

NOTAS ECONÓMICAS

NÚMERO 6 / Dezembro '95 / PREÇO 1.500\$00 / ISSN: 0872-4733

6

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

GIACOMO BECATTINI / ENZO RULLANI SISTEMA LOCAL E MERCADO GLOBAL

ANTONIO VÁZQUEZ-BARQUERO EVOLUÇÃO RECENTE DA POLÍTICA REGIONAL

ANTÓNIO BRANDÃO / ADELINO FORTUNATO CONCORRÊNCIA MULTIMERCADOS E COMÉRCIO INTERNACIONAL

MARIA CLARA MURTEIRA TEORIA DO CICLO DE VIDA E FINANCIAMENTO DAS REFORMAS

DESMOND McNEILL ECONOMIC APPROACHES TO THE STUDY OF CONSUMPTION

JOSÉ REIS ECONOMIA CONSTITUCIONAL, ESTADO E INSTITUIÇÕES

JOÃO CRAVINHO INFLAÇÃO, ESTABILIDADE CAMBIAL E POLÍTICA MONETÁRIA

DOUTORAMENTO HONORIS CAUSA DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO



Debates sobre a Economia Portuguesa

Forum é também um local de debate. Por isso, esta secção vale não só pelos contributos que publica como pelo convite que fica feito aos investigadores para polemizarem ou completarem pontos de vista.

Redução da inflação, estabilidade cambial e política monetária: alguns conflitos reais e potenciais*

João Cravinho Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

A consolidação das finanças públicas, a inflação, a estabilidade cambial e a política monetária jogam em forte interdependência sob a acção de vários mecanismos cumulativos circulares. Assim, tudo o resto igual, o controlo (o descontrolo) do défice reforça (enfraquece) a credibilidade das autoridades macroeconómicas e, desse e de outros modos, facilita (dificulta) a obtenção dos outros objectivos; a redução (o aumento) da inflação contribui para a diminuição (o agravamento) dos custos da estabilidade cambial. E assim por diante.

Deste modo, o equilíbrio da *policy mix* é a pedra de toque de uma política macroeconómica bem sucedida não só nesses planos, mas também no que concerne aos objectivos, não menos importantes, do emprego e crescimento.

A obtenção desse equilíbrio exige múltiplas arbitragens de composição de interesses e instrumentos. Desse ponto de vista, são importantes os conflitos potenciais e reais a prevenir, equacionar e resolver que envolvem arbitragens a favor de mais ou menos emprego nos anos próximos.

A redução da inflação: um combate mais difícil do que se pensa

As notas seguintes visam dar uma contribuição sumária à percepção desse tipo de dificuldades.

Em Portugal, a prioridade ao combate à inflação inscrever-se-á naturalmente na política de aceleração da convergência nominal, tendo em vista a participação em 1999 na terceira fase da União Monetária.

O critério da inflação para entrada na União

* Estas notas foram redigidas nos primeiros meses de 1995. Agradeço a Carlos Figueiredo o apoio prestado na sua elaboração.



Monetária estabelece que a inflação nos Estados candidatos não pode desviar-se mais de 1,5 pontos da inflação média verificada nos três Estados-membros com menor inflação no momento da decisão da entrada.

A inflação média na UE em 1994 é estimada em 3,3%. A previsão para 1995 é de 2,9%. E o Conselho de 11 de Julho de 1994 fixou a meta para o período de 1996-1997 em 2,3%. Vários países-membros previam ficar já abaixo de 2,5% em 1995. A previsão para a França era de 1,7%, para a Alemanha e Dinamarca de 2,1% e para a Holanda e Bélgica cerca de 2,5%.

De acordo com as previsões recentes, os países com uma taxa de inflação superior a 3,5% correm o risco de ficar de fora.

Ocorrendo a decisão em 1998, a meta fixada para a inflação está aparentemente bem dentro das possibilidades do país.

Mas de agora em diante é provável que a continuação da redução da inflação exija um combate mais duro do que muita gente pensa. O exame da evolução recente aconselha a não subestimar as dificuldades que o futuro atravessará nesse caminho.

A este respeito, é fundamental ponderar duas prevenções. A primeira centra-se nas dificuldades a enfrentar para fazer baixar a inflação pelo menos mais dois pontos, a partir de um nível que já é, historicamente, baixo.

A inflação actual é a mais baixa em Portugal desde 1970, quase quatro anos antes da queda da ditadura. As atitudes de tolerância ou de acomodação à inflação estão profundamente entrincheiradas no comportamento dos agentes económicos e sociais portugueses. É verdade que, nos últimos anos, ocorreram significativas mudanças. As percepções dos agentes económicos e sociais são agora mais favoráveis à estabilidade dos preços, mas, provavelmente, não chegarão para os converter em combatentes determinados da inflação.

A segunda prevenção prolonga o anterior juízo cauteloso no sentido de se tomar em consideração, por um lado, as diferenças observadas nos movimentos de preços das

várias categorias de bens e serviços e, por outro, as circunstâncias especiais que conduziram à recente queda da inflação.

A queda dramática da inflação: uma consequência da recessão e não da política económica

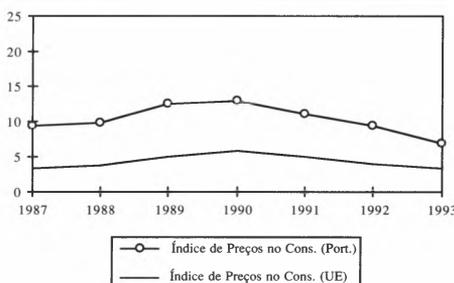
O que fez cair abruptamente a inflação a partir do fim de 1991?

A verdade é que a principal causa da recente queda dramática da inflação não foi a eficácia da política económica conduzida em 1993 e 1994. É evidente que a principal causa dessa desaceleração dramática do movimento dos preços foi a recessão, com o seu cortejo de enfraquecimento da procura e de aumento do desemprego. Essa é a leitura que se retira da evolução da inflação antes e durante a recessão.

A questão que se põe agora é a de saber até onde poderá chegar a desaceleração da inflação, e a que velocidade, nas novas condições.

De facto, a inflação apenas caiu sustentadamente abaixo dos 10% a partir do momento em que a recessão começou a fazer-se sentir, no fim de 1991. O anterior período de crescimento levou, pelo contrário, a uma séria inversão das tendências inflacionistas, com uma subida da taxa anual de 9,4% em 1987 para 13,4% em 1990.

Gráfico 1. Inflação em Portugal e na União Europeia



Fonte: Banco de Portugal, *Relatório Anual*, 1993

Os movimentos de preços de vários tipos de bens e serviços subiram até 1990, que é também o termo do período de crescimento

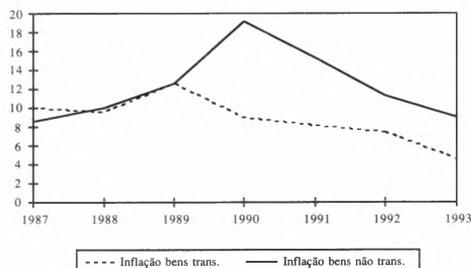


elevado, em correspondência com a subida do grau de utilização da capacidade. Para além disso, esses movimentos de subida distinguiram-se pelos níveis que alcançaram e pelas respectivas acelerações. Nomeadamente, a inflação dos bens e serviços vendidos exclusivamente no mercado interno foi sempre mais forte que a dos bens e serviços transaccionáveis, constituindo um peso negativo para estes, por efeito da sua incorporação intermédia no bem ou serviço final.

Os movimentos dos preços dos bens sujeitos a comércio internacional (bens transaccionáveis) tem estado muito mais em sintonia com as médias correspondentes da UE que os movimentos dos bens não sujeitos a comércio internacional (bens não transaccionáveis) provenientes de sectores abrigados.

Os sectores abrigados são uma parte relevante da economia nacional. Ao longo dos últimos dez anos representaram cerca de 60% do PIB. A sua contribuição para o emprego total subiu de cerca de 42,4% em 1980 para 50,6% em 1991.

Gráfico 2. Inflação nos bens transaccionáveis e nos não transaccionáveis

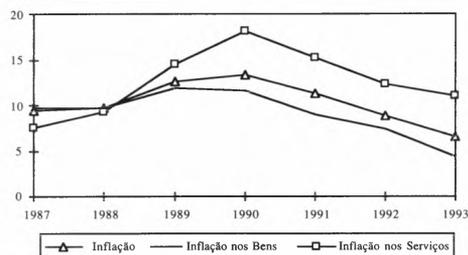


Fonte: Banco de Portugal, *Relatório Anual*, 1993

Entre as suas componentes mais importantes, acima de 5% do PIB ou do emprego, temos o Comércio (19,0; 13,2)¹; os Transportes, Armazenagem e Comunicações (8,5; 4,4); os Serviços Financeiros (8,3; 1,6); e a Construção (5,8; 9,9).

¹ Os números entre parêntesis representam proporções no PIB e no emprego total, por esta ordem, em 1990.

Gráfico 3. Inflação nos bens e serviços



Fonte: Banco de Portugal, *Relatório Anual*, 1993

Claro que a classificação de algumas actividades específicas anteriormente mencionadas nos bens não transaccionáveis é discutível. Por exemplo, muitos Serviços Financeiros estão sendo arrastados a toda a velocidade para a zona de influência das transacções internacionais. Não obstante, factores de proximidade e personalização da oferta e da procura explicam que esses serviços ainda façam parte de uma área relativamente protegida da concorrência internacional, embora cada vez menos à medida que progride a integração financeira internacional.

Os actores económicos portugueses envolvidos na actividade dos sectores protegidos estão habituados a tirar partido considerável do seu relativo isolamento face à crescente concorrência que outros agentes estão enfrentando na UE ou em mercados globais.

O empurrão dado pela recessão ao rápido abatimento da inflação foi especialmente significativo no que diz respeito aos movimentos de preços dos bens não transaccionáveis como seria de esperar. Com efeito, a taxa de crescimento dos preços dos bens e serviços não transaccionáveis diminuiu de 12% no princípio de 1992 para 5,4% em Agosto de 1994.

Neste último ano, foi só a desaceleração da inflação dos preços dos bens não transaccionáveis que sustentou a queda da inflação global na ordem de 1 ponto percentual. Na realidade, em 1994 o movimento dos preços dos transaccionáveis sofre uma inversão de marcha, tendo a sua taxa de inflação subido 1 ponto percentual, a

partir de 4,4% em meados de 1993, em ligação com a anterior desvalorização do escudo.

Assim, é importante observar que o rápido declínio da inflação dos bens não transaccionáveis se deu num período recessivo caracterizado por uma notável diminuição das pressões com origem no mercado de trabalho, face a um volume de desemprego em rápido aumento. Também foi evidente que a queda da procura restringiu poderosamente as pressões inflacionistas de origem não salarial.

A análise dos vários movimentos de preços leva-nos a concluir que se verificou no passado uma clara correlação negativa entre o funcionamento da economia e elevada capacidade e a redução da inflação. Em período de boa utilização da capacidade a inflação subiu. Em período de recessão, a inflação desceu dramaticamente. Isto é, foi essencialmente a recessão que precipitou a quebra da inflação. A política económica só contribuiu para esse objectivo na medida em que integrou componentes pró-cíclicas. Os seus responsáveis serão certamente os primeiros a negar a paternidade da recessão.

Algumas interrogações sobre a inflação no futuro

Todos estes elementos convergem no sentido da pertinência de uma série de interrogações cruciais para o futuro: Como evoluirá a inflação se, e quando, a economia entrar, de novo, em fase de aproximação à plena utilização das capacidades instaladas? Para combater o ressurgimento da inflação, querer-se-á reintroduzir a recessão, ou pelo menos, o receio da recessão? Em alternativa, poder-se-á mobilizar o interesse dos agentes económicos no sentido da aceitação de uma mais elevada auto disciplina e cooperação anti-inflacionista? Deixa-se para o fim a questão-chave: que relação se estabelecerá no futuro entre as variações da inflação e o nível e variações do desemprego? Em suma, como reconciliar a redução segura da inflação com objectivos claros de promoção do emprego?

Estas interrogações são inquestionavelmente legítimas neste momento, até porque há

elementos adicionais que reforçam a pertinência da sua ponderação.

De facto, é de esperar que a evolução dos preços relativos dos serviços se correlacionem positivamente com o crescimento do PIB, como resulta de comparações internacionais. Na actualidade, segundo cálculos da OCDE, o nível de preços dos serviços em Portugal está 40% abaixo da média ponderada dos países membros da UE. No futuro, esse desvio tenderá a atenuar-se.

É normal a expectativa de um crescimento futuro mais acentuado dos preços dos serviços relativamente aos dos bens transaccionáveis. Essa disparidade é geralmente admitida pelos economistas mesmo sem considerar o efeitos do seu isolamento da concorrência internacional.

Esse é o significado do chamado "efeito de Balassa" (1964). Por exemplo, na medida em que os sectores de serviços forem trabalho-intensivos e menos propícios à mecanização ou automação, poderão ter menores acréscimos de produtividade que a indústria. Portanto, acréscimos de salários iguais em toda a economia repercutir-se-ão em acréscimos mais elevados de preços nos serviços.

Também se sabe que muitos serviços têm altas elasticidades rendimento, de modo que poderão ser objecto de pressões fortes em função de subidas do nível de rendimento. A existência de uma oferta elástica de mão-de-obra contrabate o efeito dessas pressões sobre as remunerações. Mas o contra-efeito não joga nos casos, e são muitos, em que as competências profissionais necessárias só podem ser adquiridas através de formação e/ou experiência prolongadas.

Finalmente, os serviços são muito menos intensivos em consumos intermédios não salariais, como a energia e os bens intermédios importados, onde tem sido mais sustentada a queda relativa de preços.

Por todas estas razões, são de esperar subidas significativas dos preços relativos de muitos serviços. É verdade que a reestruturação de alguns outros, envolvendo maior abertura à concorrência e menor dependência de consumos intermédios





salariais, poderá traduzir-se em movimentos de sentido contrário. Mas, no balanço geral, a conclusão avançada parece bastante mais provável que a afirmação contrária. Assim, trata-se de mais um conjunto de factores a ter em conta na resposta às interrogações formuladas.

Não obstante o apreciável significado das observações anteriores, é fundamental observar que é na relação futura entre inflação, crescimento e emprego/desemprego que poderá estar, eventualmente, a sede principal do conflito entre objectivos-chave da política macroeconómica.

Como se sabe, tanto a inflação salarial como a não salarial são altamente sensíveis à taxa de desemprego. Na teoria, e na prática macroeconómica é geralmente aceite que, em geral, a inflação salarial sobe quando a taxa de desemprego desce para além de certa taxa "natural".

Há quem pense que, nas condições prevalentes antes da recessão, a taxa "natural" do desemprego, no sentido técnico anterior, não seria inferior a 6%. Mais importante do que saber qual é, ou será, o valor exacto da taxa "natural" de desemprego, é conhecer o valor que, implícita ou explicitamente, as autoridades monetárias, nacionais e da UE, tomarão para referência das suas intervenções no futuro. Ora, nesse quadro, não é de excluir, a possibilidade, de virem a ser consideradas necessárias taxas de desemprego superiores a 6% para assegurar a redução da inflação em tempo útil.

Nessa eventualidade, os combates ao desemprego e à inflação poderão apresentar, pelo menos a nível indirecto, apreciáveis conflitos.

Note-se desde já que esse tipo de conflitos poderá assumir alguns aspectos sem paralelo na anterior experiência portuguesa. A sua raiz estará provavelmente na alteração da lógica de determinação salarial decorrente da passagem para um novo modelo de crescimento assente na convergência das produtividades relativas. Nessas novas condições, poderá manifestar-se uma tendência para a consolidação de um

oligopólio social² acomodado a taxas de desemprego elevadas.

Os conflitos em torno da política monetária e da estabilidade cambial

Quando a estabilidade cambial é atacada, a única linha de defesa imediatamente disponível é a subida das taxas de juro. Se os ataques forem fortes e repetitivos e/ou o mercado se revelar céptico quanto à paridade cambial vigente, mesmo sem a atacar a fundo, as autoridades monetárias respondem praticando sistematicamente uma política de taxas de juro elevadas.

As taxas de juro necessárias para defender a estabilidade cambial em regime de livre circulação de capitais podem atingir valores altíssimos por períodos relativamente curtos, os períodos de crise. Mas mesmo fora desses períodos poderão ser necessários diferenciais que a generalidade dos actores económicos considera proibitivos.

É o que se passa em Portugal e, provavelmente, continuará nos tempos próximos. A esta luz, compreende-se que muitos vejam nas taxas de juro um poderoso factor impeditivo do crescimento, ou até da sobrevivência de vastas faixas do sistema produtivo.

Existe nesta matéria um conflito com real expressão negativa na maior ou menor possibilidade de criação de novos postos de trabalho e de manutenção de muitos outros ameaçados de liquidação. O conflito é real e, porventura, duradouro. Quanto mais não seja, porque o cepticismo dos mercados também é real, estando provavelmente destinado a prolongar-se ao longo de quase toda a segunda fase da transição para a União Monetária.

Com efeito, em 1993, em 1994 e já em 1995, sucederam-se os ataques ao escudo. Foram ataques de certo modo exploratórios da determinação e dos recursos que as autoridades monetárias poderão mobilizar em defesa da estabilidade do escudo. Não é de excluir que se desencadeiem no futuro movimentos similares ou mais fortes, nomeadamente em ligação com as

² Na expressão feliz de Lesourne (1995).

vicissitudes que poderão tomar sobre a peseta.

A este respeito, registam-se duas breves anotações. Em primeiro lugar, apesar dos esforços das autoridades portuguesas, os grandes operadores de câmbios tendem a considerar conjuntamente o escudo e a peseta. Deste modo será difícil, e custoso, isolar a estabilidade do escudo da sorte da peseta. Em segundo lugar, o sistema produtivo português é bastante vulnerável às desvalorizações competitivas operadas em Espanha e Itália. Se, por exemplo, a peseta vier a sofrer nova desvalorização ou, no extremo, sair do Mecanismo Europeu, restará saber o balanço de vantagens e inconvenientes das opções abertas a Portugal. A escolha poderá vir a revelar-se difícil e/ou geradora de custos, qualquer que seja.

Todos estes elementos de incerteza estão sendo incorporados nas expectativas e comportamentos dos agentes económicos. Essa incorporação é outro factor de agravamento de custos para o sistema produtivo, seja pela política monetária nacional a que ela obriga, seja pelo prémio de risco cobrado pelos financiadores externos.

Nesta exposição, que terá necessariamente de ser breve e incompleta, cabe ainda referir que a estabilidade cambial acompanhada de uma inflação mais elevada obrigará as empresas a diminuir margens de lucro e/ou a procurar compensação no crescimento da produtividade.

Esta observação não visa a defesa de uma política de acomodação quer da inflação, quer da ineficiência produtiva. A sua finalidade é lembrar que a estabilidade cambial nas condições portuguesas será mais um elemento significativo a impulsionar o crescimento acelerado da produtividade, pelo menos das empresas exportadoras.

Sabendo os empresários que não poderão contar com a acomodação da inflação por via da desvalorização cambial terão de investir no *upgrading* da sua gama de produção e na eliminação de ineficiências. A obtenção destes objectivos em condições normais de rentabilidade será portadora de boas notícias.

Porém, se as empresas não conseguirem

sobreviver senão à custa do esmagamento de preços para além das margens mínimas de reposição do capital fixo e da remuneração adequada dos factores de produção, entrarão em perda da sua capacidade competitiva. As más notícias seguem-se, desde logo sob a forma de degradação do emprego.





Referências Bibliográficas

Balassa, Bela (1964) The Purchasing Power Parity Doctrine: A reappraisal, *Journal of Political Economy*, Dezembro.

Lesourne, Jacques (1995) *Vérités et Mensonges sur le Chômage*, Paris, Editions Odile Jacob.