco países candidatos melhor posicionados, o euro é actualmente a moeda com maior peso no cabaz cambial de referência à *crawling band* seguida pela Hungria e Polónia (com uma banda de flutuação de $\pm 2.25\%$ para o primeiro e de $\pm 12.5\%$ para o segundo) e é a moeda de referência para a Eslovénia e República Checa (que praticam um *managed float*) e para a Estónia (que adoptou um CB).

O desejo, manifestado por estes países, de uma ligação mais profunda entre as suas moedas e o euro pode ser concretizado através de diversas opções. A opção cambial mais extrema assenta na euroização total e consiste na substituição da moeda nacional de um país pelo euro (sob a forma de alguma das suas denominações nacionais).

Se o país decidir manter a sua moeda nacional, a opção cambial mais rígida consiste na adopção de um CB, sendo o euro (igualmente sob a forma de alguma das suas denominações nacionais) a moeda de referência. Um CB pode igualmente ser encarado como um passo intermédio para a euroização total. Se o país não pretender formas tão extremas, pode optar por um *peg*, por um *peg with bands*, por um *crawling peg* ou por uma *crawling band*.

As opções que mais têm atraído os países da Europa Central e Oriental são as duas mais rígidas, euroização total e adopção de um CB, sendo esta última a mais pretendida (e recentemente adoptada pela Bulgária, em 1997, e pela Bósnia-Herzegovina, em 1999). No entanto, são igualmente as duas que mais problemas podem levantar, nomeadamente a ocorrência de choques assimétricos, a tendência para a apreciação real da moeda e, exclusivamente para o caso do CB, a vulnerabilidade a ataques especulativos. Dado que uma das razões dos países em transição em ligar as suas moedas nacionais ao euro assenta no facto de este proporcionar uma âncora nominal, pode ser apontada uma via alternativa para o alcance deste objectivo num

ambiente de relativa flexibilidade cambial, que consiste na definição de um *inflation target*. Estas duas grandes opções constituem os dois caminhos que os países podem seguir para alcançar o objectivo de convergência nominal.

III.6.4 – Grande rigidez: euroização *versus* currency board

A euroização total e, em menor grau, um CB constituem as duas formas mais rígidas de um regime de câmbios fixos. Para além das suas características próprias, já apresentadas atrás no capítulo referente ao caso argentino, a situação europeia apresenta algumas particularidades.

Ao contrário da Argentina e dos EUA, os países em transição e a zona euro estão mais próximos de constituírem uma zona monetária óptima, encontrando-se imediatamente duas características importantes neste sentido: são vizinhos da UE, ou seja, estão geograficamente próximos (o que facilita, por exemplo, a mobilidade do trabalho) e estão em crescente integração comercial e industrial (o que reduz a eventualidade de ocorrência de choques assimétricos). Um outro ponto a ter em conta consiste no facto de estes países pretenderem entrar na UE e na zona euro, pelo que esta não pode ficar alheia à estratégia por eles adoptada, não só devido à pretensão destes, mas igualmente porque a sua estratégia poderá ter implicações políticas, económicas e financeiras para a UE e, em particular, para o eurosistema, pelo que esta aproximação cambial por parte dos países em transição não é necessariamente, ao contrário do que à primeira vista podia parecer, um situação favorável para a zona euro.

Uma implicação que pode ser apontada é a eventualidade de o eurosistema vir a ser pressionado, pelos países que adoptem uma destas modalidades cambiais, para levar em consideração, na condução da sua política monetária, a situação económica em que estes países se encontrem, a qual pode ser contracíclica com a situação da zona euro, (ou até mesmo dar-se a situação de estes países estarem em contraciclo entre eles, gerando-se solicitações de apoio de sentido oposto). Outra consequência que pode ser referida é a possibilidade de estes países solicitarem apoio de última instância ao eurosistema, nomeadamente em situações de crise financeira.

Estes dois factos podem provocar uma forte pressão política sobre o eurosistema, o que poderia pôr em causa a sua credibilidade na condução da política monetária. Mas mesmo que a zona euro adopte uma posição semelhante à dos EUA face à Argentina — uma posição oficial em que não apoia o processo de substituição total de moeda, não admite qualquer ingerência na condução da política monetária e não presta qualquer apoio de última instância — a zona euro ou, mais abrangentemente, a UE perderia bastante se estes países entrassem em dificuldades económicas e se gerassem nacionalismos que os afastassem política e comercialmente.

Estas pressões seriam mais efectivas no caso da euroização total, e não tanto no caso do CB, uma vez que abandonar o euro e regressar à moeda nacional num contexto de crise é uma opção de praticabilidade bastante reduzida.

Tal como os EUA relativamente ao caso argentino, a UE não pode impedir que um Estado soberano adopte unilateralmente qualquer uma destas duas modalidades cambiais. No entanto, ao contrário do que os países da Europa Central e Oriental poderão esperar, a zona euro poderá não apoiar, e até mesmo desincentivar, uma maior ligação das suas moedas nacionais face ao euro (pelo menos nos próximos tempos relativamente a alguns países mais atrasados no processo de transição), mas poderá prestar apoio técnico em formas alternativas de estabilização nominal como, por exemplo, a definição de um *inflation target*.

III.6.5 – Flexibilidade com disciplina: *inflation target*

Uma alternativa a um regime de câmbios fixos é a definição de um *inflation target*. Um *inflation target* é muitas vezes caracterizado (erradamente) como uma regra. Na realidade contém características de regras e de discricionaridade, devendo ser caracterizado como um *enquadramento coordenado de políticas*.

Os dois países que optaram por um *inflation target* foram a República Checa no início de 1998 e a Polónia um ano depois, a qual manteve, no entanto, uma *crawling band*, mas com uma banda de flutuação bastante elevada ($\pm 12.5\%$). A República Checa

fixa a inflação líquida (variação do IPC excluindo o impacto de aumentos nos impostos, nas tarifas e nos preços administrados). O corredor fixado para finais de 1999 é de 4% a 5%. A Polónia fixa a inflação (com base no IPC), tendo reduzido, em Março de 1999, o corredor fixado para finais de 1999 de 8% a 8.5% para 6.6% a 7.8%.

Num *inflation target*, o país não define objectivos intermédios para uma determinada variável (como algum agregado monetário, por exemplo), mas define e publicita um objectivo último para a política monetária — a taxa de inflação — através da utilização de todos os instrumentos e de toda a informação disponível. A sua formulação assenta: (i) na atribuição de independência à autoridade monetária para tomada de medidas que julgue adequadas, (ii) na responsabilização da autoridade monetária através dum contrato entre esta e o Governo, no qual são definidos os incentivos e as penalizações, (iii) na publicação de como a autoridade monetária vai tentar atingir o objectivo (transparência), e (iv) na elaboração de relatórios que apresentem a evolução alcançada (medição da eficiência).

Desta forma, consiste numa estratégia monetária bastante flexível e com características (independência da autoridade monetária e publicação dos objectivos, dos meios utilizados e dos resultados alcançados) que permitem credibilizar as políticas adoptadas por um país a um custo e risco muito inferior relativamente à adopção de uma regra (como a escolha da Estónia em seguir um CB).

III.7 – O caso da zona franco e do Acordo de Cooperação Cambial entre Portugal e Cabo Verde

III.7.1 – A zona franco

A zona franco foi estabelecida em 1948 através da ligação das moedas que a constituem ao franco francês.

Actualmente a zona franco é constituída por 15 países africanos reunidos em dois grandes grupos da África Subsahariana — a UEMOA (*Union Economique et*

Monétaire Ouest-Africaine) e a zona BEAC (*Banque des États de l'Afrique Centrale*) — e ainda pela República Federal Islâmica das Comores que não pertence a qualquer destes grupos.

A UEMOA foi estabelecida em 10 de Janeiro de 1994 e foi ratificada pelos membros em 1 de Agosto de 1994, data a partir da qual entrou em efeito, complementando a UMOA (*Union Monétaire Ouest-Africaine*) estabelecida em 14 de Novembro de 1973. É constituída pelo Benim, Burkina Faso, Costa do Marfim, Mali, Níger, Senegal, Togo e, desde 5 de Março de 1997, pela Guiné-Bissau.

A zona de emissão do BEAC foi estabelecida em 16 de Março de 1994 mas não foi ainda ratificada pelos seus membros, os quais são: Camarões, Chade, Congo, Gabão, Guiné-Equatorial e República Centro-Africana.

Estes dois grupos e a República Federal Islâmica das Comores possuem o seu próprio Banco Central e moeda:

- o franco CFA (*Communauté Financière Africaine*) na UEMOA, emitido pelo *Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest* (BCEAO);
- o franco CFA (*Coopération Financière en Afrique Centrale*) na zona de emissão do BEAC;
- o franco comoriano para as Comores, emitido pelo Banco Central das Comores.

Até meados dos anos 80, estes países registaram baixa inflação e um crescimento económico sustentado. Contudo, a partir de 1985 a situação económica e financeira da zona franco começou a apresentar uma evolução desfavorável em consequência de dois grandes choques:

- os termos de troca da zona deterioraram-se cerca de 50% em resultado, sobretudo, da forte queda dos preços internacionais dos principais produtos de exportação (cacau, café, algodão e petróleo);
- a competitividade externa da zona enfraqueceu ainda mais devido à apreciação do

franco francês face aos outros maiores parceiros comerciais da zona.

Em resposta a esta situação, em Janeiro de 1994 os países da zona franco e a França acordaram desvalorizar o franco CFA em 50% (de 0.020 francos franceses para 0.010 francos franceses por cada franco CFA) e o franco comoriano em 33% (de 0.020 francos franceses para 0.013 francos franceses por cada franco comoriano).

Uma ressalva deve contudo ser efectuada. É normalmente referido que o franco CFA foi desvalorizado em 50% e que o franco comoriano foi desvalorizado em 33%. Tal é verdade considerando a cotação ao certo, ou seja, considerando o número de unidades de moeda estrangeira (neste caso o franco francês) necessário para adquirir uma unidade da moeda em questão (o franco CFA ou o franco comoriano). Contudo, a França, assim como todos os restantes países, excluindo o Reino Unido, utilizam a cotação ao incerto, ou seja, o número de unidades da moeda em questão (o franco CFA ou o franco comoriano) necessário para adquirir uma unidade de moeda estrangeira (o franco francês). Considerando a cotação ao incerto, que é a cotação utilizada pelos países em questão, a desvalorização não foi de 50% e 33%, mas de 100% e de 50%, respectivamente, correspondendo a uma variação de 50 francos CFA para 100 francos CFA, por cada franco francês, e de 50 francos comorianos para 75 francos comorianos, por cada franco francês, respectivamente.

O Tesouro francês garante a convertibilidade das moedas da zona franco com o franco francês, a uma paridade fixa e sem limite de montante. Em contrapartida desta convertibilidade ilimitada, os Bancos Centrais da zona franco têm de manter pelo menos 65% das suas reservas cambiais depositadas no Tesouro francês numa *conta de operações* aberta em nome de cada um deles, por intermédio da qual se efectuam todas as transferências com o exterior.

III.7.2 – O Acordo de Cooperação Cambial entre Portugal e Cabo Verde

O Acordo de Cooperação Cambial (ACC) entre Portugal e Cabo Verde, assinado

em 13 de Março de 1998, visa essencialmente ajudar à criação de condições que permitam viabilizar a convertibilidade do escudo cabo-verdiano. Nesse sentido, as autoridades cabo-verdianas ligaram o escudo cabo-verdiano (CVE) ao escudo português (PTE) à taxa de 0.55 CVE/PTE.

O Tesouro português disponibiliza uma facilidade de crédito que poderá ascender a PTE 9 mil milhões (equivalente a cerca de $\frac{1}{4}$ das mercadorias anualmente importadas por Cabo Verde), mobilizável a título de antecipação de reservas cambiais e utilizável no financiamento de importações ou na liquidação de dívida externa, em caso de insuficiência das reservas cabo-verdianas. É reembolsável a curto prazo e vence juros concessionais de 0.5% ao ano.

III.7.3 – Implicações do euro como a nova referência cambial

Antes do nascimento do euro, as moedas da zona franco e cabo-verdiana encontravam-se ligadas ao franco francês e ao escudo português, respectivamente, ambas moedas pertencentes ao MTC do SME, o qual admitia, desde Agosto de 1993 (em consequência das crises cambiais de Setembro de 1992 e da Primavera e Verão de 1993) uma flutuação das diversas moedas pertencentes ao MTC de $\pm 15\%$ face à paridade central. Desta forma, havia, *de jure*, uma ligação cambial entre as moedas da zona franco e o franco francês, assim como entre o escudo cabo-verdiano e o escudo português, e havia, *de facto*, uma ligação cambial com banda de flutuação entre as moedas da zona franco, o escudo cabo-verdiano e as moedas do MTC excluindo o franco francês e escudo português.

Com o nascimento do euro este panorama cambial alterou-se, pois passou a haver uma taxa de conversão fixa entre as diversas denominações nacionais do euro (ficando de fora as moedas do Reino Unido, da Suécia, da Dinamarca e da Grécia, estas duas últimas presentemente integrantes do MTC-II). Deste modo, passou a haver, *de jure*, uma ligação cambial entre as moedas da zona franco e o euro, e entre o escudo cabo-verdiano e o euro, e passou a haver, *de facto*, uma ligação cambial entre as moedas da zona franco e o escudo cabo-verdiano.

Este facto originou algumas repercussões importantes:

- (i) Antes do nascimento do euro, os países da zona franco e Cabo Verde apresentavam um risco cambial praticamente nulo relativamente ao franco francês e ao escudo português, respectivamente. Mas dada a banda de flutuação do MTC, a zona franco e Cabo Verde estavam sujeitos ao risco cambial nas operações realizadas nas moedas dos países do MTC excluindo o franco francês e o escudo português, respectivamente. Com o nascimento do euro, este risco cambial passou a ser praticamente nulo relativamente a todos os países integrantes da zona euro.
- (ii) O risco cambial de um país é um dos factores determinantes na decisão de realizar operações comerciais e financeiras. Desta forma, antes do nascimento do euro havia um incentivo para uma concentração destas operações entre os países cujas moedas não ofereciam risco cambial, ou seja, entre os países da zona franco e a França, e entre Cabo Verde e Portugal. Com o nascimento do euro, a França e Portugal perderam o relacionamento privilegiado com a zona franco e Cabo Verde, respectivamente, passando a haver um incentivo para uma maior integração comercial e financeira entre a zona franco, Cabo Verde e os países da zona euro para além da França e de Portugal.
- (iii) O SME constituía, na prática, a zona de influência do marco alemão. No entanto, a política monetária era conduzida pelos respectivos países, embora subordinada pelos condicionalismos de pertencerem ao MTC. Os laços de cooperação mantidos entre a França e Portugal com a zona franco e Cabo Verde, respectivamente, facilitavam a percepção, por estes, da orientação monetária seguida. Após o nascimento do euro, os Bancos Centrais nacionais foram esvaziados da sua função de condução da política monetária. Esta passou a ser centralizada num outro país, a Alemanha, o que obrigou a zona franco e Cabo Verde a reorientarem a sua atenção para este país.

Relativamente ao enquadramento legal da zona franco e do ACC entre Portugal e Cabo Verde, o Conselho da UE decidiu, com base no n.º 3 do art. 111º (ex n.º 3 do art. 109º) do Tratado que institui a Comunidade Europeia, que a França e Portugal podiam manter os actuais acordos, sendo a ligação às anteriores moedas nacionais (franco

francês e escudo português) substituída pela ligação ao euro a partir de 1 de Janeiro de 1999.

IV – Metodologia FEER

A metodologia seguida consiste na aplicação do conceito de taxa de câmbio de equilíbrio fundamental (FEER) desenvolvido por Williamson (1983). Esta metodologia caracteriza-se por calcular o índice da taxa de câmbio efectiva real (adiante apenas designado por taxa de câmbio real, por simplificação de linguagem) que é compatível com o equilíbrio interno e externo. Considera-se como equilíbrio interno a situação em que o produto se encontra ao nível potencial e em que não existem pressões inflacionistas e como equilíbrio externo a existência de equilíbrio na balança fundamental, ou seja, um saldo nulo na balança fundamental.

A balança fundamental corresponde à soma do saldo primário da BTC com o valor líquido dos fluxos externos dos capitais estáveis (os quais também podem ser designados por estruturais, permanentes ou fundamentais).

A balança fundamental é analiticamente expressa pela seguinte equação:

$$bf_t = btc_t + i_t^* \cdot e_t \cdot B_{t-1}^* + ce_t \quad (1)$$

em que **bf** significa a balança fundamental, **btc** a balança de transacções correntes, ***i**** a taxa de juro internacional, ***e*** a taxa de câmbio nominal cotada ao incerto (ou seja, considerando o número de unidades de moeda nacional necessário para adquirir uma unidade de moeda estrangeira), ***B**** a dívida externa líquida (excluindo o saldo líquido dos capitais estáveis) denominada em moeda estrangeira e ***ce*** o saldo líquido dos capitais estáveis.

O equilíbrio externo corresponde assim a uma situação em que se regista uma simetria entre o saldo primário da BTC e o movimento de capitais estáveis.

$$0 = btc_t + i_t^* \cdot e_t \cdot B_{t-1}^* + ce_t \Leftrightarrow btc_t + i_t^* \cdot e_t \cdot B_{t-1}^* = -ce_t \quad (2)$$

Na prática, a identificação dos fluxos de capitais estáveis pode não ser imediatamente óbvia. Os movimentos de capital a incluir na balança fundamental são os

que permaneçam vários anos até ser atingido um novo equilíbrio — face a uma alteração nos diferenciais de rendibilidade entre aplicações de longo prazo internas e externas ou face a uma alteração nas preferências de carteira — assim como os movimentos de capital que, pelas suas características, não tenham de ser reembolsados, como são o caso das transferências unilaterais de capital (donativos). Todos os movimentos de capital que não se enquadrem nestas características correspondem à variação da dívida externa líquida, ou seja, ao endividamento líquido.

O saldo líquido dos capitais estáveis corresponde, assim, ao saldo líquido da balança de capitais e financeira (*bcf*), deduzido do endividamento líquido, ou seja, deduzido da variação da dívida externa líquida (não considerando o saldo líquido dos capitais estáveis) denominada em moeda estrangeira.

$$bcf_t = ce_t + e_t \cdot (B_t^* - B_{t-1}^*) \Leftrightarrow ce_t = bcf_t - e_t \cdot (B_t^* - B_{t-1}^*) \quad (3)$$

A noção de equilíbrio fundamental apresenta, assim, características normativas, não só sobre a noção de equilíbrio externo, atrás referida, mas igualmente sobre a noção de equilíbrio interno. O equilíbrio interno geralmente considerado consiste no conceito de NAIRU (*non-accelerating-inflation rate of unemployment*) que corresponde ao nível máximo de produto consistente com a estabilidade dos preços, o qual não é pacífico uma vez que podem existir diferentes combinações de políticas para atingir este objectivo de equilíbrio interno. Na implementação da metodologia FEER, o equilíbrio interno é incorporado no modelo através da utilização das variáveis explicativas em tendência, assumindo-se implicitamente a hipótese de que em média, isto é, abstraindo os efeitos dos ciclos económicos, a economia está em equilíbrio, ou tende para o equilíbrio.

A análise FEER assenta numa base transacções e não numa base liquidações. Por exemplo, partindo de uma situação de equilíbrio, se um país importasse um bem e incorresse em incumprimento no seu pagamento, a balança de pagamentos base transacções registaria um défice, mas a balança de pagamentos base liquidações continuaria equilibrada. Outro exemplo, se a balança de pagamentos não registasse as

amortizações programadas mas somente as amortizações efectuadas (que em caso de incumprimento são menores que as programadas) não se estaria a registar um défice pelo montante do incumprimento e assim a balança continuaria equilibrada. Deste modo, a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo que se vai estimar é a taxa de câmbio que equilibra a balança de pagamentos compatível com o cumprimento de todos os compromissos.

Como qualquer modelo que tente captar os aspectos mais significativos da realidade económica em estudo, a metodologia FEER está sujeita a algumas limitações. Em primeiro lugar, consiste numa análise de equilíbrio parcial, encontrando-se, assim, sujeita à crítica de Lucas, uma vez que as variáveis explicativas são consideradas em níveis de equilíbrio determinados fora do modelo e incorporadas numa equação previamente estimada para a balança fundamental, a qual é posteriormente resolvida, numa situação de equilíbrio da balança fundamental, em ordem à taxa de câmbio real — que, calculada nestas condições, corresponde à FEER.

Em segundo lugar, esta metodologia só permite identificar com alguma segurança grandes *misalignments* dado o carácter normativo na definição dos equilíbrios interno e externo. O equilíbrio interno assume que, em média, a economia está em equilíbrio, ou tende para o equilíbrio. O equilíbrio externo depende dos movimentos de capital que se considerem como estáveis.

A terceira limitação consiste no facto de, por não considerar uma noção de equilíbrio temporal, se estar a ignorar a existência de uma interacção entre os desvios da taxa de câmbio real face ao equilíbrio e a própria trajectória de equilíbrio. Desta forma, se num determinado período a taxa de câmbio real for superior à FEER, regista-se uma acumulação de dívida¹², podendo ser necessário que a balança fundamental registe saldos positivos nalgum período futuro para que a restrição externa intertemporal seja satisfeita. Assim, a FEER, ou seja, a taxa de câmbio real compatível com um saldo nulo da balança fundamental, teria de estar, num período futuro, mais depreciada que a

¹² Considerando que a taxa de câmbio real é um índice geométrico, ou seja, um aumento/diminuição traduz uma apreciação/depreciação da taxa de câmbio real, respectivamente.

verdadeira taxa de equilíbrio — assumindo que se verifica a condição de Marshall-Lerner¹³.

Em último lugar, é de referir que esta metodologia não se baseia numa teoria explícita de determinação da taxa de câmbio real, pelo que não é possível identificar os factores que determinam as alterações de equilíbrio da taxa de câmbio ou a existência de *misalignments*.

Em compensação, a metodologia FEER apresenta algumas características que a tornam bastante adequada para o cálculo de uma taxa de câmbio real de equilíbrio. Em primeiro lugar, esta noção de equilíbrio externo contrasta com a imposição de equilíbrio permanente na BTC primária, usualmente considerada. De facto, a balança fundamental ao reunir os fluxos de carácter estável da balança de pagamentos é mais adequada que a BTC para averiguar a sustentabilidade da política cambial no médio/longo prazo por dois motivos. O primeiro assenta no facto de, numa situação em que a poupança interna é diferente das oportunidades de investimento internas avaliadas à taxa de juro mundial, os países poderem observar importações ou exportações de capitais estruturais, ou não especulativos, ao longo de vários anos mantendo desequilíbrios prolongados na BTC. O segundo, que é característico de uma economia como a cabo-verdiana, resulta do facto de os donativos serem uma rubrica significativa para o equilíbrio da balança de pagamentos. Uma vez que uma parte deles são transferências unilaterais de capital, a sua contabilização não é feita na BTC, mas na balança de capitais, segundo a 5ª versão (1993) do Manual da Balança de Pagamentos do FMI¹⁴. Por serem donativos, ou seja, por não terem de ser reembolsados, não são dívida externa, sendo por excelência capitais estáveis.

Em segundo lugar, constitui uma boa alternativa à teoria PPP (*purchasing power parity* — paridade dos poderes de compra), a qual, ao assumir a taxa de câmbio real como uma constante, não tem encontrado aderência empírica. A metodologia FEER,

¹³ A condição de Marshall-Lerner afirma que se a soma da elasticidade das exportações face à taxa de câmbio real com a elasticidade das importações face à taxa de câmbio real for superior a um, então uma depreciação real da moeda melhora o saldo da balança comercial e uma apreciação real da moeda deteriora o saldo da balança comercial.

¹⁴ Na versão anterior todas as transferências unilaterais (correntes e de capital) eram contabilizadas na BTC.

pelo contrário, assume que a taxa de câmbio real não é constante, aproximando-se assim mais da evidência empírica.

Em terceiro lugar, pelo facto de não assumir a taxa de câmbio real como uma constante, não assenta numa noção de *steady state*, mas numa noção de equilíbrio de longo prazo. Desta forma, ao contrário de um modelo assente numa noção de *steady state* (como o modelo PPP) em que o equilíbrio calculado não admite a existência de incentivos para o movimento de capitais, o modelo FEER incorpora a existência destes incentivos.

Por fim, assenta numa lógica simples e em princípios facilmente aceites, o que a torna bastante apropriada como método de análise na realização de estudos em que se disponha de um número limitado de observações.

Partindo da equação de balança fundamental, Dolado e Viñals (1991) deduziram a restrição orçamental de equilíbrio intertemporal para uma economia aberta. Começaram incorporando a equação dos capitais estáveis (3) na equação da balança fundamental (1), obtendo:

$$bf_t = btc_t + bcf_t + (1 + i_t^*)e_t \cdot B_{t-1}^* - e_t \cdot B_t^* \quad (4)$$

Uma vez que em equilíbrio a soma da BTC com a BCF é nula, a equação da balança fundamental fica:

$$bf_t = (1 + i_t^*) \cdot e_t \cdot B_{t-1}^* - e_t \cdot B_t^* \quad (5)$$

Dividindo pelo produto nominal $y_t = y_{t-1} \cdot (1 + \eta_t) \cdot (1 + \pi_t)$, (sendo η a taxa de crescimento real de tendência do produto e π a taxa de inflação), e rearranjando fica:

$$bfy_t = \frac{bf_t}{y_t} = (1 + i_t^*) \cdot \frac{e_{t-1} \cdot B_{t-1}^*}{y_{t-1}} \cdot \frac{e_t}{e_{t-1}} \cdot \frac{1}{(1 + \eta_t) \cdot (1 + \pi_t)} - \frac{e_t \cdot B_t^*}{y_t} \quad (6)$$

sendo bfy a balança fundamental sobre o PIB. Definindo

$$b_t = \frac{e_t \cdot B_t^*}{y_t} \quad (7)$$

$$b_{t-1} = \frac{e_{t-1} \cdot B_{t-1}^*}{y_{t-1}} \quad (8)$$

(representando b a dívida externa líquida (excluindo o saldo líquido dos capitais estáveis) denominada em moeda nacional, sobre o PIB nominal) e substituindo em (6) fica:

$$bfy_t = (1 + i_t^*) \cdot \frac{e_t}{e_{t-1}} \cdot \frac{1}{(1 + \eta_t)(1 + \pi_t)} \cdot b_{t-1} - b_t \quad (9)$$

Em equilíbrio i^* , η e π são constantes, logo a expressão vem:

$$bfy_t = (1 + i^*) \cdot \frac{e_t}{e_{t-1}} \cdot \frac{1}{(1 + \eta)(1 + \pi)} \cdot b_{t-1} - b_t \quad (10)$$

Resolvendo em ordem a b_t fica:

$$b_t = (1 + i^*) \cdot \frac{e_t}{e_{t-1}} \cdot \frac{1}{(1 + \eta)(1 + \pi)} \cdot b_{t-1} - bfy_t \quad (11)$$

Tendo em conta a paridade não coberta das taxas de juro

$$(1 + i_t) = (1 + i_t^*) \cdot \frac{e_t}{e_{t-1}} \quad (12)$$

(sendo i_t a taxa de juro) e assumindo que se verifica a paridade relativa dos poderes de compra

$$(1 + \pi_t) = (1 + \pi_t^*) \cdot \frac{e_t}{e_{t-1}} \quad (13)$$

(sendo π_t^* a taxa de inflação internacional) a equação (11) fica:

$$b_t = \frac{1+r^*}{1+\eta} \cdot b_{t-1} - bfy_t \quad (14)$$

(sendo r^* a taxa de juro real internacional).

Definindo $\lambda = \frac{r^* - \eta}{1 + \eta}$ fica: (15)

$$b_t = (1 + \lambda) \cdot b_{t-1} - bfy_t \quad (16)$$

que consiste na **equação de acumulação de dívida externa**.

Se a taxa de juro real internacional for inferior à taxa de crescimento real do produto ($r^* < \eta \Rightarrow \lambda < 0 \Rightarrow 1 + \lambda < 1$), qualquer trajectória estável da balança fundamental sobre o PIB é consistente com um *ratio* dívida externa / PIB estável e o país é solvente independentemente do valor inicial da sua dívida externa¹⁵. Contudo, se a taxa de juro real internacional for superior à taxa de crescimento real do produto ($r^* > \eta \Rightarrow \lambda > 0 \Rightarrow 1 + \lambda > 1$) é necessário calcular a restrição orçamental de equilíbrio intertemporal de uma economia aberta, para a equação de acumulação de dívida externa não ser explosiva. É essa condição que se vai derivar a seguir.

Recorrendo ao operador de atraso L para a variável b_{t-1} e rearranjando, a equação (16) fica:

$$b_t = \frac{-1}{[1 - (1 + \lambda) \cdot L]} \cdot bfy_t \quad (17)$$

¹⁵ Ver Cohen (1985).

No caso de $1 + \lambda > 1$, para tornar a expressão acima uma progressão geométrica de raiz menor que 1 multiplica-se o numerador e o denominador por $-(1 + \lambda)^{-1} \cdot L^{-1}$ ficando:

$$b_t = (1 + \lambda)^{-1} \cdot L^{-1} \cdot \frac{1}{[1 - (1 + \lambda)^{-1} \cdot L^{-1}]} \cdot bfy_t \quad (18)$$

Nesta forma já temos uma progressão geométrica de raiz $0 < (1 + \lambda)^{-1} \cdot L^{-1} < 1$, pelo que podemos reescrever a equação acima da seguinte forma:

$$b_t = (1 + \lambda)^{-1} \cdot L^{-1} \cdot bfy_t \cdot \left\{ 1 + (1 + \lambda)^{-1} \cdot L^{-1} + (1 + \lambda)^{-2} \cdot L^{-2} + (1 + \lambda)^{-3} \cdot L^{-3} + \dots \right\} \quad (19)$$

Uma vez que o inverso do operador de atraso consiste no operador de avanço ($L^{-1} = F$),

$$b_t = (1 + \lambda)^{-1} \cdot F \cdot bfy_t \cdot \left\{ 1 + (1 + \lambda)^{-1} \cdot F + (1 + \lambda)^{-2} \cdot F^2 + (1 + \lambda)^{-3} \cdot F^3 + \dots \right\} \quad (20)$$

e que a sua aplicação a bfy corresponde ao valor esperado em t para o saldo de bfy no período $t + i$, com $i = 1, 2, \dots$, fica:

$$b_t = (1 + \lambda)^{-1} \cdot E_t(bfy_{t+1}) + (1 + \lambda)^{-2} \cdot E_t(bfy_{t+2}) + (1 + \lambda)^{-3} \cdot E_t(bfy_{t+3}) + \dots \quad (21)$$

ou seja:

$$b_t = \sum_{i=1}^{\infty} \left[(1 + \lambda)^{-i} \cdot E_t(bfy_{t+i}) \right] \quad (22)$$

sendo necessário impor a condição de transversalidade $\lim_{N \rightarrow \infty} (1 + \lambda)^{-N} \cdot E_t(b_{t+N}) = 0$ para garantir a solvência da economia. A **restrição orçamental de equilíbrio intertemporal de uma economia aberta** corresponde assim ao sistema de equações:

$$\begin{cases} b_t = \sum_{i=1}^{\infty} \left[(1 + \lambda)^{-i} \cdot E_t(bfy_{t+i}) \right] \\ \lim_{N \rightarrow \infty} (1 + \lambda)^{-N} \cdot E_t(b_{t+N}) = 0 \end{cases} \quad (23)$$

Esta restrição impõe que o *ratio* dívida externa / PIB iguale o valor "atualizado" dos saldos esperados da balança fundamental sobre o PIB. Isto significa que se o país regista num determinado período défices fundamentais com o exterior (acumulando assim dívida externa líquida), terá de registar excedentes no futuro para cumprir as suas obrigações externas. Qualquer trajetória da balança fundamental sobre o PIB que verifique esta restrição é uma trajetória sustentável. Uma trajetória admissível é a regra de manter equilibrada a balança fundamental sobre o PIB todos os períodos. No caso da metodologia FEER, a trajetória é calculada tendo em conta a evolução da tendência das variáveis explicativas que influenciam o comportamento desta balança. Trata-se, assim, de uma regra de equilíbrio em média, compatível com o equilíbrio interno e externo.

V – Aplicação da metodologia FEER ao caso de Cabo Verde

Na aplicação da metodologia FEER, a primeira etapa é, assim, a definição das rubricas que devem ser englobadas na balança fundamental. A principal dificuldade consiste em qualificar quais os capitais que se podem caracterizar como estáveis. Tendo em conta a especificidade de Cabo Verde (nomeadamente a inexistência de um mercado de capitais), considerou-se como capitais estáveis o investimento directo estrangeiro líquido em Cabo Verde (diferença entre o investimento directo do exterior em Cabo Verde e o investimento directo de Cabo Verde no exterior) e as transferências líquidas de capital¹⁶ (que consistem basicamente nos donativos para projectos de investimento recebidos por Cabo Verde). Desta forma, a balança fundamental engloba o saldo primário da BTC, o investimento directo estrangeiro líquido e as transferências líquidas de capital.

A segunda etapa consiste em identificar quais as variáveis que afectam a evolução da balança fundamental. Uma delas é, inerente à aplicação desta metodologia, o índice da taxa de câmbio efectiva real (ITCER). Adicionalmente, procuraram-se outros factores explicativos da evolução da balança fundamental, tendo em atenção o facto de se disporem de poucas observações. Quanto mais variáveis explicativas se introduzissem no modelo, menor a potência dos testes econométricos. O modelo teria, assim, de incluir poucas variáveis, mas fortemente explicativas da evolução da balança fundamental. A evolução do ITCER capta alguns factores externos e internos. No entanto, dado o fraco peso das exportações, e o forte peso das importações, na balança fundamental, os factores externos que influenciam as exportações não se apresentam tão significativos quanto os factores internos que influenciam as importações, considerando-se, deste modo, adequado incluir a variável procura interna em percentagem do PIB, para captar esses factores internos.

¹⁶ Antes da adopção dos preceitos previstos na 5ª versão (1993) do Manual da Balança de Pagamentos do FMI, estas transferências encontravam-se incluídas na BTC na rubrica transferências unilaterais (as quais englobavam, assim, as transferências correntes e de capital). Com a adopção desta nova versão do Manual, as transferências unilaterais de capital saíram para fora da BTC, passando a fazer parte da balança de capitais.

Definiram-se assim as séries *bfy* como a balança fundamental em percentagem do PIB nominal, *piy* como o logaritmo da procura interna em percentagem do PIB nominal e *tcr* como o logaritmo do índice da taxa de câmbio efectiva real (ITCER). As fontes utilizadas são descritas no anexo E.

A próxima etapa consiste em efectuar o estudo do grau de integração das séries. Este estudo foi efectuado no anexo B, tendo-se chegado à conclusão que *bfy* é estacionária e que *piy* e *tcr* são I(1), ou seja, integradas de ordem 1.

Uma vez que as variáveis exógenas são I(1) — e uma estimação que inclua variáveis não estacionárias origina o enviesamento dos habituais testes de aderência — uma forma de resolver o problema é estacionarizar as séries, calculando a primeira diferença de cada variável. Esta metodologia apresenta, no entanto, um custo, que consiste no facto de uma análise em primeiras diferenças não permitir a construção de um índice para a FEER, por não existir uma âncora que sirva de base às primeiras diferenças estimadas da FEER. Assim, apenas é possível comparar, em cada período, a variação desejada estimada pela FEER, com a variação registada na tendência das primeiras diferenças do ITCER.

Deste modo, estacionarizando as variáveis *piy* e *tcr* através do cálculo das suas primeiras diferenças, representadas respectivamente por *Dpiy* e *Dtcr*, a regressão

$$bfy_t = \beta_0 + \beta_1 Dpiy_t + \beta_2 Dtcr_t + \varepsilon_t \quad (24)$$

originou os seguintes resultados, (sendo apresentado entre parêntesis os *t-ratios*):

$$bfy_t = -0.92967 - 85.623 Dpiy_t - 39.395 Dtcr_t \quad (25)$$

(-1.286) (-3.728) (-2.219)

Excluindo a constante, por não ser estatisticamente significativa, o resultado obtido foi:

$$bfy_t = -83.973 Dpiy_t - 43.144 Dtcr_t \quad (26)$$

(-3.600) (-2.422)

$R^2=0.519$

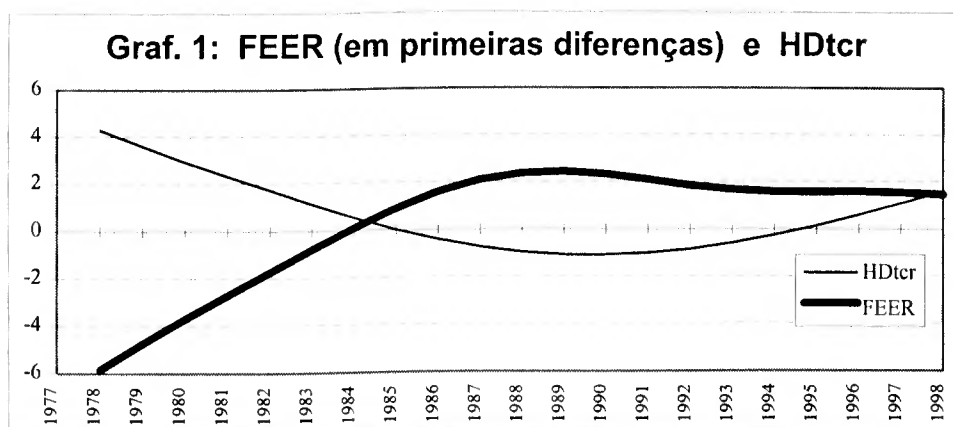
Breusch-Godfrey[autocorrelação]~F(1,18)=2.229 (0.1527)

White[heteroescedasticidade]~F(5,13)=0.290 (0.9103)

RESET[especificação]~F(1,18)=0.605 (0.4467)

O *t-ratio* do coeficiente de *Dpiy* é bastante bom (correspondendo a um *p-value* de 0.19%) e de *Dtcr* é aceitável (correspondendo a um *p-value* de 2.56%). Os sinais são os esperados: um aumento da procura interna (em percentagem do PIB) e uma apreciação efectiva real da moeda deterioraram o saldo da balança fundamental (em percentagem do PIB). Poder-se-ia esperar, no entanto, um *t-ratio* mais favorável para *Dtcr*, ou pelo menos um *t-ratio* para *Dtcr* mais favorável que o *t-ratio* obtido para *Dpiy*. Uma vez que a análise FEER assenta na determinação da taxa de câmbio efectiva real que equilibra a tendência da balança fundamental, é de todo conveniente que esta taxa se revele uma variável explicativa bastante significativa, para validar a FEER que se vai estimar.

A FEER corresponde ao valor de *Dtcr* que equilibra *bfi* (ou seja, que torna $bfi=0$), considerando os valores da série *Dpiy* em tendência (*HDpiy*), calculados utilizando o filtro de Hodrick-Prescott (HP) com $\lambda=100$ (valor *standard* para séries anuais) e os coeficientes estimados na equação 26. Nesta fase de aplicação da metodologia, chegámos ao ponto em que a análise consiste na comparação gráfica entre a FEER estimada e os valores de *Dtcr* em tendência (*HDtcr*), utilizando novamente o mesmo processo de cálculo através do filtro HP.



Graficamente pode-se distinguir dois grandes períodos: o primeiro de 1978 a 1984 e o segundo de 1984 até 1998, ano em que as autoridades cabo-verdianas estabeleceram um *peg* do escudo cabo-verdiano ao escudo português.

No primeiro período registaram-se sucessivas apreciações em *HDtcr*, embora

cada vez menores, e a FEER estimada apontava para a necessidade de uma depreciação efectiva real da moeda, embora igualmente cada vez menor.

No ano de 1984, pode-se verificar que *HDter* e a FEER se encontram ambas muito próximas de zero, ou seja, *HDter* manteve-se sensivelmente ao mesmo nível e a FEER não acusava a necessidade de a taxa de câmbio efectiva real se alterar face ao período anterior.

No segundo período, a FEER aponta sempre para a necessidade de uma apreciação efectiva real da moeda. Neste período, constata-se que *HDter* depreciou até 1995 e que a partir deste ano se registaram apreciações até se atingir em 1998 novamente uma situação em que a apreciação registada coincidiu com a variação desejada pela FEER estimada.

Podem assim ser encontrados dois anos em que se verificou um equilíbrio conjuntural, uma vez que a variação registada em *HDter* coincide com a variação que a estimação da FEER aponta como desejável: o ano de 1984 e o ano de 1998.

O facto de 1998 ser um ano de equilíbrio reveste-se de uma importância singular, pois foi neste ano que as autoridades de Cabo Verde estabeleceram um *peg* do escudo cabo-verdiano ao escudo português. Segundo a metodologia FEER, a apreciação efectiva real registada na moeda cabo-verdiana em 1998 foi a adequada para manter equilibrada a tendência da balança fundamental em percentagem do PIB.

VI – Aplicação de uma variante da Metodologia FEER ao caso de Cabo Verde

Uma vez que as características das séries obrigaram a uma análise em primeiras diferenças, o que, dada a inexistência de uma âncora, não permitiu a construção de um índice para a FEER, procuraram-se outras relações entre as diversas variáveis. Nesta escolha de um caminho alternativo já se suspeitava de alguma regularidade entre as séries tomando em consideração o índice da taxa de câmbio efectiva nominal (ITCEN), por dois motivos muito fortes.

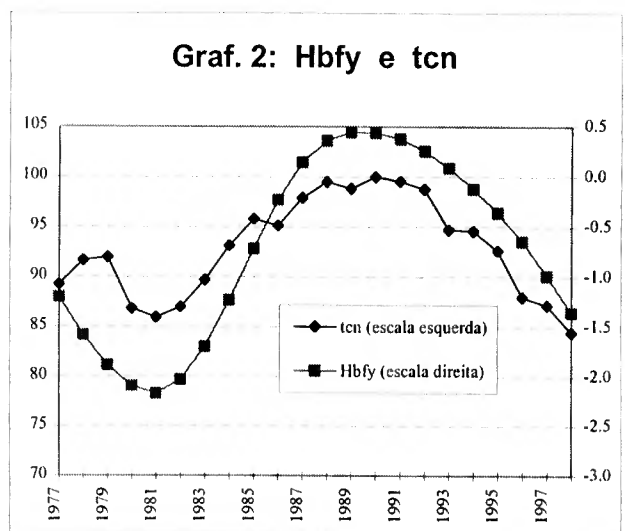
O primeiro assenta no facto de as importações serem bastante inelásticas face ao seu custo e de estas serem a principal rubrica da balança fundamental (e, mais abrangentemente, da balança de pagamentos). Uma vez que o ITCER é bastante influenciado pelo crescimento dos preços em Cabo Verde, a sua evolução inclui, assim, características distintas das que influenciam a evolução do valor das importações. Isto significa que ao utilizar o ITCER na metodologia FEER se está a esbater a regularidade estatística entre as séries. Desta forma, nas actuais condições da economia cabo-verdiana, torna-se mais adequado a utilização do ITCEN para compreender a evolução do valor das importações e, dado o seu forte peso, da balança fundamental.

O segundo assenta nas remessas dos emigrantes, principal rubrica da balança de pagamentos a seguir às importações, e consiste no facto de os emigrantes, nas suas decisões dos montantes a remeter para Cabo Verde, terem em atenção a evolução da taxa de câmbio entre a moeda cabo-verdiana e a moeda do país onde se situam, não considerando, e inclusivamente ignorando, a evolução, em termos reais, da taxa de câmbio. Quanto maior o ritmo de desvalorização da moeda cabo-verdiana, maior a preferência dos emigrantes em atrasar o envio das suas remessas, pois o valor destas em escudos cabo-verdianos é maior se forem enviadas mais tarde, ou seja, quando aumenta o ritmo de desvalorização do escudo cabo-verdiano, diminuem as remessas enviadas pelos emigrantes. As remessas dos emigrantes são, assim, inversamente proporcionais à desvalorização da moeda cabo-verdiana face às moedas dos países de onde são

enviadas. Pode ainda ser considerado um outro factor a que as remessas dos emigrantes são sensíveis, que consiste na evolução do crescimento económico dos países onde os emigrantes se situam. As remessas dos emigrantes são directamente proporcionais à variação real do produto nesses países.

Estes dois factores, que influenciam decisivamente as duas principais rubricas da balança de pagamentos, estão assim bastante ligados à evolução, em termos nominais, da taxa de câmbio. E, quando se confrontaram as séries estatísticas à procura de alguma regularidade entre elas, constatou-se que a tendência¹⁷ da balança fundamental em percentagem do PIB (*Hbfy*) acompanhava praticamente na perfeição o ITCEN (*tcn*) como se pode constatar graficamente.

Encontrou-se assim, entre a evolução de longo prazo da balança fundamental em percentagem do PIB e o ITCEN uma regularidade estatística, ou seja, uma partilha da sua evolução de longo prazo, o que indicia que as duas séries cointegram.



Para além da constatação gráfica indicar que as duas séries cointegram, torna-se agora necessário qualificar analiticamente a regressão de cointegração. Para tal é necessário efectuar o estudo do grau de integração das séries e o estudo da existência, ou não, de um *drift* nas séries. O primeiro foi efectuado no anexo B e o segundo no anexo C, tendo-se chegado à conclusão de ambas as séries serem $I(1)$, mas apenas *Hbfy* possuir um *drift*.

¹⁷ Utilizando o filtro de Hodrick-Prescott (HP) com $\lambda=100$ (valor *standard* para séries anuais).

Desta forma, é econometricamente justificável a inclusão de um *trend* na regressão de cointegração entre *Hbfy* e *tcn*.

$$Hbfy_t = c + kT + \beta tcn_t + u_t \quad (27)$$

Os resultados obtidos (sendo apresentados entre parêntesis os *t-ratios*) foram:

$$Hbfy_t = -14.957 + 0.064535T + 0.14517tcn_t \quad (28)$$

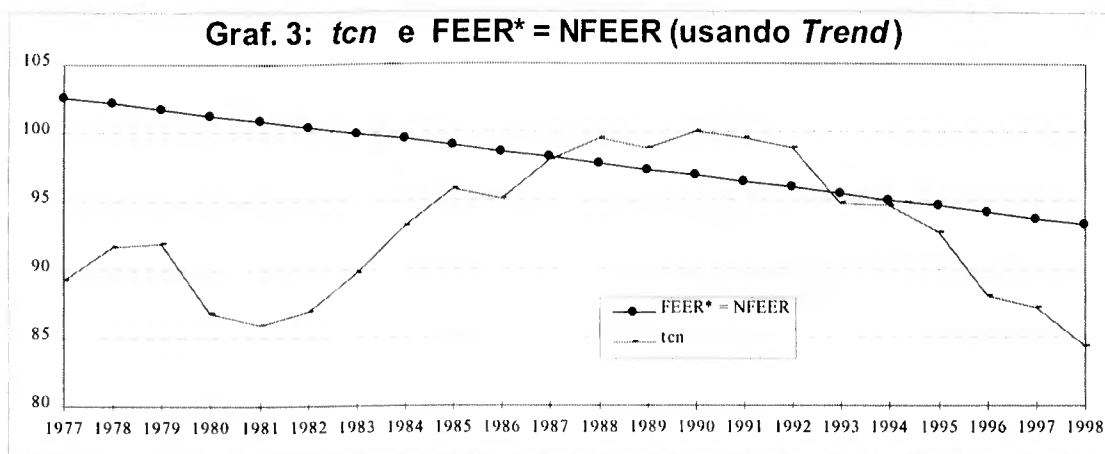
(-14.123) (7.285) (12.631)

$R^2=0.928$ $DW=1.39$ $Breusch-Godfrey[autocorrelação]-F(1,18)=0.153$ (0.7004)

$White[heteroescedasticidade]-F(5,13)=2.338$ (0.1010) $RESET[especificação]-F(1,18)=0.586$ (0.4539)

Como a análise gráfica permitia antever, os *t-ratios* apresentam-se elevados. O sinal de *tcn*, tal como se esperava, é positivo, significando que uma depreciação nominal da moeda (variação negativa de *tcn*) torna as importações mais caras e faz aumentar a preferência dos emigrantes em atrasar o envio das suas remessas para Cabo Verde, provocando, assim, uma variação negativa no saldo de *Hbfy*. A existência de cointegração entre as séries (ou seja, a constatação da estacionaridade dos resíduos obtidos na regressão de cointegração) foi demonstrada no anexo D.

O resultado gráfico de *tcn* que equilibra *Hbfy* — adiante designado por FEER*, significando o asterisco que não é uma taxa de câmbio efectiva real, mas nominal — é o seguinte:



Apesar da existência do *trend* se encontrar validada devido ao facto de apenas a



série $Hbfy$ possuir um *drift*, em termos económicos podia ser argumentado que esse *trend* significava a omissão de uma variável no modelo, nomeadamente de uma variável $I(1)$ com *drift*, que se enquadre no raciocínio do modelo e cujo *drift* compense, ou seja, anule, o *drift* existente na variável endógena. Estaríamos, neste caso, não só em presença de cointegração estocástica, mas igualmente em presença de cointegração determinista.

Ora relembando o segundo motivo atrás exposto — remessas dos emigrantes — verificamos que estas se apresentam sensíveis a um outro factor que até agora não está a ser captado pelo modelo: o crescimento económico nos países onde os emigrantes se situam. Como *proxy* para este factor optou-se por utilizar a série logaritmicada do PIB português a preços de 1990 (ypt). A justificação da sua utilização como *proxy* assenta no grande número de emigrantes cabo-verdianos em Portugal, nas ligações afectivas privilegiadas com os familiares das ilhas de Cabo Verde (dada a grande proximidade dos dois países) e no facto de o PIB português seguir a evolução do crescimento económico mundial¹⁸.

Em termos de fundamentação teórica, ypt parece adequada, pois enquadra-se no raciocínio do modelo. Falta agora verificar se possui as propriedades estatísticas adequadas, nomeadamente se é uma série $I(1)$ com *drift*. Este estudo foi efectuado nos anexos B e C, os quais demonstram que, de facto, se trata de uma série com estas propriedades estatísticas.

A série ypt parece assim reunir as condições necessárias para ser incluída na regressão de cointegração. A nova regressão de cointegração é assim:

$$Hbfy_t = c + \beta_1 ypt_t + \beta_2 tcn_t + u_t \quad (29)$$

¹⁸ A variável ypt é igualmente adequada como *proxy* para captar a procura externa (Portugal é destacadamente o maior parceiro comercial), embora não se reconheça na procura externa uma importância significativa quando comparada com os outros factores já identificados.

a qual gerou os seguintes resultados:

$$Hbfy_t = -34.694 + 2.2323ypt + 0.14753tcn_t \quad (30)$$

(-11.339) (6.802) (12.256)

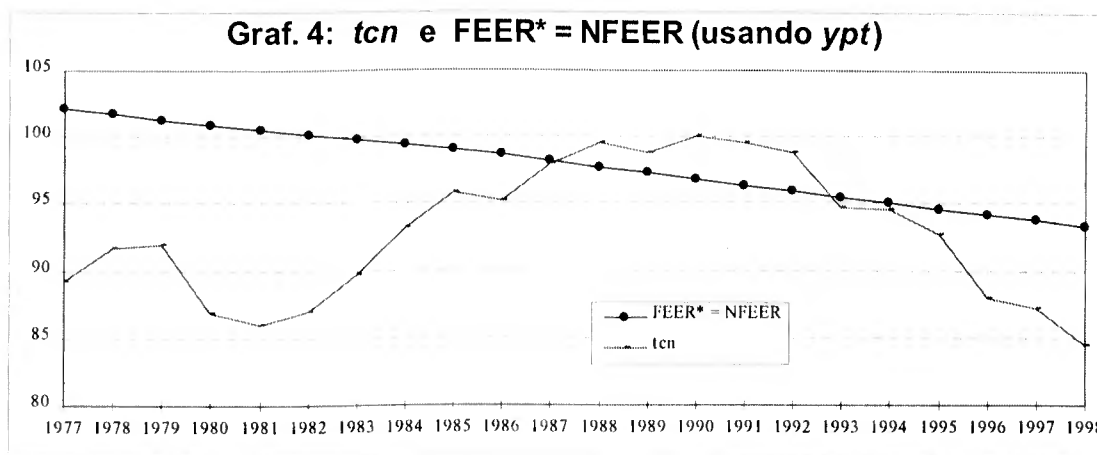
$R^2=0.920$ $DW=1.36$ $Breusch-Godfrey[autocorrelação] \sim F(1,18)=0.289$ (0.5975)

$White[heteroescedasticidade] \sim F(5,13)=2.690$ (0.0700) $RESET[especificação] \sim F(1,18)=0.009$ (0.9258)

(Para confirmar, efectuou-se a mesma regressão incluindo um *trend*. Como era de esperar, este não se revelou significativo).

Os *t-ratios* apresentam-se elevados e os sinais dos coeficientes são os esperados. A existência de cointegração foi demonstrada no anexo D. Destaca-se o sinal positivo do coeficiente associado a *ypt*, o que corrobora o raciocínio atrás assumido de uma aceleração do crescimento económico nos países onde os emigrantes se situam originar uma melhoria no saldo de *Hbfy*.

O cálculo do *tcn* que equilibra *Hbfy* (considerando os valores da série *ypt* em tendência através da utilização do filtro HP com $\lambda=100$), designado por FEER*, origina o seguinte resultado gráfico:



Como se pode verificar, as diferenças com o gráfico anterior são imperceptíveis. O modelo inclui variáveis com *drift*, mas não necessita de um *trend* para os resíduos obtidos na regressão de cointegração serem estacionários. Para além de cointegração estocástica estamos, assim, em presença de cointegração determinista.

Podia ser referido que seria conveniente recorrer ao modelo dinâmico sob a forma de mecanismo corrector do erro (MCE) com o argumento de o valor esperado das primeiras diferenças das variáveis Hb_{fy} e y_{pt} (variáveis I(1) com *drift*) ser não nulo e que esse facto faria a diferença na definição da relação de longo prazo. Todavia, em presença de cointegração determinista, se o modelo dinâmico estiver correctamente especificado, a relação de longo prazo calculada com base no modelo dinâmico é a mesma que a relação de longo prazo definida pelo modelo estático. Assim, não há qualquer vantagem em utilizar o modelo dinâmico. Bem pelo contrário, no modelo dinâmico, por se perderem observações devido à utilização de variáveis em diferenças e, ainda por cima, desfasadas, estaríamos a reduzir a amostra (que já é pequena) e a comprometer a análise.

Um outro argumento utilizado para a formulação de um modelo dinâmico consiste no facto de através deste se tentar evitar a autocorrelação geralmente presente nos resíduos da regressão de cointegração. Convém não esquecer, no entanto, que a metodologia FEER é uma análise de longo prazo, pelo que este problema não se coloca, pois está assumidamente a utilizar-se um modelo estático. (De qualquer forma, nem a regressão da FEER, nem a regressão da FEER*, evidenciaram autocorrelação dos resíduos, eventualmente por os dados serem anuais).

Regressando à análise da FEER* estimada, constatamos uma ligeira evolução decrescente, ou seja, uma evolução no sentido de uma ligeira depreciação efectiva nominal da moeda. Este facto reflecte o crescimento económico mundial, directamente proporcional ao envio das remessas dos emigrantes e (embora assumidamente com pouco impacto) à procura externa. O facto de a FEER* estimada evidenciar como desejável uma ligeira depreciação é ainda compatível com a menor produtividade da economia cabo-verdiana face ao exterior (quer pela sua fraca industrialização, quer pela sua pequena dimensão não permitir o aproveitamento de economias de escala).

Confrontando graficamente a FEER* estimada com o ITCEN registado, verifica-se que podem ser claramente definidos três períodos: um primeiro período de 1977 a 1986, um segundo período entre os anos de 1987 e 1993, e um terceiro período

de 1994 a 1998.

Nos anos de 1987 e 1993 (e também 1994) o ITCEN coincide com a FEER* estimada. E, de facto, constata-se que a tendência da balança fundamental em percentagem do PIB (*Hbfy*) se encontra praticamente equilibrada nesses dois anos. Nos restantes anos, o ITCEN não coincide com a FEER* estimada, constatando-se que *Hbfy* também não se encontra equilibrada.

No primeiro período pode verificar-se que o ITCEN se revela depreciado relativamente ao que as estimativas da FEER* apontam como desejável, ao que corresponde uma *Hbfy* deficitária. No entanto, verifica-se igualmente que à medida que a depreciação do ITCEN face à FEER* diminui, o saldo deficitário de *Hbfy* diminui também, até se alcançar o ano de 1987, em que o ITCEN e a FEER* coincidem e *Hbfy* se encontra equilibrada.

Entre os anos de 1987 e 1993, o ITCEN revela-se apreciado relativamente ao que as estimativas da FEER* indicam como desejável e, de facto, *Hbfy* apresenta um saldo excedentário.

Por sua vez, a partir de 1994 constata-se uma crescente depreciação do ITCEN relativamente ao que as estimativas da FEER* apontam como desejável, ao que corresponde um sucessivo aumento dos défices de *Hbfy*.

A aderência empírica do modelo apresenta-se assim perfeitamente coerente com a evolução dos dados. Nos dois anos em que o ITCEN coincide com a FEER*, *Hbfy* encontra-se praticamente equilibrada. Nos restantes anos verifica-se que à medida que o ITCEN se aprecia relativamente ao que as estimativas da FEER* evidenciam como desejável, aumenta o excedente de *Hbfy*; e que à medida que o ITCEN se deprecia relativamente ao que as estimativas da FEER* evidenciam como desejável, aumenta o défice de *Hbfy*.

Assim, esta FEER* revela-se apropriada, não só na sua fundamentação teórica, mas igualmente na sua aderência empírica. O que se fez de diferente nesta análise foi adaptar a metodologia FEER — assente na evolução da taxa de câmbio efectiva real e,

por este motivo, usualmente aplicada aos países com uma estrutura industrial já montada — a um PVD, com uma estrutura industrial ainda pouco desenvolvida (e, deste modo, pouco reactiva a variações na taxa de câmbio efectiva real) e bastante dependente de bens importados e das remessas dos emigrantes. A actual posição produtiva da economia cabo-verdiana faz com que as suas contas externas sejam essencialmente influenciadas pela evolução nominal da taxa de câmbio e não tanto pela evolução real, a qual esbate a regularidade estatística entre as variáveis. Esta é, assim, uma metodologia adaptada a um país com uma estrutura industrial incipiente e fracamente estimulada por variações reais na taxa de câmbio — situação característica de muitos PVD e de muitos países em transição. É uma nova orientação da tradicional metodologia FEER, que não assenta na sensibilidade da balança fundamental à taxa de câmbio efectiva real, mas na sensibilidade desta balança à taxa de câmbio efectiva nominal. Assim, podemos intitular esta taxa de câmbio efectiva nominal estimada segundo esta nova metodologia — e até agora designada por FEER*, para a distinguir da FEER tradicional — por *Nominal Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (NFEER).

Voltando à análise gráfica da NFEER, uma primeira percepção poderia indicar que haveria espaço para as autoridades cabo-verdianas fixarem o *peg* do escudo cabo-verdiano face ao escudo português a um nível mais apreciado para a moeda cabo-verdiana. No entanto, perspectivando o médio/longo prazo é preciso tomar em consideração dois factores: o primeiro advém do facto de a NFEER apresentar uma evolução decrescente, ou seja, uma evolução no sentido de uma ligeira depreciação anual; e o segundo assenta no facto de a partir de 1998 o ITCEN ter obrigatoriamente de se manter estável, uma vez que nesse ano foi estabelecido um *peg* do escudo cabo-verdiano face ao escudo português, e Portugal é destacadamente o maior parceiro comercial. Com a substituição do escudo português pelo euro, o escudo cabo-verdiano passou a estar ligado a um espaço maior, o que reforça ainda mais a estabilidade do ITCEN. Desta forma, dada a evolução decrescente da NFEER e a estabilidade que terá de vigorar no ITCEN, a depreciação do ITCEN face à NFEER esbater-se-á nos próximos anos, pelo que no médio/longo prazo o nível a que foi fixado o *peg* se encontra, *ceteris paribus*, validado pela análise econométrica.

VII – Conclusão da aplicação da metodologia FEER e da sua variante ao caso de Cabo Verde; o efeito incompleto da curva *J*

Numa primeira fase, em que a evolução da balança de pagamentos é essencialmente marcada pela evolução das importações (com um forte peso dos bens de investimento), em que a estrutura industrial ainda está a começar a ser montada, ou está em fase de reconversão (e assim qualquer estímulo às exportações é algo inócuo) e, se for o caso, em que as remessas dos emigrantes constituem uma rubrica importante da balança de pagamentos, o PVD ou o país em transição deve tomar em atenção preferencialmente a sua taxa de câmbio efectiva nominal. À medida que a capacidade industrial começa a ficar montada, o país deverá orientar a sua atenção para a taxa de câmbio efectiva real, pois o peso dos bens de investimento nas importações começa a ser menor (ganhando maior peso os bens de consumo) e as exportações começam a ganhar importância na balança de pagamentos. Desta forma, o cálculo da NFEER revela-se apropriado às condições de Cabo Verde no período em análise, mas a execução do processo de privatizações e a captação de investimento directo estrangeiro previstas para um futuro próximo irão alterar a estrutura económica deste país. Nessa altura, a metodologia NFEER poderá já não ser a adequada, podendo a metodologia FEER tradicional revelar-se mais apropriada às novas condições económicas.

A metodologia NFEER é, deste modo, adaptada a economias que, como a cabo-verdiana, se encontram permanentemente na primeira fase da curva *J*, nunca chegando a entrar na segunda fase.

A curva *J* é a designação que caracteriza dois efeitos, temporalmente desfasados, resultantes de uma alteração da taxa de câmbio nominal: o efeito preço (sentido numa primeira fase) e o efeito volume (sentido numa segunda fase).

Por exemplo, após uma desvalorização nominal da moeda (e a consequente alteração do preço relativo dos bens nacionais e estrangeiros), dada a rigidez do volume já contratado de importações e exportações verifica-se uma deterioração do saldo da

balança comercial. Nesta primeira fase, o efeito volume é diminuto, prevalecendo o efeito preço. (Pelo raciocínio oposto, uma valorização nominal da moeda melhora o saldo da balança comercial).

Numa segunda fase, o volume contratado de importações e exportações irá ajustar-se ao novo preço relativo. No caso de uma desvalorização irá haver uma redução do volume importado e um aumento do volume exportado, que provocará, a prazo (e assumindo que se verifica a condição de Marshall-Lerner), uma melhoria na balança comercial, (e vice-versa no caso de uma valorização).

Assim, após uma desvalorização nominal da moeda, haverá, numa primeira fase (devido ao efeito preço), uma deterioração do saldo da balança comercial e, numa segunda fase (devido ao efeito volume), uma melhoria do referido saldo, o que graficamente se assemelha à letra *J*, advindo daí a designação de curva *J*.

Acontece que as economias como a cabo-verdiana nunca chegam a entrar nesta segunda fase, uma vez que (i) a inelasticidade das importações ao preço é bastante elevada dada a grande dependência de bens importados e (ii) não possuem uma estrutura industrial que permita uma reacção das exportações ao novo preço relativo.

Desta forma, economias como a cabo-verdiana encontram-se permanentemente na primeira fase da curva *J*. Como consequência deste fenómeno, chega-se à conclusão, validada econometricamente pela metodologia NFEER, que uma desvalorização nominal da moeda deteriora o saldo da balança fundamental e que uma valorização nominal da moeda melhora o saldo da balança fundamental.

O caso cabo-verdiano apresenta ainda a particularidade de o efeito da primeira fase ser reforçado pelo facto de os emigrantes, em períodos de maior desvalorização nominal da moeda cabo-verdiana (relativamente à moeda do país onde se situam), atrasarem o envio das remessas (pois um atraso no seu envio representará um maior montante em termos de escudos cabo-verdianos). Por esta via, uma desvalorização da moeda implica, igualmente, uma deterioração do saldo da balança fundamental.

VIII – Anexos e gráficos

VIII.1 – Anexo A: a questão monetária em Timor Loro Sae

O novo Estado de Timor Loro Sae enfrenta presentemente a questão de qual a moeda, ou moedas, a adoptar em substituição da rupia indonésia, uma vez que qualquer cooperação monetária com a Indonésia, ou a simples continuação da circulação da sua moeda em Timor, não parece ser uma opção sequer ponderável. Não só por parte dos dirigentes timorenses, mas, logo como ponto fundamental de partida, devido ao facto de a população rejeitar tudo o que é indonésio. Se começar a haver outras moedas a circular no território, a população timorense deixa de aceitar e de utilizar um dos símbolos da ocupação indonésia: a sua moeda, estampada e cunhada com o rosto sorridente do antigo Presidente Suharto.

Desta forma, foram levantadas algumas hipóteses para responder a esta questão, nomeadamente a criação de uma moeda nacional para Timor, e a utilização do euro, sob a denominação nacional de escudo português, no período transitório enquanto a moeda nacional não entrasse em circulação. Eventualmente, a introdução da nova moeda nacional coincidiria com a substituição das denominações nacionais do euro pelas novas notas e moedas em euro na Europa, processo que terá de estar completo, o mais tardar, no final do primeiro semestre de 2002.

A substituição da moeda indonésia pelo euro, sob a denominação nacional de escudo português, a seguir designado apenas por escudo por simplificação de linguagem, durante esse período transitório, poderia resultar por diversas vias:

- i) efectuando o pagamento dos salários dos funcionários públicos e das reformas dos pensionistas (que entretanto deixaram de ser pagos pela Indonésia) em escudos;
- ii) privilegiando o pagamento da ajuda humanitária em escudos em detrimento de outras moedas internacionais;

- iii) realizando os pagamentos em escudos e os recebimentos em rupias nas transacções efectuadas com Timor;
- iv) acordando com os agentes estrangeiros (humanitários, militares, técnicos e da comunicação social) a utilização exclusiva do escudo em Timor;
- v) possibilitando a troca das rupias, ou de qualquer outra moeda em circulação, pelo escudo português.

Este processo levanta, no entanto, algumas questões legais e práticas.

- 1) A introdução do euro, sob a denominação nacional de escudo português, pode ser efectuada à margem das instituições da UE?
- 2) Poderá Portugal vir a ser obrigado a compensar o eurosistema das receitas de senhoriagem associadas à introdução do escudo em Timor?

Relativamente à primeira, o orçamento geral do Estado português pode pagar os salários dos funcionários públicos, pagar as reformas dos pensionistas, ou simplesmente doar dinheiro a Timor, sem qualquer constrangimento legal¹⁹. O único problema que pode ser levantado é a eventualidade de o Estado português entrar em dificuldades no cumprimento do pacto de estabilidade, mas este é um problema da competência portuguesa na sua gestão orçamental.

Relativamente à segunda, Portugal pode, de facto, obter alguma receita de senhoriagem com a introdução do escudo em Timor. Importa, no entanto, esclarecer dois pontos. Primeiro, no caso de o eurosistema decidir que Portugal deva com ele repartir esta categoria de receitas, Portugal pode, no entanto, propor que estas receitas constituam uma forma adicional de apoio financeiro a Timor, o que em princípio não deverá ser rejeitado pelos países do eurosistema, tanto mais que os valores nunca teriam qualquer expressão significativa. Segundo, e mais importante, dificilmente se colocará esta questão, pois tal nunca foi exigido. Mas mesmo que tal viesse a ser exigido,

¹⁹ Relembrar os casos, com alguma analogia, da zona franco e do Acordo de Cooperação Cambial entre Portugal e Cabo Verde.

Portugal só teria a ganhar, pois a compensação a receber por Portugal respeitante às receitas de senhoriagem recebidas pelos restantes países do eurosistema, excederiam, seguramente, qualquer receita que Portugal viesse a obter com a introdução do euro, sob a denominação nacional de escudo português, em Timor. Basta pensar nas receitas obtidas pela Alemanha e pela França, resultantes da utilização do euro sob a denominação nacional de marco alemão no leste europeu, e de franco francês nas províncias ultramarinas e antigas colónias francesas, respectivamente.

Para além destes factores, há ainda outras considerações que podem ser formuladas.

Primeiro, nos próximos anos Timor será muito dependente do fornecimento de bens do exterior, sendo previsível que a Austrália venha a ser um dos principais fornecedores comerciais de Timor e um canal de distribuição privilegiado para as transacções comerciais de Timor com o resto do mundo. Deste modo, é natural que o dólar australiano venha a revelar-se uma moeda mais útil que o euro. De certo modo seria um raciocínio próximo da teoria das zonas monetárias óptimas (*optimum currency areas* — OCA) de Robert Mundell, embora o estado actual de Timor não constitua uma OCA com a Austrália, nem com qualquer outra zona monetária.

Segundo, a presença internacional humanitária, militar, de assistência técnica e dos meios de comunicação social em Timor originará a circulação e convivência de diversas moedas internacionais.

Terceiro, o motivo anterior pode, contudo, originar uma atracção pela utilização comum de uma única moeda de aceitação generalizada na região: o USD.

Quarto, a criação de uma moeda nacional é um processo demorado. Apesar de em Portugal haver tecnologia e capacidade para a produção de papel-moeda e moeda metálica, seria necessário elaborar o projecto das notas e moedas, fabricá-las, transportá-las para Timor e organizar um processo de substituição da moeda indonésia e das moedas que entretanto começassem a circular em Timor, pela nova moeda nacional. Um outro elemento que não pode ser esquecido consiste na necessidade de implementar

um Banco Central em Timor e de formar quadros com a capacidade técnica necessária, processo que levaria bastante mais tempo que a introdução da nova moeda.

Quinto, seria conveniente que a substituição do euro, sob a denominação nacional de escudo português, pela nova moeda nacional timorense coincidissem com a substituição do euro, sob as diversas denominações nacionais, pelas próprias notas e moedas de euro na Europa, pelo que o tempo disponível para a implementação da nova moeda em Timor pode ser considerado como já estando em contagem decrescente. Caso contrário, o euro, sob a denominação nacional de escudo português, teria de ser substituído pelas novas notas e moedas de euro, o que obrigaria, outra vez, os timorenses a adaptarem-se a uma nova unidade de conta.

Sexto, uma moeda própria, embora seja um dos símbolos nacionais, não se encontra na mesma posição de grandeza que um hino ou uma bandeira — veja-se o exemplo dos países da zona euro, que aceitaram abdicar da sua moeda nacional e adoptar uma moeda comum — pelo que uma moeda própria não é encarada, pelo menos pelo exterior, como um símbolo necessário para a afirmação da soberania de Timor.

Por estes motivos, pode ser levantada a questão da adequabilidade da escolha do euro, sob a denominação nacional de escudo português, a circular temporariamente em Timor, enquanto não é criada a moeda nacional. Mais ainda, pode ser levantada a questão da utilidade de criar uma moeda nacional e da praticabilidade de a pôr a circular, numa altura em que os timorenses já estão familiarizados na utilização de alguma(s) moeda(s) forte(s). Convencer os timorenses a abdicar de uma moeda que facilita as transacções com o exterior e que garante a função de reserva de valor, por uma nova moeda nacional, pode ser difícil de concretizar na prática.

Porque não adoptar (i) a moeda do país com o qual as relações comerciais tenderão a tornar-se mais intensas (o dólar australiano), ou (ii) a moeda de aceitação generalizada na região (o USD), ou até mesmo um sistema *multi-currency* dominado por estas duas moedas e pelo euro, deixando ao mercado a escolha da moeda mais conveniente?

Um sistema *multi-currency* apresenta a vantagem de os agentes económicos poderem orientar as suas preferências monetárias para a moeda mais conveniente, na altura, evitando assim, no caso de adopção de uma única moeda, a incorporação de políticas monetárias contra-cíclicas por parte do país de moeda de referência. No entanto, convém não esquecer que a grande maioria da população timorense é analfabeta, pelo que a utilização de várias cotações e preços poderia dar azo a alguma confusão e até mesmo a comportamentos oportunistas.

A adopção do euro não é, deste modo, a única solução monetária para Timor. Existem outras alternativas monetárias (com uma ou mais que uma moeda), ainda que eventualmente temporárias, para além do euro. Mesmo que Timor opte por adoptar uma única moeda, os inconvenientes tradicionais de um regime de câmbios fixos não se colocam, pois é um facto assumido que a sobrevivência deste país nos primeiros anos terá de ser assegurada pelo exterior. Do ponto de vista do país cuja moeda nacional é adoptada em Timor, há vantagens resultantes da extensão da sua influência, da ausência de risco cambial nas operações correntes, de capital e financeiras e da obtenção de receitas de senhoriagem.

Relativamente ao quinto motivo acima identificado, uma vez que dentro de dois anos já começam a circular notas e moedas de euro, seria interessante saber a reacção da UE à seguinte ideia: pôr a circular em Timor as novas notas e moedas de euro. Deste modo, havia uma poupança de recursos, evitava-se o processo de troca de notas (que pode ser complicado se a segurança de Timor se mantiver instável) e não se sujeitava os timorenses à necessidade de habituação a uma nova unidade de conta com duração temporária. Em termos legais o euro já existe. Haveria apenas a necessidade de a UE autorizar uma antecipação da utilização das novas notas e moedas de euro em Timor.

Questão monetária ou questão política?

A questão monetária em Timor é, antes de mais, uma questão política. Dada a particularidade do caso, a escolha da moeda a adoptar por Timor terá de dar primazia a factores políticos em detrimento de critérios estritamente económicos. Os factores políticos centram-se em dois grandes eixos não mutuamente exclusivos: protecção

diplomática e boa vizinhança. Ambos apontam o euro como a escolha politicamente mais adequada para Timor.

Protecção diplomática

Timor necessita actualmente, e durante alguns anos, de apoio logístico, financeiro, técnico e, tão ou mais importante, de protecção diplomática. Consoante a moeda que Timor decida adoptar, assim o maior relacionamento político, comercial e financeiro com esse país. Das várias opções possíveis (adopção do euro, do dólar australiano, do USD, ou de qualquer outra moeda), a adopção do euro parece a que mais protecção diplomática oferece. Senão veja-se:

- i) os EUA tenderão a esquecer Timor, pois a sua motivação pelo caso apenas resultou da forte pressão da opinião pública internacional e não querem que se relembre a sua responsabilidade na invasão de Timor, nem que se deteriore ainda mais as suas relações privilegiadas com o aliado indonésio.
- ii) a Austrália poderia proporcionar algum apoio diplomático, tanto mais que a força multinacional de imposição de segurança é liderada por este país. No entanto, a Austrália já ocupou Timor no passado e até há pouco tempo foi dos mais acérrimos defensores da sua integração na Indonésia, tendo com isso obtido benefícios na exploração de petróleo no mar de Timor (Timor Gap). Para além de poder ser encarado pelos timorenses como não suficientemente credível e com uma durabilidade determinada pelos interesses económicos, a liderança da Austrália na força multinacional azedou as relações deste país com a Indonésia, pelo que centrar o relacionamento diplomático com a Austrália seria optar por um dos lados do fogo cruzado em que Timor se encontra, dificultando qualquer pacificação entre Timor e a Indonésia.
- iii) a UE é respeitada pela Austrália e pela Indonésia (dadas as relações históricas com o Reino Unido e Holanda, respectivamente) e integra a voz activa de Portugal, o mais forte aliado da causa timorense. A introdução do euro em Timor, e o consequente apoio técnico por parte do eurosistema, reforçaria os contactos entre Timor e a UE, o

que garantiria a atenção permanente da UE sobre Timor e, deste modo, a protecção diplomática pretendida.

A adopção do euro parece ser assim a melhor opção segundo o critério da protecção diplomática.

Boa vizinhança

É do interesse de Timor pacificar as suas relações com a Indonésia, quanto mais não seja por motivos da sua própria segurança interna. Essa pacificação aconselha a não assentar exclusivamente as suas relações políticas, comerciais e financeiras com apenas alguns países da região, pelo menos num futuro próximo. Neste sentido, a opção pelo dólar australiano apresenta-se como uma má opção.

Timor encontra-se entre dois grandes blocos de interesse económico. A sul existe a ANZCERTA (*Australia — New Zealand Closer Economic Relations Trade Agreement*) estabelecida em 1983 pela Austrália e Nova Zelândia, com o objectivo de livre circulação de mercadorias. A norte existe a ASEAN (*Asian South Eastern Associated Nations*) criada em 1967 pela Indonésia, Malásia, Filipinas, Singapura e Tailândia, e alargada em 1985 com a adesão do Brunei Darussalam. Para além dos objectivos económicos, a ASEAN pretende ainda ser um fórum político, social e cultural. O seu relativo insucesso no plano económico tem sido compensado ao nível da prevenção de conflitos entre os seus membros. No entanto, para colmatar os fracos resultados alcançados ao nível económico está prevista a constituição de uma zona de comércio livre — a AFTA (*Asian Free Trade Area*) — em 2002.

Timor situa-se no meio destes dois blocos. Por um lado, tem todo o interesse em pertencer à ANZCERTA dada a expectativa de a Austrália ganhar um papel preponderante nas suas relações comerciais e financeiras. Por outro, a sua adesão à ASEAN e à futura AFTA permitir-lhe-ia uma afirmação de soberania num espaço, até há pouco tempo, hostil, e uma voz num fórum regional com interesse na pacificação das relações entre Timor e a Indonésia. A opção, segundo a lógica económica, de aderir à ANZCERTA é contrariada pela opção, segundo a lógica de boa vizinhança, de aderir à

ASEAN e à futura AFTA. Na situação de adesão à ASEAN, os seus membros poderiam não encarar com agrado a substituição da rupia (a moeda da Indonésia, que é um dos países fundadores) pelo dólar australiano (a moeda de um país do outro bloco regional).

Desta forma, tendo em conta a necessidade de protecção diplomática da UE e de manter um equilíbrio nas suas relações externas com os países vizinhos, a melhor opção parece ser a adopção do euro — moeda bem aceite em qualquer um dos blocos regionais — mantendo um bom relacionamento com estes dois blocos, ainda que apenas com o estatuto de observador (o que não é necessariamente negativo, uma vez que a adesão de Timor a algum destes organismos regionais, sem a adequada maturidade e capacitação dos novos organismos do Estado, pode ser contraproducente).

Opções monetárias na região

À semelhança dos exemplos da zona franco e do ACC entre Portugal e Cabo Verde, existe no sudeste asiático uma extensão da influência do euro via franco francês: o franco CFP (*Comptoirs Français du Pacifique*), que é a moeda da Polinésia Francesa, da Nova Caledónia e de Wallis e Futuna (que, no entanto, não são Estados soberanos, mas províncias ultramarinas francesas). O franco CFP encontrava-se ligado ao franco francês, passando, com o nascimento do euro, a ficar ligado ao euro. O interesse neste exemplo assenta no facto de a influência do euro na região não ser novidade, o que pode ser apontado como um argumento à viabilidade do euro em Timor, enquadrado numa região fortemente dolarizada.

Relativamente a Estados soberanos da região que adoptaram a moeda de outro país como a sua moeda oficial, podem ser constituídos dois grupos. Um grupo de países que adoptou o dólar australiano e outro grupo que adoptou o USD.

O grupo de países que adoptou o dólar australiano como moeda oficial é composto por Kiribati, Nauru e Tuvalu. Para além do dólar australiano ser a moeda oficial, há a salientar ainda a particularidade de Kiribati ter uma moeda nacional (kiribati) que circula apenas sob a forma de moeda de trocos e de Tuvalu ter uma moeda nacional (dólar de Tuvalu) com paridade unitária face ao dólar australiano. Estes casos

podem ser apontados como pequenos Estados soberanos que adoptaram a moeda de outro país como moeda oficial, tendo dois deles criado uma moeda nacional, para utilização meramente simbólica — um exemplo que poderá ser seguido por Timor.

O grupo de países que adoptou o USD como moeda oficial é composto pelos Estados Federados da Micronésia, Ilhas Marshall e Palau.

Questões adicionais

Há ainda algumas questões de segunda ordem, mas nem por isso menos importantes. Pelo contrário, qualquer decisão que venha a ser tomada, mesmo que motivada e assente em critérios essencialmente de natureza política, deverá ter alguma consciência das implicações que estas questões de segunda ordem levantam.

1. Deverão ser impostas restrições comerciais e cambiais, ainda que temporariamente, em Timor?
2. Se sim, qual o tipo e grau das restrições?
3. Se Timor optar por uma moeda própria:
 - 3.1. qual o regime cambial a adoptar?
 - 3.2. qual o tipo e grau de convertibilidade da moeda? (Este conceito inclui o tipo e grau de restrições comerciais e cambiais).

Estas questões apenas foram classificadas de segunda ordem porque parece ser clara a motivação social de rejeitar a moeda indonésia e a motivação política de criar uma moeda nacional assente em razões de afirmação de soberania. A resposta a estas questões de segunda ordem não é independente (i) da moeda ou moedas que venham a circular, (ii) da decisão de efectivamente se criar uma moeda nacional, (iii) da profundidade e tipo (em espécie ou em dinheiro) de apoio que Timor venha a receber, (iv) das preferências políticas relativas ao grau de liberalização (comercial, financeiro e laboral) que se queira incutir na economia e (v) da evolução que os factores identificados no quadro 3 venham a revelar.

Tomando o caso mais provável de introdução do euro em Timor e a sua posterior substituição por uma moeda nacional, há algumas considerações que podem ser efectuadas relativamente às questões levantadas.

A resposta à primeira questão, podendo parecer acessória, torna-se de uma importância vital se se pensar que nesta fase é o único mecanismo que as autoridades timorenses dispõem para regular a massa monetária em circulação, uma vez que esta reflecte as transacções correntes e as operações de capital e financeiras realizadas entre Timor e o exterior.

Esta regulação poderia resultar por diversas formas, sendo aconselhável a incidência sobre as restrições cambiais (reservando as restrições comerciais para outras matérias). Por exemplo, ao nível da BTC, a percentagem das receitas de exportação de bens (essencialmente petróleo, mas também café e mármore) que deva ser repatriada poderá funcionar, nesta economia sem qualquer instrumento monetário disponível, como um mecanismo para a regulação da liquidez na economia. Outro mecanismo poderia ser o montante de moeda que cada cidadão poderia transportar para o exterior (débito de serviços), salvaguardando alguns serviços como despesas de saúde. Ao nível da BCF, a regulação monetária poderia ser realizada através dos montantes possíveis de transferir e de depositar no exterior.

Todos estes exemplos podem ser pouco praticáveis numa economia com um sector privado já com algum desenvolvimento, sob risco de surgirem problemas de sub-facturação das exportações, sobre-facturação das importações e o surgimento de uma economia paralela. A sua utilização deve, portanto, pautar-se da devida precaução e enquanto não se dispõe de um sistema financeiro. Com um sistema financeiro montado será natural a necessidade de manutenção de algumas destas restrições para haver capacidade de controlo monetário. No entanto, a alteração das suas condições para efeitos de regulação monetária deverá ser evitada, dando agora ênfase a outros mecanismos como o coeficiente de reservas obrigatórias e, com o aprofundamento do sistema financeiro, operações de *open-market*.

Deste modo, ao contrário do que inicialmente se pode pensar, é possível um país

adoptar como moeda oficial a moeda de outro país e, ao mesmo tempo, regular a liquidez na economia. O instrumento que permite esta regulação é uma utilização responsável das restrições cambiais.

Uma ressalva deve, contudo, ser efectuada relativamente ao caso argentino apresentado atrás. No caso da Argentina, a dolarização total da economia (substituição do peso argentino pelo USD) não permite que este país possua uma política monetária autónoma, uma vez que o objectivo da Argentina é a redução do diferencial de taxas de juro face aos EUA e assim a Argentina não pode apresentar restrições cambiais ou, pelo menos, as restrições cambiais não podem ser expressivas. Isto significa que há aqui um *trade-off* quando um país adopta a moeda de outro país. Ou um país praticamente elimina as restrições cambiais, como é o caso da Argentina, e beneficia da redução do diferencial entre as taxas de juro internas e do país cuja moeda adoptou, mas perde o controlo monetário; ou um país, como pode ser o caso de Timor, utiliza as restrições cambiais para ter um controlo da massa monetária, mas perde a possibilidade de uma afectação de recursos financeiros mais eficiente e a atractividade perante o investimento directo estrangeiro. (É claro que nas condições em que Timor actualmente se encontra, o que a Argentina se propõe fazer não é aplicável a Timor).

Relativamente à segunda questão, uma vez que está a nascer um novo país, as organizações internacionais, com particular relevo para o FMI, Banco Mundial e ONU, têm a possibilidade de criar de raiz instituições públicas e uma organização económica à luz dos princípios que apregoam. Nesse sentido, o que o Acordo Relativo ao FMI expressa como desejável é a adopção da noção de convertibilidade de acordo com as secções 2, 3 e 4 do art. VIII, ou seja, a ausência de restrições cambiais às transacções correntes, a interdição à prática de câmbios múltiplos, assim como (embora não se aplique em Timor porque não existe moeda nacional) um grau de convertibilidade externa suficiente para a livre conversão de saldos de moeda nacional em moeda estrangeira, adquiridos em resultado de transacções correntes ou necessários para efectuar pagamentos respeitantes a transacções correntes.

Apesar de esta ser a situação desejável, o Acordo Relativo ao FMI prevê, no art.

XIV, secção 2, a possibilidade de um país, ao tornar-se membro do FMI, manter e adaptar às novas circunstâncias as restrições cambiais às transacções correntes.

Relativamente a este ponto é necessário efectuar três ressalvas. Primeiro, Timor é um novo país, pelo que se questiona a aplicabilidade do art. XIV (que se refere às condições que existiam nos Estados-membros à data de adesão).

Segundo, apesar de Timor nunca ter sido reconhecido como território indonésio, o facto ter estado ocupado pela Indonésia pode ser utilizado como argumento de que as condições anteriores eram as que vigoravam na Indonésia. Trata-se, no entanto, de um argumento que morre pela base. Basta pensar que Timor está desprovido de qualquer organização institucional e financeira, pelo que não há qualquer comparação possível com a situação indonésia.

Terceiro, dada a inexistência de uma moeda nacional e a circulação interna de uma, ou mais do que uma, moeda estrangeira, as restrições cambiais assumem-se como um instrumento que pode vir a revelar-se bastante importante para controlar a liquidez na economia. Desta forma, as particularidades do caso timorense aconselham a alguma prudência, no sentido de não serem aceites nos próximos anos as disposições do art. VIII, ou seja, será conveniente que, pelo menos nos primeiros anos, Timor se encontre numa situação análoga a um país ao abrigo do art. XIV.

A terceira questão é a mais difícil de responder, uma vez que as variáveis que determinam a sua resposta ainda não são conhecidas. O único ponto assente é que é uma pequena economia, o que geralmente aconselha um regime de câmbios fixos. Quanto maior for o grau de abertura da economia, a concentração da produção e das exportações, a concentração geográfica do comércio, a mobilidade do trabalho e a frequência de choques nominais internos, maior a preferência por um regime de câmbios fixos. Um regime de câmbios fixos é igualmente preferível quanto menor for o grau de desenvolvimento económico e financeiro, a mobilidade do capital, a frequência de choques reais externos e internos e de choques nominais externos, e a credibilidade das autoridades monetárias. Relativamente ao critério do diferencial entre a inflação interna e externa, quanto maior for este diferencial, maior será a necessidade de ajustamentos na

taxa de câmbio e, deste modo, mais adequados serão os câmbios flexíveis. No entanto, numa situação de elevado diferencial, um programa económico assente na sustentação de um regime de câmbios fixos pode ser o mais adequado para credibilizar uma política desinflationista. Os próximos anos revelarão a orientação que estas variáveis irão tomar. No entanto, já se prevê alguma concentração da produção e das exportações (petróleo, café e mármore), assim como alguma concentração geográfica do comércio (Austrália e zona euro).

De qualquer modo, com uma moeda nacional, e independentemente do regime cambial que vier a ser adoptado, as principais diferenças relativamente à utilização de uma moeda estrangeira (no caso mais provável o euro), residem no facto de a função de regulação monetária e de prestamista de última instância serem agora mais fáceis de efectuar (relembrar que se está a assumir a existência de restrições cambiais, o que torna viáveis as intervenções de esterilização monetária), mas em contrapartida as operações com o exterior passam a estar sujeitas a custos de transacção e ao risco cambial (tanto maior num regime de câmbios flexíveis ou num regime de câmbios fixos pouco credível).

Se a opção for câmbios fixos, quanto maior o grau de rigidez do regime, maior a aproximação ao regime de utilização de uma moeda estrangeira. Neste caso, face à situação em que circulava uma moeda estrangeira, há um maior espaço de manobra para a função de prestamista de última instância, havendo, como desvantagens, uma política monetária que tem que tomar em atenção a sustentabilidade da taxa de câmbio, assim como custos de transacção e risco cambial nas operações com o exterior. Deste modo, pode ser questionado se a opção de trocar a utilização de uma moeda estrangeira, por uma moeda nacional sob um regime de câmbios fixos, é a mais apropriada. E, para além deste ponto, pode ainda ser questionado se será facilmente praticável a tentativa de substituição da moeda estrangeira (euro) pela nova moeda nacional, menos credível e com menos garantias de proporcionar a função de reserva de valor.

Se a opção for um regime de câmbios flexíveis, relativamente ao caso anterior o país já dispõe de uma política monetária autónoma e a função de prestamista de última

instância torna-se mais fácil, podendo, no entanto, haver maiores custos de transacção e maior risco cambial. A adopção dos câmbios flexíveis levanta, no entanto, a questão de o futuro Banco Central poder exercer uma política monetária autónoma, no sentido de já possuir a capacidade técnica para tal e de ser independente do Governo que venha a ser instalado ou eleito. No entanto, dado o forte auxílio deste país por parte das organizações internacionais, nomeadamente pelo FMI, é previsível um forte acompanhamento na condução da política monetária, o que credibilizaria bastante a sua moeda.

Quanto ao tipo e grau de convertibilidade da nova moeda nacional, a prudência aconselha a algum compasso de espera até à aceitação da noção de convertibilidade segundo o art. VIII. Após a nova moeda nacional ter sido generalizadamente aceite no país, e a capacidade técnica do novo Banco Central apresentar alguma maturidade, Timor encontrar-se-á numa situação mais propícia a comprometer-se com as disposições do art. VIII e a tornar a sua moeda convertível segundo a noção adoptada pelo FMI.

VIII.2 – Anexo B: estudo do grau de integração das séries

O estudo baseou-se na realização do teste *Dickey-Fuller* (DF) ou, no caso de a sua aplicação revelar autocorrelação dos resíduos, no teste *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Na sua realização, dado o facto de a amostra ser pequena e de os dados serem anuais, partiu-se de uma situação inicial sem desfasamentos (teste DF), acrescentando-os (teste ADF) caso tal fosse necessário para eliminar a autocorrelação dos resíduos.

Assim, para testar a existência de uma raiz unitária, assume-se inicialmente que a série segue um processo autoregressivo de ordem 1, AR(1), podendo ser admitida ainda a existência de uma constante, e de uma constante e tendência:

$$y_t = \rho y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$y_t = \mu + \rho y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$y_t = \mu + \beta t + \rho y_{t-1} + \varepsilon_t$$

O teste à existência de uma raiz unitária assenta assim na hipótese nula de ρ não ser significativamente diferente de 1, $H_0: \rho = 1$. Na prática, a realização do teste DF assenta na estimação pelos mínimos quadrados ordinários destas equações reparametrizadas na forma:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \mu + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t$$

onde $\gamma = \rho - 1$ e a hipótese $H_0: \rho = 1$ é, portanto, equivalente à hipótese $H_0: \gamma = 0$

(Mesmo que no terceiro processo a constante não seja significativa é conveniente incluí-la, pois a qualidade do ajustamento é melhor e os pontos críticos não são

alterados).

Estes testes estão a considerar que a variável residual é não autocorrelacionada. Mas no caso de haver evidência de autocorrelação nos resíduos, o estimador $\hat{\rho}$ obtido pelo método dos mínimos quadrados é inconsistente e, assim, os testes DF não são válidos. Para ultrapassar esta situação deve ser utilizado o teste ADF, no qual se admite que a série segue um processo auto-regressivo de ordem p , AR(p), (podendo ser admitida ainda a existência de uma constante, e de uma constante e tendência), aumentando p até se eliminar a autocorrelação nos resíduos, o que equivale, na forma reparametrizada, a:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \delta_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \mu + \gamma y_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \delta_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

$$\Delta y_t = \mu + \beta t + \gamma y_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \delta_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

Note-se que o teste ADF depende de forma crítica da hipótese de partida de que a série temporal y_t segue um processo auto-regressivo puro. Na prática, todavia, ele é vulgarmente utilizado para todo o tipo de séries, um pouco dentro do pressuposto de que podemos aproximar qualquer processo ARMA através de um processo AR de ordem suficientemente elevada.

No quadro seguinte são apresentados os resultados obtidos:

Quadro 4: Estudo do grau de integração das séries

Séries	Teste	Valor do Teste	Grau de significância			Grau de integração
			10%	5%	1%	
<i>bfy</i>	DF	-4.213	-1.60	-1.958	-2.682	Estacionária
<i>piy</i>	DF; c; T	-2.808	-3.24	-3.645	-4.469	I(1)
<i>tcr</i>	DF; c	-2.861	-2.63	-3.011	-3.785	I(1)
<i>Hbfy</i>	ADF(2); c; T	-0.1392	-3.24	-3.675	-4.535	I(1)
<i>ypt</i>	ADF(1); c; T	-2.608	-3.24	-3.659	-4.500	I(1)
<i>tcn</i>	DF	-0.4515	-1.60	-1.958	-2.682	I(1)

Relativamente à coluna "Teste", usou-se a seguinte terminologia:

DF - teste de *Dickey-Fuller*.

ADF(n) - teste de *Augmented Dickey-Fuller* de ordem *n*.

c - significa que a regressão de teste inclui uma constante.

T - significa que a regressão de teste inclui uma tendência.

A série *Hbfy* (graficamente muito semelhante a *tcn*) revelou-se ser I(1) no teste ADF(2), numa regressão com constante e tendência linear, cujo valor da estatística de -0.1392 compara com os valores críticos de -3.24 a um nível de significância de 10%; de -3.675 a um nível de significância de 5%; e de -4.535 a um nível de significância de 1%. Esta série, pelo facto de ter resultado da aplicação do filtro HP à série *bfy*, apresenta um grande alisamento, o que pode levar uma análise gráfica a rejeitá-la como I(1). No entanto, se perturbarmos o seu alisamento com uma irregularidade, mesmo que mínima (ver gráficos no anexo), a análise gráfica já a qualifica claramente como sendo uma série I(1). Assim, não se rejeita a série *Hbfy* como sendo I(1).



VIII.3 – Anexo C: estudo da existência de drift nas séries

Para além do grau de integração torna-se necessário saber se as séries têm, ou não, *drift*. A sua existência é determinante para o tipo de cointegração existente entre as séries e a admissibilidade, ou não, de um *trend* na regressão de cointegração.

Se nenhuma das séries evidenciar a existência de um *drift*, apenas será possível obter cointegração estocástica e não é admissível a existência de um *trend* significativo. Caso exista, significa que o modelo está mal especificado.

Se mais do que uma série evidenciar a existência de um *drift* então não basta haver cointegração estocástica. É necessário haver igualmente cointegração determinista. Ou seja, as tendências deterministas das séries com *drift* devem anular-se. Caso contrário, seria necessário incluir um *trend* na regressão de cointegração (para os resíduos serem estacionários em torno da origem, e não em torno de um *trend*) o que seria dificilmente explicável pela teoria económica, significando assim que o modelo estaria mal especificado.

Se apenas uma das séries evidenciar a existência de um *drift* é admissível a existência de um *trend*, pois uma variável $I(1)$ com *drift* inclui uma tendência estocástica e uma tendência determinista. Se existir cointegração, existe uma combinação linear que torna a parte estocástica estacionária, mas esta combinação linear pode não eliminar a tendência determinista, o que pode levar à rejeição indevida do modelo se não se acrescentar uma tendência linear na regressão de cointegração. Econometricamente há fundamentação teórica para a inclusão do *trend*, mas a última palavra terá de ser da teoria económica, pois também pode ser argumentado que o *trend* está a substituir o efeito de uma variável que deveria estar a ser considerada no modelo e que se encontra omissa. Nesse caso, já sabemos algumas características da variável omissa, nomeadamente que é uma variável $I(1)$ com *drift*, originando assim uma anulação das duas tendências deterministas associadas às variáveis com *drift*. Nesta situação, para além de cointegração estocástica, estaríamos igualmente em presença de cointegração determinista, não sendo agora admissível a existência de um *trend* na

regressão de cointegração (que a existir significaria que a nova variável tinha sido erradamente introduzida e o modelo continuaria mal especificado).

Para verificar se uma série I(1) tem um *drift* significativo, o processo geralmente utilizado consiste em assumir que a série I(1) segue um passeio aleatório com *drift*

$$y_t = K + y_{t-1} + \varepsilon_t$$

que reparametrizando em primeiras diferenças fica

$$\Delta y_t = K + \varepsilon_t$$

No caso de ε_t ser um ruído branco, K é o *drift* da série I(1). No entanto, se existir autocorrelação nos resíduos deverão ser acrescentados, como variáveis explicativas, o número de desfasamentos necessários à série Δy até se eliminar a autocorrelação e ε_t ser um ruído branco:

$$\Delta y_t = \mu + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t, \text{ com } p \text{ tal que } \varepsilon_t \text{ seja um ruído branco.}$$

Neste caso, o *drift* da série I(1) corresponde a $K = \frac{\mu}{1 - \sum_{i=1}^p \alpha_i}$.

O problema desta metodologia consiste no facto de à medida que se introduzem variáveis em primeiras diferenças desfasadas (para eliminar a autocorrelação dos resíduos) se estarem a sacrificar as primeiras observações, o que numa pequena amostra pode levar a resultados falsos, aceitando ou rejeitando erradamente a existência de um *drift*. Por este motivo, para pequenas amostras uma forma de ultrapassar esta dificuldade consiste em estimar a regressão estática

$$y_t = c + \alpha T + \varepsilon_t$$

para avaliar a significância do *trend*, sabendo-se que neste tipo de regressões, apesar de os resíduos serem I(1), o estimador dos mínimos quadrados para α é consistente. No caso de o *trend* se revelar significativo, admite-se que a série tem um *drift*. Esta

metodologia apresenta assim a vantagem de não se perderem observações — situação que pode fazer toda a diferença em pequenas amostras.

A aplicação desta última metodologia permite constatar assim que *Hbfy* e *ypt* apresentam um *trend* significativo (com um *t-ratio* de 3.061 e de 30.511, respectivamente) e que *tcn* não apresenta um *trend* significativo (com um *t-ratio* de 0.633), situação que se pode confirmar graficamente (gráficos 17, 18 e 19 da secção VIII.6).

VIII.4 – Anexo D: testes de cointegração

Testar a existência de cointegração, ou seja, a partilha de uma evolução de longo prazo entre as séries, corresponde a testar a estacionaridade dos resíduos obtidos na potencial regressão de cointegração. Deste modo, recorre-se habitualmente aos testes DF e ADF para avaliar a presença de uma raiz unitária no vector dos resíduos obtidos u_t . O teste assenta assim na regressão auxiliar

$$\Delta \hat{u}_t = \gamma \hat{u}_{t-1} + \varepsilon_t$$

sob a hipótese nula ($H_0: \gamma = 0$).

A rejeição da hipótese nula significa que os resíduos são estacionários havendo, assim, cointegração entre as séries. Há, todavia, uma diferença relativamente ao teste do grau de integração das séries, que consiste no facto de a distribuição não depender somente do número de observações, mas também do número de variáveis incluídas na regressão de cointegração. O procedimento que foi adoptado para a realização destes testes foi semelhante ao utilizado no estudo do grau de integração das séries, ou seja, o teste inicial não incluía qualquer desfasamento de $\Delta \hat{u}_t$ (teste DF), mas caso houvesse autocorrelação nos resíduos desta regressão auxiliar (ε_t), foram acrescentados desfasamentos (teste ADF) até se eliminar a autocorrelação — estratégia mais aconselhada para pequenas amostras de dados anuais.

Assim, os resíduos obtidos com a regressão da equação (28) revelaram-se estacionários, no teste DF, cujo valor da estatística de -5.369 compara com os valores críticos de -3.20, a um nível de significância de 5%, e de -4.00, a um nível de significância de 1%. Desta forma, a equação (28) traduz uma regressão de cointegração entre as duas séries. Os resíduos obtidos com a regressão da equação (30) revelaram-se igualmente estacionários, no teste DF, cujo valor da estatística de -5.091 compara com os valores críticos de -3.20, a um nível de significância de 5%, e de -4.00, a um nível de significância de 1%. Desta forma, a equação (30) traduz igualmente uma regressão de cointegração entre as duas séries.

VIII.5 – Anexo E: descrição dos dados

Tendo em conta a independência de Cabo Verde em 1975, o período da amostra encontrava-se à partida limitado. Por outro lado, as estatísticas disponíveis das contas nacionais e da balança de pagamentos apresentam uma frequência anual. Desta forma, a estimação assentou em séries anuais e abrangeu o período amostral entre os anos de 1977 e 1998. As fontes utilizadas foram as séries das International Financial Statistics (IFS) do FMI, complementadas pelos relatórios anuais sobre a Evolução das Economias dos PALOP elaborados pelo Banco de Portugal.

Relativamente à balança de pagamentos, dada a inexistência da série juros da dívida externa para os anos de 1977 a 1986, foi utilizada a série débito de rendimentos, uma vez que esta resulta, praticamente na totalidade, dos referidos juros.

Nas contas nacionais, a inexistência de dados respeitantes aos anos de 1989 e 1990 foi preenchida através de uma interpolação linear entre os anos imediatamente anterior e posterior, respeitando deste modo a tendência marcadamente crescente das séries em valores correntes.

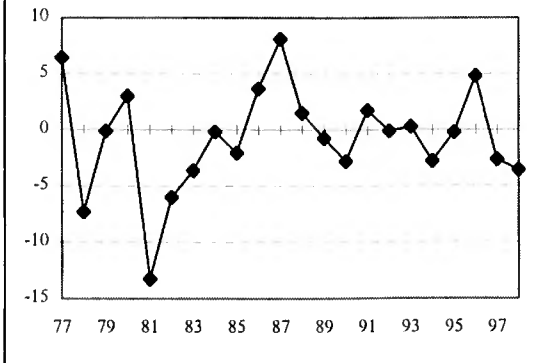
Para construir o índice de taxa de câmbio foi utilizada a média geométrica, pelo que uma variação positiva do índice significa uma apreciação e uma variação negativa significa uma depreciação. Como ponderadores foram utilizados os pesos relativos dos quatro maiores países tendo em conta dois factores: comércio externo e remessas dos emigrantes. De notar que de 1980 a 1998, a moeda cabo-verdiana seguia um cabaz que procurava reflectir exactamente estes dois factores, embora a sua fraca qualidade estatística permitisse alguma margem de manobra na definição do referido cabaz. Para efeitos deste trabalho, e tendo em conta as estatísticas disponíveis, considerou-se para o período em estudo uma ponderação de 65% para Portugal, 15% para os EUA e 10% para a Holanda e França, no cálculo da referida média geométrica.

Onde o problema de dados foi mais premente foi ao nível do índice de preços do consumidor, pois entre os anos de 1977 e 1982 não havia qualquer estatística disponível. No entanto, tendo em conta, após a independência de Cabo Verde, a manutenção dos

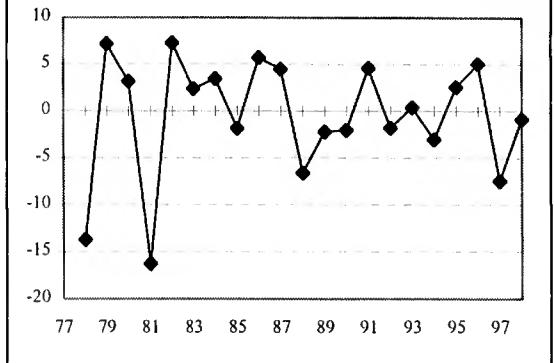
canais comerciais com Portugal, e a elevada dependência do fornecimento de bens do exterior, nomeadamente de Portugal, assumiu-se que Cabo Verde “importou” inflação portuguesa, pelo que o índice de preços do consumidor para os anos de 1977 a 1982 reflecte uma taxa de inflação semelhante à verificada em Portugal. Tratou-se da solução considerada a melhor possível dada a ausência de dados. Reconhece-se, contudo, que este facto poderá limitar de alguma forma a análise e a qualidade do ajustamento da estimação nos primeiros anos, pois eventualmente a taxa de inflação verificada em Cabo Verde nesse período não terá alcançado os valores registados em Portugal.

VIII.6 – Gráficos

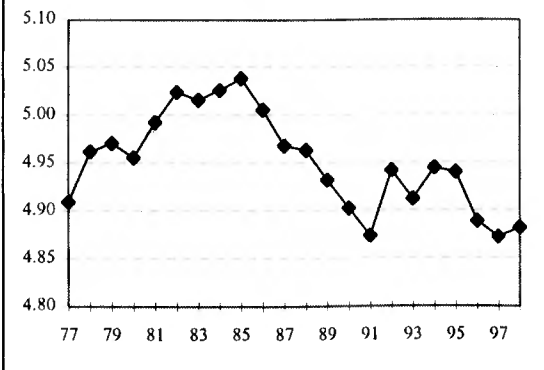
Gráf. 5: bfy



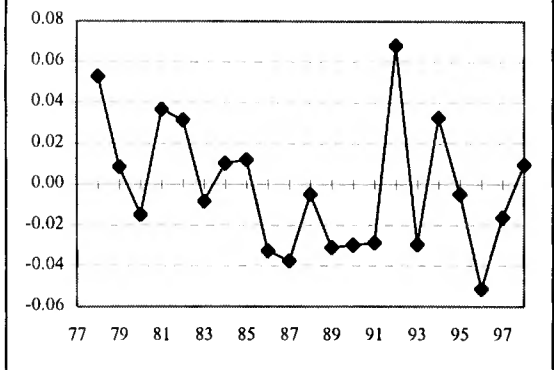
Gráf. 6: Dbfy



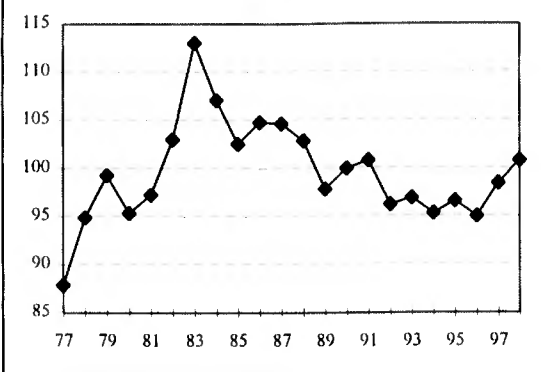
Gráf. 7: piy



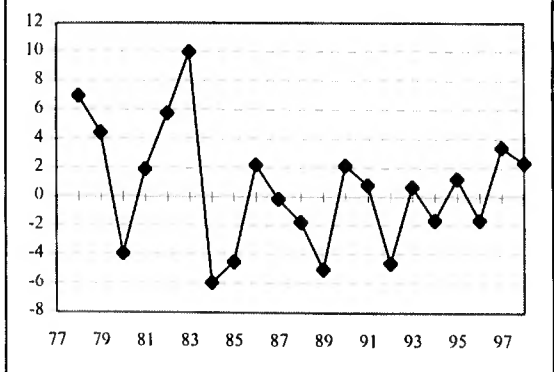
Gráf. 8: Dpiy



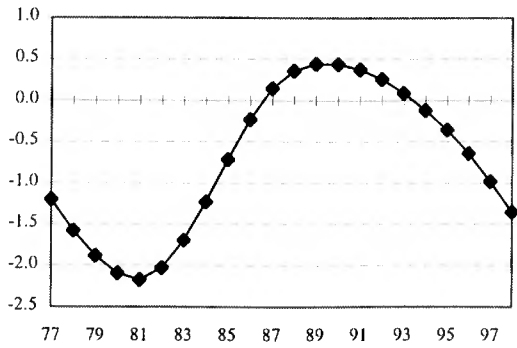
Gráf. 9: ter



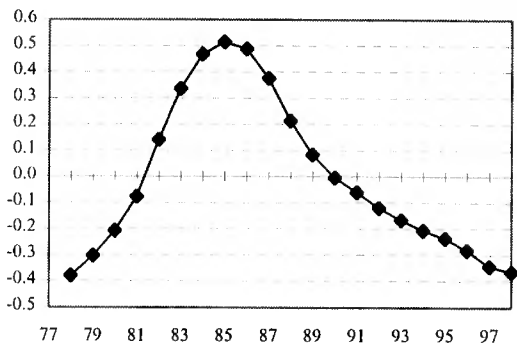
Gráf. 10: Dter



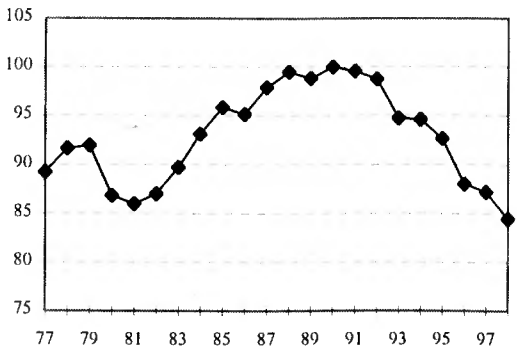
Gráf. 11: Hbfy



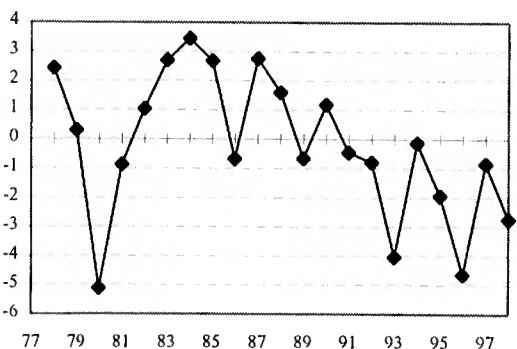
Gráf. 12: DHbfy



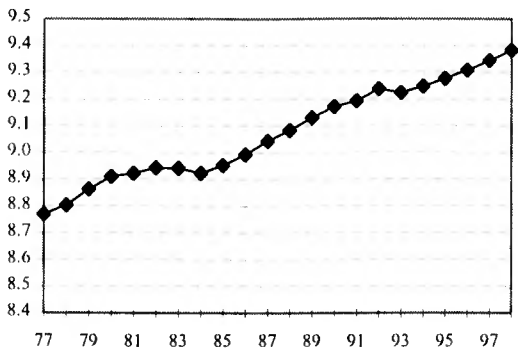
Gráf. 13: ten



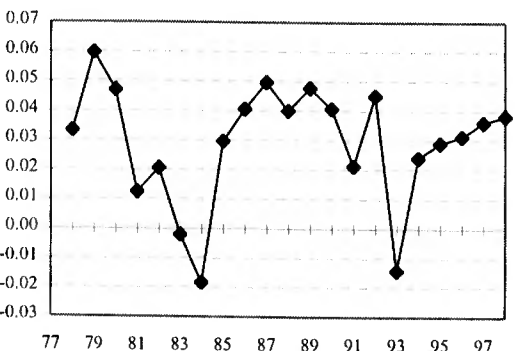
Gráf. 14: Dten



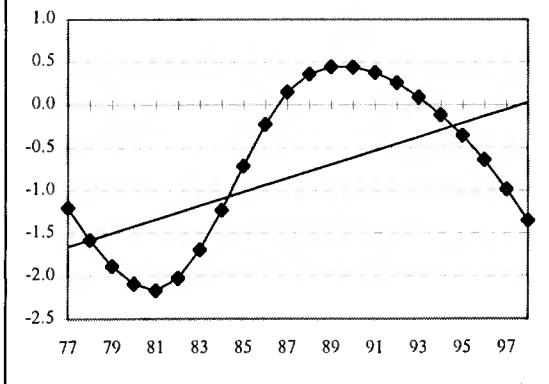
Gráf. 15: ypt



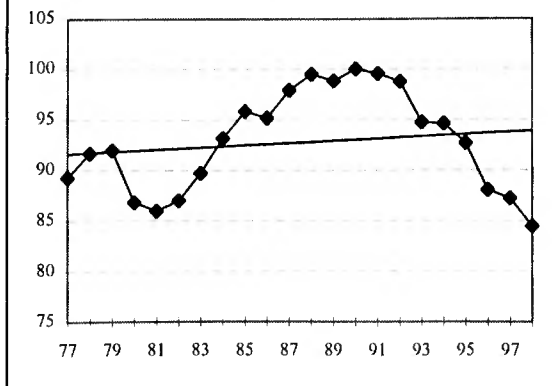
Gráf. 16: Dypt



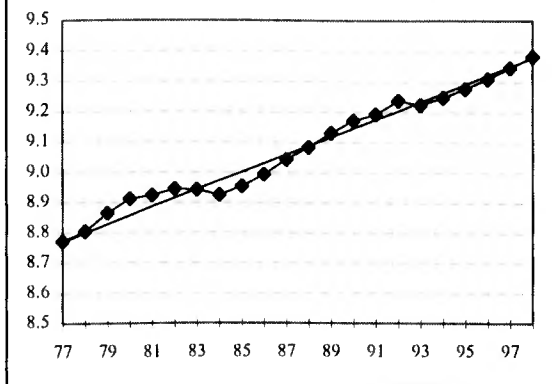
Gráf. 17: Hbfy e respectivo *Trend*



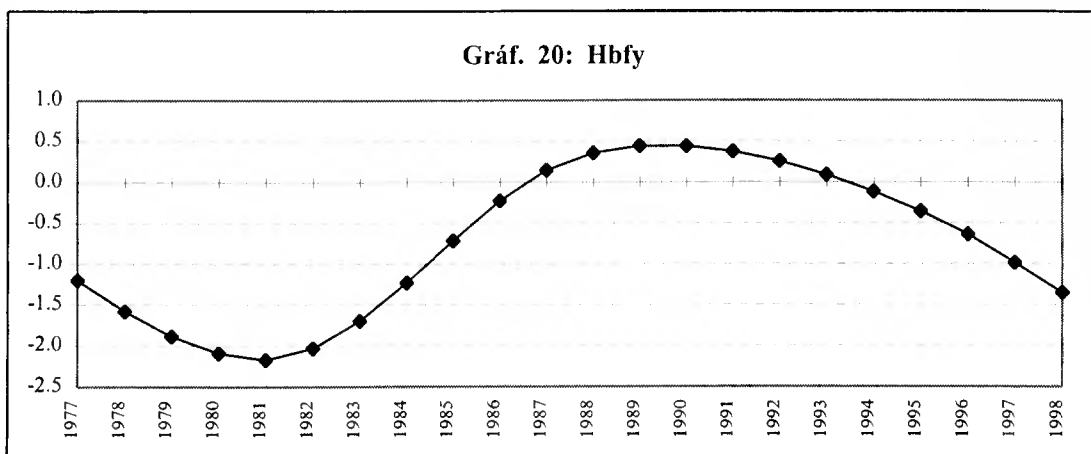
Gráf. 18: tcn e respectivo *Trend*



Gráf. 19: ypt e respectivo *Trend*

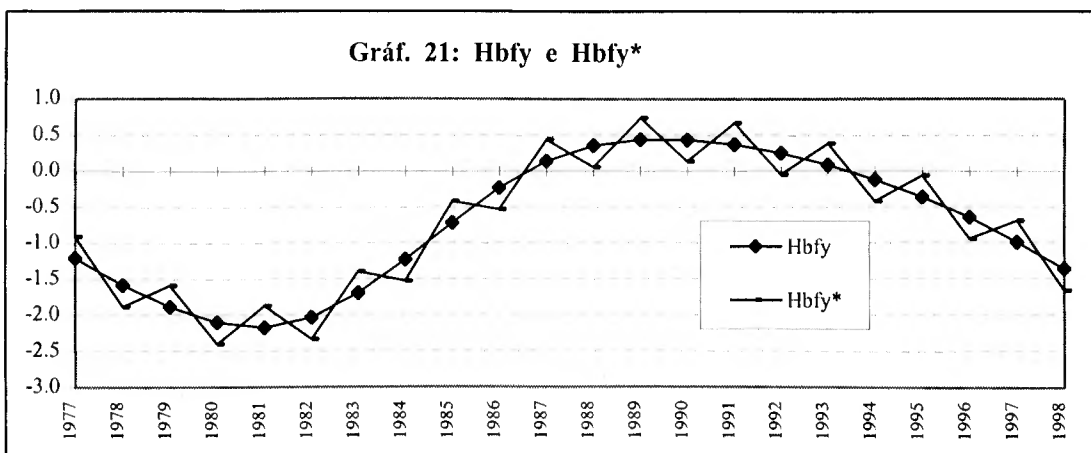


Gráf. 20: Hbfy

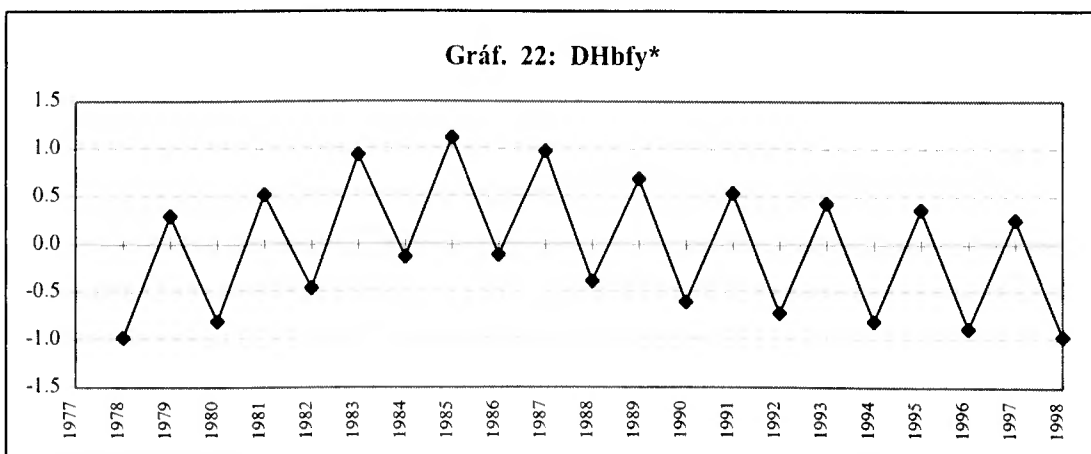


A série Hbfy, pelo facto de ter resultado da aplicação do filtro HP à série bfy, apresenta um grande alisamento, o que pode levar uma análise gráfica a rejeitá-la como I(1). No entanto, se perturbarmos o seu alisamento com uma irregularidade, mesmo que mínima, (ver Hbfy* e DHbfy*) a análise gráfica já a qualifica claramente como sendo uma série I(1). Assim, não se rejeita a série Hbfy como sendo I(1).

Gráf. 21: Hbfy e Hbfy*



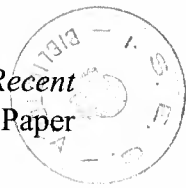
Gráf. 22: DHbfy*



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aghevli, B., Khan, M. e Montiel, P. (1991), *Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº 78, March.
- Argy, V. (1994), *International Macroeconomics: Theory and Policy*, New York: Routledge.
- Argy, V., Grauwe, P., Polak, J. (1990), *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*, International Monetary Fund, Macquarie University.
- Baliño, T., Bennett, A. e Borensztein, E. (1999), *Monetary Policy in Dollarized Economies*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº171.
- Baliño, T. e Enoch, C. (1997), *Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº151, August.
- Banco de Portugal, *Evolução das Economias dos PALOP*, várias edições.
- Banque de France, *La Zone Franc —Rapport Annuel*, várias edições.
- Barrell, R. e Wren-Lewis, S. (1989), *Fundamental Equilibrium Exchange Rates for G7*, Centre for Economic Policy Research, nº 323, June.
- Bayoumi, T., Clark, P., Symansky, S., e Taylor, M. (1994), *Robustness of Equilibrium Exchange Rate Calculations to Alternative Assumptions and Methodologies*, International Monetary Fund, WP/94/117.
- Bhatia, R. (1985), *The West African Monetary Union: An Analytical Review*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº 35, May.
- Blejer, M., Frenkel, J., Leiderman, L., Razin, A. e Cheney, D. (1997), *Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments*, International Monetary Fund.
- Calvo, G. (1999), *Argentina's Dollarization Project: A Primer*, Roubini's Internet Site.
- Calvo, G. (1999), *On Dolarization*, Roubini's Internet Site.
- Charmenza, W. e Deadman, D. (1992), *New Directions in Econometric Practice*, Edward Elgar.
- Claassen, E. (1991), *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*, An International Center for Economic Growth Publication, San Francisco: ICS.

- Clark, P., Bartolini, L., Bayoumi, T. e Symansky, S. (1994), *Exchange Rates and Economic Fundamentals*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº115, December.
- Cohen, D. (1985), *How to Evaluate the Solvency of an Indebted Nation*, Economic Policy, nº2, April.
- Costa, S. (1995), *Determinação da Taxa de Câmbio Real de Equilíbrio para a Economia Portuguesa com base na FEER*, Tese do Mestrado em Economia da FEUNL.
- Dolado, J. e Viñals, J. (1991), *Macroeconomic Policy, External Targets and Constraints: the Case of Spain*, CEPR Discussion Paper, n.º 505, January.
- Edwards, S. (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries*, Cambridge, NIA: MIT Press.
- Enders, W. (1995), *Applied Econometric Time Series*, John Wiley & Sons, Inc.
- Enders, W. (1995), *Rats Handbook for Econometric Time Series*, John Wiley & Sons, Inc.
- Enoch, C. e Gulde, A. (1997), *Making a Currency Board Operational*, International Monetary Fund, PPAA/97/10, November.
- Freitas, M. (1992), *Sobre a Futura Paridade do Escudo: Há lugar para uma apreciação real?*, Working Paper nº 183, Universidade Nova de Lisboa, Abril.
- Frenkel, J., Goldstein, M. e Masson, P. (1991), *Characteristics of a Successful Exchange Rate System*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº 82, July.
- Gaspar, V., Pinheiro, M. (1994), *Desinflação e Competitividade*, Boletim Trimestral do Banco de Portugal, Junho.
- Ghosh, A., Gulde, A. e Wolf, H. (1998) *Currency Boards: The Ultimate Fix?*, International Monetary Fund, WP/98/8, January.
- Greene, W. (1997), *Econometric Analysis*, 3rd ed., Prentice-Hall International, Inc.
- Guitián, M. e Nsouli, S. (1996), *Currency Convertibility in the Middle East and North Africa*, International Monetary Fund.
- Hansen, H. e Juselius, K. (1995), *Cats in Rats*, Illinois: Estima.
- Hendry, D. e Doornik, J. (1996a), *Empirical Econometric Modelling Using PcGive for Windows*, International Thomson Business Press.
- Hendry, D. e Doornik, J. (1996b), *Give Win: An Interface to Empirical Modelling*, International Thomson Business Press.



Hernandez-Cata, E. (1998), *The West African Economic and Monetary Union: Recent Developments and Policy Issues*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº170.

International Monetary Fund, Articles of Agreement

International Monetary Fund, International Financial Statistics, várias edições.

International Monetary Fund, World Economic Outlook, várias edições.

International Monetary Fund (1999), *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions — Annual Report 1999*.

International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, várias edições.

Isard, P. (1995) - *Exchange Rate Economics*, Cambridge.

Isard, P. e Faruqee, H. (1998), *Exchange Rate Assessment: Extensions of the Macroeconomic Balance Approach*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº167.

Johnston, J. e Dinardo, J. (1997), *Econometric Methods*, 4th ed., McGraw-Hill International Editions

Kyei, A. e Yoshimura, T. (1996), *Internal Currency Convertibility: Survey of Issues and Practice*, International Monetary Fund, WP/96/10.

Luis, J. (1993), *Taxa de Câmbio de Equilíbrio e Sustentabilidade Intertemporal da Balança de Pagamentos*, Tese do Mestrado em Economia Monetária e Financeira do ISEG.

MacDonald, R. (1995), *Long-Run Exchange Rate Modelling: A Survey of the Recent Evidence*, International Monetary Fund, WP/95/14, January.

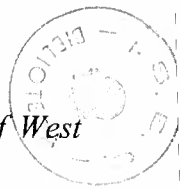
Mackinnon, J. (1991), *Critical Values for Cointegration Tests*, Long-run economic relationships, Chapter 13, edited by Engle and Granger, Oxford University Press.

Manteu, C. e Mello, A. (1992), *Taxa de Câmbio de Equilíbrio Fundamental*, Boletim Trimestral do Banco de Portugal, Dezembro.

Marques, C. (1998), *Modelos Dinâmicos, Raízes Unitárias e Cointegração*, Lisboa: Edinova.

Marques, C., Botas, S. e Machado, J. (1996), *Paridade dos Poderes de Compra e Inflação em Portugal*, Boletim Trimestral do Banco de Portugal, Dezembro.

Marques, C., Félix, R. e Botas, S. (1999), *Homogeneidade Dinâmica em Modelos de Mecanismo Corrector do Erro*, Departamento de Estudos Económicos, Banco de Portugal, Julho.



- McLenaghan, J. (1982), *Currency Convertibility in the Economic Community of West African States*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº13, August.
- Mussa, M., Goldstein, M., Clark, P., Mathieson, D. e Bayoumi, T. (1994), *Improving the International Monetary System: Constraints and Possibilities*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº116, December.
- Quirk, P., Evans O. (1995), *Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies*, International Monetary Fund, Occasional Paper nº131, October.
- Roubini, N. (1998), *The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards*, Stern School of Business, New York University, February.
- Santiprabhob, V. (1997), *Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience*, International Monetary Fund, PPAA/97/11, December.
- Schuler, K. e Hanke, S. (1999) *A Dolarization Blueprint for Argentina*, Roubini's Internet Site.
- Stewart, J. e Gill, L. (1998), *Econometrics*, 2nd edition, Prentice-Hall Europe, Inc.
- Vidal, M. e Reis, T. (1994), *Índice de Taxa de Câmbio Efetiva do Escudo: Estudo dos Ponderadores do Comércio Externo e Apresentação da Nova Metodologia*, Boletim Trimestral do Banco de Portugal, Vol. 16.
- Willem IN't Veld, J. (1991), *Fundamental Balance and Equilibrium Exchange Rates*, Journal of Money Credit and Finance, Vol. 10, 279-291.
- Williamson, J. (1983), *The Exchange Rate System, Policy Analysis in International Economics*, nº 5, Institute for International Economics, Washington D.C., September.
- Williamson, J. (1991a), *Currency Convertibility in Eastern Europe*, Institute for International Economics, Washington D. C..
- Williamson, J. (1991b), *Equilibrium Exchange Rate: An Update*, Institute for International Economics Washington D.C..
- Williamson, J. (1994), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics, Washington D.C..
- Wren-Lewis, S. (1998), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Institute for International Economics, nº 54, Institute for International Economics, Washington D.C., May.

