



Instituto Superior de Gestão

Departamento de Gestão

Impacto da Política Monetária na Economia Portuguesa

“Estimar o impacto da taxa EONIA no PIB Potencial Português, entre 2002 e 2008”

Miguel Oliveira

Dissertação apresentada no Instituto
Superior de Gestão para obtenção do Grau de Mestre em Gestão

Orientador: Professor Doutor José Magalhães

LISBOA

2014

Resumo

A situação económica actual leva questionar a integração de Portugal na Zona Euro. Na intenção de analisar os determinantes macroeconómicos de maior relevância no período de transição do Escudo para o Euro, surge o presente estudo que procura compreender o impacto da Política Monetária da moeda única em Portugal no período de 2002 a 2008.

Tendo por base algumas teorias económicas, foram seleccionadas e analisadas algumas variáveis macroeconómicas.

Assim para estimar o impacto associado a Política Monetária no “Produto Potencial” da economia portuguesa recorreu-se á Lei de Arthur Okun. De acordo com os resultados obtidos, a incidência do impacto provou-se positiva ainda que pouco significativa. Neste sentido, é importante que o Governo português e a União Europeia fomentem um crescimento económico que crie um real desenvolvimento económico. A Política Monetária seguida pela BCE, traduziu-se num reduzido nível das taxas de juro, que criou uma janela de oportunidade de baixo custo de capital, traduzida num aumento da dívida pública em vez de uma orientação de alavancagem do produto. Dito isto é necessário repensar uma alteração expressiva da estratégia de crescimento da economia portuguesa e, em simultâneo, num contexto macro, a posição interveniente e integrante de Portugal na Zona Euro.

Palavras-chave

Euro, Política Monetária, Economia Portuguesa, crescimento económico, Zona Euro

Abstract

The present economic situation leads to a concerned integration of Portugal in the Euro Zone. In the intention to analyze the macroeconomic determinants of greater relevance in the transition period from Escudo (PTE) for Euro (EUR), emerges this research that seeks to understand the impact of monetary policy of the Euro in Portugal between 2002 and 2008.

Based on some economic theories, were selected and analyzed some macroeconomic variables.

To estimate the impact associated with monetary policy in the Portuguese Potential Output we resorted to Arthur Okun's Law. According to the results, the incidence of impact proved is positive even though negligible. In this sense, it is important that the Portuguese Government and the European Union promote economic growth that create real economic development. The monetary policy followed by BCE, resulted in a low level of interest rates, which created a window of opportunity by reduced capital cost reflected in a rise in public debt instead of an orientation of leverage product. Having said that we need to rethink a significant change in the growth of the Portuguese economy strategy, and simultaneously in a macro context, the intervening and integral position of Portugal in Euro Zone.

Keywords

Euro, Monetary Policy, Portuguese economy, economic growth, Euro Zone

Agradecimentos

Embora a responsabilidade desta investigação, alcance e limitações seja inteiramente minha, gostaria de agradecer ao Professor Doutor José Magalhães, pela orientação, sugestões e incitamentos ao longo do processo de realização.

Gostaria de agradecer também ao Professor Doutor Francisco Comprido pela receptividade e disponibilidade demonstrada face a definição inicial do tema desta investigação.

Quero agradecer também todo o apoio e compreensão dos meus familiares e amigos.

Lista de Siglas e Abreviaturas

BCE	Banco Central Europeu
CE	Comunidade Europeia
CECA	Comunidade Europeia do Carvão e do Aço
CEE	Comunidade Económica Europeia
EONIA	Euro OverNight Índice Average
EUA	Estados Unidos da América
Euratom	Comunidade Europeia da Energia Atómica
EuroStat	Sistema de Estatísticas Europeu
EXPO98	Exposição Mundial de 1998 em Lisboa
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FMI	Fundo Monetário Internacional
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
IPC	Índice de Preços no Consumidor
MTCII	Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio II
NAIRU	Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
NAWRU	Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PEC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
PF	Política Fiscal
PIB	Produto Interno Bruto
PIBP	Produto Interno Bruto Potencial
PM	Política Monetária
SME	Sistema Monetário Europeu
UE	União Europeia
UEM	União Económica e Monetária
UMEE	União Monetária e Económica Europeia
ZE	Zona Euro

Índice

Índice de Figuras	vii
Índice de Tabelas	viii
Introdução	Pág.1
Capítulo I - Enquadramento Histórico	Pág.3
Capítulo II - Enquadramento Teórico	Pág.10
2.1. Política Monetária	Pág.10
2.2. Política Fiscal	Pág.11
2.3. Regra de Taylor	Pág.13
2.4. Conceito de NAIRU	Pág.15
2.5. Lei de Okun	Pág.17
2.6. Produto Interno Bruto Potencial	Pág.21
Capítulo III – Metodologia	Pág.24
3.1. Procedimento	Pág.25
3.2 Hipóteses de Estudo	Pág.27
Capítulo IV - Análise e Discussão de Resultados	Pág.29
Capítulo V – Conclusões	Pág.43
Glossário	Pág.47
Referências	Pág.49
Webgrafia	Pág. 53
Anexos	ix

Índice de Figuras

Figura 1 – Taxas de Juro Oficiais	Pág.8
Figura 2 – Taxas de Juro e Inflação	Pág.9
Figura 3 – Comparação de Taxas de Desemprego	Pág.29
Figura 4 – Taxas Taylor recomendadas e Taxa Real	Pág.30
Figura 5 – Comparação de Taxas de Inflação	Pág.32
Figura 6 – Produto Interno Bruto Potencial em % do PIB	Pág.33
Figura 7 – Produto Interno Bruto Potencial em % do PIB (2)	Pág.34
Figura 8 – Taxas Taylor recomendadas e Taxa Real (2)	Pág.36

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Taxa de crescimento anual	Pág.21
Tabela 2 – Indicadores macroeconómicos Portugal	Pág.39

Introdução

Quando em 1999 Portugal integra a União Monetária e Económica Europeia (UMEE), residia a esperança de um crescimento económico europeu integrado com uma macroeconomia estável, controlada e propícia á posterior adopção de uma moeda única. O impacto na economia portuguesa foi quase imediato, e desde então a taxa de crescimento do PIB diminui, afectando todo o ímpeto competitivo desejado.

Numa perspectiva histórica (década de 90), apresenta-se uma síntese do enquadramento da evolução económica e financeira (Capítulo I) que caracterizou o processo de convergência da economia portuguesa na sequência do cumprimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC).

Resultante deste processo de integração, todos os países membros do Tratado de Maastricht (1992) – com excepção da Dinamarca e Reino Unido - transferem a sua capacidade de realizar política monetária para o leque de responsabilidades do recente Banco Central Europeu (BCE), abdicando desta ferramenta político-económica nacional em prol de uma política comum com uma única moeda, o euro.

O presente estudo baseia-se nesta conjuntura, propondo-se a analisar o impacto da Política Monetária comum no “Produto Potencial” da economia portuguesa.

Thomas Sargent e Neil Wallace (1981), concluíram que a Política Fiscal (PF) e a Política Monetária (PM) têm de ser coordenadas com um propósito partilhado. No caso europeu esta tarefa aumenta de dificuldade uma vez que, o BCE impõe disciplina monetária a cada estado membro, deixando ao critério de cada governo a sua política orçamental (ainda que com alguns limites). Fica assim á responsabilidade nacional a articulação da política fiscal em conformidade com as directrizes monetárias do Banco Central Europeu.

O objectivo deste estudo, é estimar o impacto associado da política monetária comum, partindo apenas do ponto de vista de um único instrumento monetário – a

taxa EONIA (Euro OverNight Índex Average), no Produto Potencial. Pretende-se apurar se existiu uma vantagem imediata para a economia portuguesa em relação a adesão no projecto monetário europeu, para tal o período de referência será de 2002 a 2008, evitando os desequilíbrios associados à crise económica no espaço europeu após esta data.

Este desiderato prende-se com o facto de existirem diversas economias com moeda Euro, com características ímpares e como tal necessidades diferentes, que se vêem a praticar o mesmo nível médio de taxas de referência.

Fernanda Nechio (2011) sugere que tendo em conta as diferentes condições económicas de cada país da zona euro (ZE), a taxa fixada pelo BCE pode não servir a todos. Neste sentido a análise recorre-se da Regra de Taylor enquanto ferramenta de análise monetária, conjugando com o postulado da Lei de Okun para compreender as relações com o PIB no contexto nacional.

A relação entre o impacto genérico da PM com a análise da performance de crescimento económico e subjacente dívida pública finalizam o raciocínio da investigação.

Após a análise e discussão dos out-put's, apuram-se conclusões em conformidade com as hipóteses apresentadas.

Palavras-chave: Política Monetária, BCE, EONIA, Regra de Taylor, Lei de Okun, PIB potencial.

Capítulo I - Enquadramento Histórico

O projecto da criação de uma União de vários países na Europa nasce em 1952 com a Comunidade Europeia do Carvão e do Aço (CECA). Alemanha, França, Bélgica, Itália, Luxemburgo e Países Baixos comprometiam-se então a afastar da soberania nacional os recursos que indiciaram as duas grandes guerras mundiais. O intuito base seria a estabilização e manutenção a longo prazo de paz entre as nações para a integração de vários sectores económicos a fim de criar um amplo espaço de comércio facilitado. Neste sentido os países fundadores da CECA criaram a Comunidade Económica Europeia (CEE) e a Comunidade Europeia da Energia Atómica (Euratom) no ano de 1958. Portugal adere ao conceito de Comunidade Europeia (CE) em 1985 – que ganhou a designação de União Europeia (EU) após o Tratado de Maastricht em 1992.

A ideia de uma moeda única ganha robustez em 1970, a quando da proposta (Plano Berre apresentado pela Comissão Europeia), da construção estratégica da União Económica e Monetária (UEM). A intenção passava por substituir o sistema monetário internacional vigente – Bretton Woods – que viria a colapsar no início da década de 70 (principalmente devido ao primeiro choque petrolífero). A par desta intenção surge o Sistema Monetário Europeu (SME) e o seu mecanismo de taxas de câmbio (MTC), visando estabelecer câmbios fixos (mas ajustáveis) entre as moedas dos membros da CEE, estabelecendo um equilíbrio cambial por via de políticas económicas e monetárias.

Após duas décadas da intenção inicial, o Concelho Europeu define como objectivo instituir a UEM. Foi então criado um comité de peritos em política monetária que planearam três fases estratégicas:

1. Julho de 1990 - Eliminação de barreiras internas á livre circulação de pessoas, capitais, mercadorias e serviços nos países membros.
2. Janeiro de 1994 - Criação do Instituto Monetário Europeu (IME) – pré BCE- para execução dos preparativos técnicos para a moeda única, aplicação de

medidas de disciplina orçamental e reforço da convergência entre políticas económicas e monetárias entre os membros.

3. Janeiro de 1999 – Fixação das taxas de câmbio das moedas nacionais e adopção do euro como moeda única. O BCE assume a responsabilidade monetária para toda a zona euro e entra em vigor o Pacto de Estabilidade e Crescimento.

O processo técnico de convergência (2ª fase) tem o intuito de criar uma conjuntura de estabilidade de preços nos países membros. Trata-se de estabelecer um determinado grupo de referências padrão (económicas e financeiras) que asseguram uma convergência sólida de grande importância na criação de uma conjuntura de estabilidade de preços na Europa, e deste modo facilitar a introdução do euro.

Neste contexto, na 2ª fase estabelece-se o Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia no qual constam os critérios de convergência necessários para se iniciar a 3ª fase da UEM, assim;

1º Critério: Nível de Preços

Elevado grau de estabilidade de preços – no ano anterior à análise cada economia deve apresentar uma taxa de inflação, que não difira em mais de 1,5%, da média das três taxas de inflação mais baixas dos Estados-Membros. Cada taxa de inflação deve ser calculada pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) de modo a criar uma base comparável.

Como disposto no nº1 do artigo 140º do Tratado da UE: *“a realização de um elevado grau de estabilidade de preços, que será expresso por uma taxa de inflação que esteja próxima da taxa, no máximo, dos três Estados-Membros com melhores resultados em termos de estabilidade de preços”*

2º Critério: Finanças Públicas

O défice orçamental não deve exceder 3% do PIB, excepto se:

- O défice orçamental tiver sido reduzido de forma significativa e continua e se encontrar próximo do valor de referência.
- Ou em oposição, o desvio face ao valor de referência for extraordinário e excepcional, e que ainda assim não difira significativamente.

A dívida pública não deve exceder 60% do PIB, excepto se:

- A dívida pública se verificar em diminuição significativa, em convergência com o valor de referência.

Deve ainda ser considerada a opinião emitida pelo BCE acerca das perspectivas de comportamento e evolução dos indicadores económicos em causa, no que se refere á sua sustentabilidade.

3º Critério: Taxa de Câmbio

Cada país membro deverá ter integrado o mecanismo de taxas de câmbio europeu (MTCII após Janeiro de 1999), pelo menos nos últimos dois anos antecedentes à análise. Sendo esta da competência e responsabilidade do BCE.

Cada moeda deverá apresentar uma estabilidade cambial face ao euro, através da taxa central no MTCII. Devem ainda ser tomados em conta factores que desencadearam uma possível apreciação.

Verificar a ausência de oscilações significativas no desempenho da moeda nacional em relação às restantes e à taxa de referência do euro. É tido em consideração a volatilidade da taxa de câmbio face ao euro, os desvios entres as diferentes taxas de juro de curto prazo de cada Estado-Membro, bem como as performances de anteriores intervenções cambiais e financeiras na estabilização da moeda.

4º Critério: Taxas de Juro de Longo Prazo

O carácter duradouro da convergência de cada Estado-Membro da participação no mecanismo de taxas de juro deve aplicar-se também ao nível das taxas de juro de longo prazo.

No ano anterior à análise, a taxa de juro nominal média a longo prazo de cada Estado-Membro não deverá ter excedido um máximo de 2%, a mesma taxa observada nas três melhores economias ao nível da estabilidade de preços. Para tal é tido em consideração a emissão de obrigações de longo prazo do Estado ou títulos semelhantes.

Estes critérios combinam num elevado grau de convergência sustentável requerida aos países que pretendam adoptar o euro como moeda oficial.

Na 3ª fase a responsabilidade pela política monetária é integrada no âmbito do BCE, enquanto a política económica continua a ser responsabilidade de cada Estado-Membro ainda que limitada a um quadro europeu.

É com base nesta divisão de responsabilidades que surge o objectivo geral do presente estudo – analisar o impacto da política monetária única na economia portuguesa.

O processo genérico de convergência e cumprimento de requisitos económicos marcou a década de 90 em Portugal. A economia adaptou-se não só com esforço próprio mas também com ajuda do Conselho Europeu, verificando-se uma melhoria substancial.

Para melhor compreensão deste processo de adaptação é pertinente enquadrar o impacto decorrente da adesão à Comunidade Europeia na década de 90 (preparação para o euro) na economia portuguesa.

Até a data da adesão a economia era dominada pela inflação e pela desvalorização cambial, dois anos antes, a intervenção do Fundo Monetário Internacional (FMI) viria a permitir equilibrar a Balança Corrente e diminuir o défice público e a inflação.

A convergência para níveis europeus resultou da integração do mercado livre,

reestruturações macroeconómicas e complementos financeiros da Comunidade.

Como tal o início da década ficou marcado pela redução da inflação combinado com uma política cambial pouco acomodatória no intuito de promover uma economia mais competitiva e enraizada em qualidade, inovação, diferenciação e optimização de gestão. O desemprego rondava a sua taxa natural e apesar do esforço sobre a diminuição dos preços dos bens transaccionáveis o aumento de pressões salariais e políticas macroeconómicas impulsionavam a inflação no sector dos bens não transaccionáveis.

Paralelamente a combinação de políticas macroeconómicas prejudicaram o processo de consolidação orçamental. Neste âmbito verificou-se um aumento substancial da despesa primária e uma deterioração do défice das Administrações Públicas e Saldo Primário (idêntico ao verificável nos outros países da zona euro). No meio monetário chegou-se ao dilema da manutenção simultânea da livre circulação de capitais, política monetária autónoma e um objectivo cambial.

Apesar do desequilíbrio nas contas públicas e recuo no processo de consolidação orçamental (devido ao aumento do rácio da despesa primaria no PIB), a estratégia de política monetária tinha surtido o seu efeito e pouco depois (Abril de 1992) o escudo passou a integrar o mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu.

A nível cambial, a estratégia de depreciação contínua do final da década de 80 foi substituída pela estabilidade para a adesão, conduzindo a uma apreciação nominal face ao marco alemão (moeda de referência central do SME) que combinado com o diferencial de inflação culminou numa apreciação de 15% entre 1990 e 1992. O escudo posicionava-se assim como uma moeda forte criando pressão para uma descida das taxas de juro domésticas (Figura1).

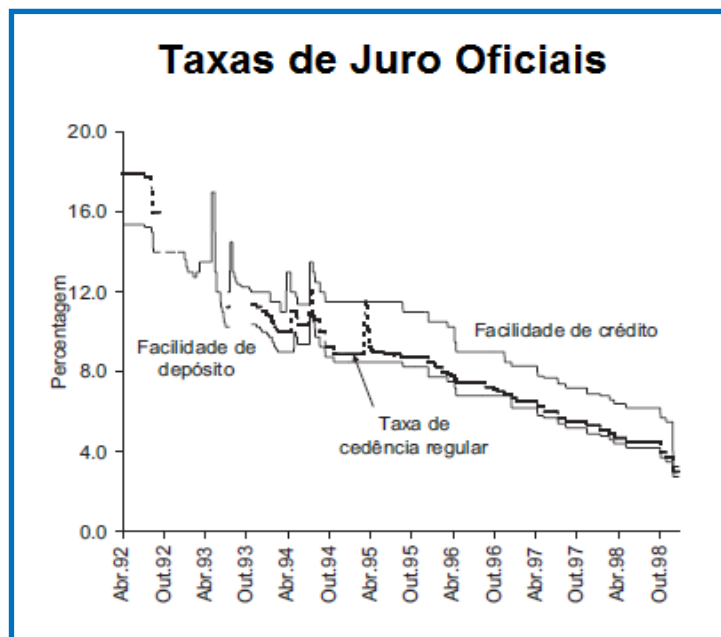


Figura 1- Taxas de Juro Oficiais Abril de 92-Outubro 98
 Fonte - Banco de Portugal

A completa eliminação dos controlos cambiais por parte do governo foi também acompanhada de uma redução nas taxas de juro oficial de forma a acautelar entradas de capital e assegurar a manutenção do escudo dentro das bandas de flutuação do mecanismo cambial.

A estabilidade cambial desde 1993 e a diminuição da taxa de inflação desde 1990 permitiu a redução sustentada e gradual das taxas de juro de curto e longo prazo até à participação na UEM.

O processo de deflação aliado a uma estabilidade cambial apresentava resultados e em 1997, Portugal cumpria o critério de estabilidade de preços necessário à qualificação para a adopção da moeda única. O processo de convergência estava cumprido, e assim a caracterização do escudo como moeda forte que cumpria os requisitos viria a reflectir-se na fixação do câmbio fixo PTE/EUR.

Numa perspectiva mais prática, a década de 90 ficou marcada pela diminuição significativa da inflação e das taxas de juro (Figura 2), que se traduziu em dinheiro barato. Este financiamento de custo reduzido foi principalmente utilizado para o cumprimento sustentado dos critérios do Pacto de Estabilidade e Crescimento, diminuindo as políticas de crescimento económico robusto e sustentável de que a

economia portuguesa necessitava (nomeadamente no desenvolvimento da competitividade que se limitava ao trunfo cambial). Paralelamente o baixo custo de financiamento incentivou o aumento da dívida pública e estrutural do Estado, da banca e das empresas.

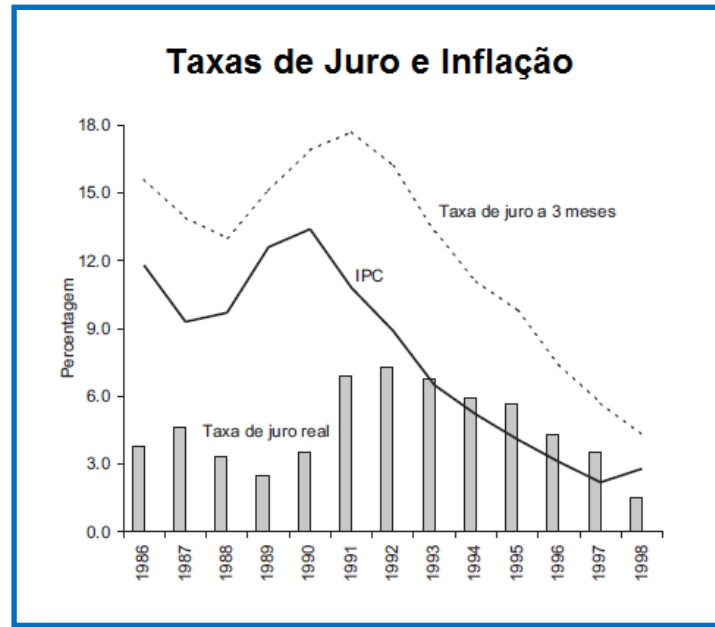


Figura 2 – Taxas de Juro e Inflação 86-98
Fonte - INE

O sentido optimista da participação na UEM era partilhado pelos vários sectores da economia, mas carecia de um plano de crescimento sustentado a longo prazo.

Capítulo II - Enquadramento Teórico

Nos últimos anos diversas investigações têm sido afectas à análise do desempenho fiscal da economia portuguesa, nomeadamente pré e pós adesão à União Monetária e Económica Europeia em 1999, com posterior adopção do Euro como moeda oficial em 2002.

É facto que até então tanto a Política Fiscal como a Política Monetária constituíam responsabilidade nacional, depois disso a PM transita para o BCE tornando-se comum para todos os países da UMEE.

2.1. Política Monetária

Uma estrutura sólida de política monetária deve contemplar dois grandes objectivos: manutenção da estabilidade de preços e a promoção da utilização dos recursos económicos na sua capacidade máxima, Svensson (2011). A estabilidade de preços/controlo da inflação assume-se como responsabilidade de cada banco central, enquanto a exploração dos recursos faz parte da consideração de políticas delineadas pela direcção de cada banco comercial. Isto porque em termos gerais a política monetária consiste na fixação, por parte do banco central, da taxa interbancária *overnight* a que os bancos comerciais recorrem para cumprir os seus rácios de reservas obrigatórias (legalmente estabelecidas), bem como para cumprir os seus compromissos em mercado aberto e comunicar o seu feedback face à política em execução.

A eficácia da política monetária tem os seus limites de performance. Durante a recente crise financeira tornou-se evidente que sob determinadas circunstâncias o banco central pode não conseguir manter as suas intenções recorrendo apenas aos instrumentos monetários convencionais. Como tal é forçado a aplicar medidas extraordinárias ou pouco convencionais e tomar em consideração políticas mais arriscadas quando o sistema está debilitado e uma taxa de 0% não é suficiente.

Segundo o contributo de Sargent e Wallace (1981), a Política Fiscal e a Política Monetária devem seguir e respeitar os mesmos princípios lógicos. *“Since the monetary authority affects the extent to which seignorage is exploited as a revenue source, monetary and fiscal policies simply have to be coordinated”*.

Neste estudo foram considerados dois importantes pressupostos, um de que a taxa de juro real é superior a taxa de crescimento económico, o outro de que a orientação da PF constitui um dado e não depende de PM actuais ou futuras. Contextualizando a conclusão obtida pelo Prémio Nobel da Economia em 2011 – Thomas J. Sargent, ao sistema económico europeu e nacional é de ter em consideração o facto de que apenas na última década a política fiscal e a monetária representam responsabilidades de autoridades distintas.

Como já dito anteriormente, Portugal integra a União Monetária e Económica Europeia (UMEE), e desde então cabe ao Banco Central Europeu definir e executar política monetária nos países aderentes, mais tarde em 2002 o euro é a moeda oficial em circulação em território nacional. Isto significa que a política fiscal permanece como uma competência do Estado, enquanto a política monetária transita para as competências do BCE, visando concluir se esta última teve em conta o impacto monetário, dado que a PM impõe disciplina a PF.

2.2. Política Fiscal

Integra a política económica de cada país, contribuindo para o financiamento das despesas públicas e para a redistribuição das receitas. O seu domínio indirecto é no entanto muito mais vasto, sendo um instrumento capaz de influenciar o consumo, de incentivar a poupança tal como orientar a forma de organização empresarial. Na União Europeia (UE), as políticas fiscais são principalmente da competência própria de cada Estado-Membro (podendo delegar uma parte dessas competências a nível regional ou local, de acordo com a organização constitucional ou administrativa dos poderes públicos). A acção europeia tem no entanto uma vertente subsidiária e de promoção de compatibilidade, não apenas entre si, mas igualmente com os objectivos do Tratado que institui a Comunidade Europeia (Tratado CE). A União Europeia não tem qualquer competência que lhe permita criar e cobrar impostos, no

entanto é conveniente que os estados-membros trabalhem em conjunto no que diz respeito a harmonização e coordenação de um sistema o mais neutro possível no espaço europeu.

No futuro, a política fiscal da União Europeia poderá ainda estabelecer novas prioridades, mas a sua essência permanecerá inalterada, trata-se de garantir que as políticas fiscais dos Estados não tenham efeitos prejudiciais nos restantes e de assegurar uma soberania real dos cidadãos e dos seus representantes através de uma acção comum.

Ao integrar este sistema em 1986 Portugal acentuou o seu crescimento económico (ainda que momentâneo), e beneficiou de taxas de juro relativamente baixas que promoveram e impulsionaram este mesmo crescimento.

Apesar estímulos exteriores favoráveis ao crescimento sustentado, os desequilíbrios fiscais foram aumentando levando a um aumento regular da dívida pública. A ter em referência que no período em análise (2002-2008), a dívida pública disparou de 53,7% para 71,6% do PIB.

Segundo a fundamentação do Professor António Afonso (2013), Portugal fracassou claramente no controlo da sua despesa primária, gastando acima da sua capacidade, principalmente nos anos 90 e na recente década. As medidas ineficazes de equilibrar o défice configuraram-se na sua maioria, como medidas extraordinárias, sem capacidade de acção no médio e longo prazo conduzindo ao descontrolo das contas fiscais.

Como causas contributivas para este desequilíbrio o autor aponta:

- ✓ Erros de política, de um modo genérico em todos os governos;
- ✓ Recurso a medidas extraordinárias em vez de medidas estruturais de ajustamento;
- ✓ Desvios de previsão fiscal (tanto a nível nacional como da UE);
- ✓ Estrutura pública gastadora;
- ✓ Falta de credibilidade e confiança nos mercados de capital.

De certo modo verifica-se que a instabilidade fiscal deve-se na maioria, a factores internos do sistema económico português, contudo é objectivo deste estudo compreender se as medidas de mercado monetário estipuladas pelo BCE, constituíram em si, um factor contributivo para a fraca performance fiscal e, caso assim tenha sido de que modo a PF portuguesa reagiu a esse impacto, em linha com a teorização de Sargent e Wallace (1981), de que no contexto europeu a PM impõe disciplina a cada PF nacional.

2.3 Regra de Taylor

Teorização de política monetária que relaciona a inflação e o output-gap (hiato do produto), com o intuito de recomendar uma taxa de juro a aplicar à economia. Apresentada por John B. Taylor, no *“Discretion versus policy rules in practice”* em 1993, consiste numa simples forma de ajustamento da taxa de juro de curto prazo, enquanto instrumento monetário, que de um modo sistemático considera a evolução dos indicadores macroeconómicos. Como tal representa uma ferramenta monetária útil para os bancos centrais, no apoio á decisão de futuras estratégias/políticas e seus possíveis impactos. A utilidade deste raciocínio no âmbito do presente estudo prende-se com o facto de se obter a recomendação de uma taxa (a praticar) para os indicadores económicos representados (inflação, taxa de desemprego e NAIRU). Refira-se que estes indicadores encontram-se limitados a nível nacional, contribuindo para uma média europeia, o que permite comparar uma taxa recomendada para uma determinada economia com a média da zona euro (que corresponderá a outra taxa).

Estabelecendo a razão de ligação entre a taxa de juro “alvo” de curto prazo (i) com a inflação (π) e a capacidade da actividade económica (output-gap), John Taylor fornece uma ferramenta monetária bastante conveniente e prática, na medida que se abstém de análises detalhadas à procura e oferta de moeda.

Assim temos;

$$i = 2 + \pi + \frac{1}{2}(\pi - 2) + \frac{1}{2}(\text{output gap})$$

Posteriormente surgiram inúmeras generalizações da regra clássica de Taylor, objectivando diferentes variáveis como o agregado monetário, a velocidade de circulação e procura de moeda como por exemplo em Orphanides (2003), e Woodford (2003). Tendo ainda em conta que a taxa de juro deve compreender tanto desvios inflacionários, como os desvios do desemprego (face às suas taxas naturais ou de referencia), Rudebusch (2010), desenvolveu uma versão simplificada da regra original que será considerada no intuito do presente estudo:

$$i = 1 + 1,5 (\text{inflação}) - (\text{hiato do desemprego})$$

O hiato do desemprego corresponde à diferença entre taxa de desemprego, e a taxa natural de desemprego. Pelas suas diversas generalizações a Regra acaba por se tornar um tanto ou quanto menos exacta, principalmente ao nível das variáveis (estimativas em tempo real).

De um modo geral, o contributo de John Taylor constitui-se como um “guia” para definição de políticas monetárias.

Cabe ao Banco Central implementar uma política monetária que estabilize/controle o nível de preços e promova a redução do desemprego. Considerando a evolução da economia, a política monetária pode ser acomodatória com o intuito de estimular a procura e promover o emprego quando o crescimento abranda. Por outro lado, quando a inflação transcende os limites do que considerado “controlável” a política deve ser restritiva de modo a estabilizar o nível de preços. Deste modo a abordagem pode também ela distinguir-se entre uma política periódica, especifica para determinado período com determinadas condições, ou em oposição, uma política sistemática baseada num plano de contingência ou uma regra, que teoricamente confere mais vantagens perante a abordagem periódica.

Em ambas as situações, será útil justificar a decisão, promover a credibilidade, facilitar previsões e futuras decisões e, assim reduzir a incerteza de todos os agentes no mercado.

2.4. Conceito de NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)

Consiste num equilíbrio macroeconómico no qual o desemprego não causa inflação e a inflação não causa desemprego, assumindo que tanto o nível médio de remuneração como o nível de preços depende do desemprego e da expectativa de preços. Numa perspectiva directa e prática, “*NAIRU consiste na taxa de desemprego necessária para manter a inflação estável*”, Blanchard and Illing (2004), constituindo assim uma forte referência macroeconómica na medida em que baliza o comportamento directo entre estas duas variáveis, tornando-se um instrumento bastante útil em políticas económicas. No caso europeu, o esforço do BCE ao nível do controlo da taxa de inflação ronda um limite máximo de 2% por ano (objectivo quantitativo de estabilidade de preços a médio prazo), o que se traduz numa aproximação dos níveis “recomendados” a observar na taxa de desemprego.

Outra abordagem significativa deste conceito consiste na diferença entre o desemprego cíclico e o desemprego estrutural, Franz (1999). Estas duas vertentes de desemprego são medidas de formas distintas, se por um lado o desemprego estrutural está associado a NAIRU de longo-prazo, então a vertente cíclica verifica-se pela diferença entre a taxa de desemprego actual e NAIRU (considera o impacto inflacionário decorrente de estímulos na procura).

O factor tempo assume responsabilidade na análise dos resultados, contudo existe uma interacção entre o curto e longo prazo de NAIRU, dificultando a compreensão isolada de ambos os efeitos.

Numa comparação directa com a taxa de desemprego apura-se o seguinte:

1. Taxa de desemprego real > NAIRU.

(Permite diminuir o desemprego por via da expansão da procura agregada sem afectar a inflação).

2. Taxa de desemprego real < NAIRU.

(Traduz a necessidade de remover barreiras funcionais no mercado de trabalho e no produto, aumentar a concorrência e a flexibilidade com o intuito do equilíbrio inflação/desemprego).

Neste sentido, NAIRU é usado com indicador macroeconómico de relevância principalmente na análise de longo prazo, tendo o seu aumento na Europa sido interpretado como indicação da gravidade da situação nos mercados de trabalho.

A relação entre desemprego e inflação foi primeiramente abordada por Irving Fisher (1926), no seu artigo “*A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes*”, mais tarde A.W. Phillips (1958), aprofunda o estudo e conclui, a existência de uma correlação negativa entre a taxa de inflação e a taxa de desemprego entre 1861 e 1957 na economia Britânica. O mesmo tipo de correlação foi mais tarde identificado na economia americana entre 1900 e 1960, Samuelson and Sollow (1960). Este modelo económico ficou conhecido como a *Curva de Phillips*, defendendo a relação inversa entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação.

O conceito de NAIRU inclui-se na teoria da Curva de Phillips:

$$\Delta p - \Delta p_{-1} = -\theta (u - u^*)$$

(Onde Δp é a inflação, $\Delta p - 1$ a inflação do ano anterior, u a taxa de desemprego e u^* a taxa natural de desemprego – NAIRU).

No caso de a taxa de desemprego ser inferior à taxa natural de desemprego, a inflação aumenta e vice-versa, caso as taxas se igualem a inflação permanece estável.

No que diz respeito à estimação de NAIRU, é de ter em conta que esta resulta do comportamento do nível geral de preços e de remunerações. Como tal várias hipóteses podem ser tomadas em relação ao mercado de trabalho, tal como ao produto de uma forma genérica, abrangendo determinantes legais e políticos (ex. subsídios de desemprego e seguros), factores de custos e de desenvolvimento de mercado, comportamento da procura etc.

Dito isto é perceptível que existam diferentes formas de estimar NAIRU, não só pelos factos anteriormente descritos como pela interpretação do próprio conceito,

mas também pelo intuito do tipo de estudo/estimação. Refira-se 3 grandes tipos de abordagens, sugeridos por Richardson (2000):

- ✓ *Técnicas puramente estatísticas*: que dividem as componentes cíclicas e as tendências da taxa de desemprego;
- ✓ *Métodos estruturais*: que considera modelos específicos de equilíbrio entre preços e remunerações e estima NAIRU de longo prazo como constante;
- ✓ *Abordagens de variação de tempo*: abordagem que combina a inflação pela Curva de Phillips com o conceito de NAIRU.

Numa perspectiva generalista as *abordagens de variação de tempo* são as mais completas por considerarem e relacionarem variáveis, não excluindo o carácter de condicionamento de uma forma rigorosa.

Neste sentido considere-se os mais relevantes contributos para o presente estudo:

- ✓ Gianella et al (2009) – 23 países membro da OCDE
- ✓ Mc Marrow and Roeger (2000) – União Europeia
- ✓ Stephanides (2006) – 15 países UE, Estados Unidos e Japão

A relevância do conceito de NAIRU está na possibilidade de ligação lógica entre a Regra de Taylor, anteriormente apresentada, e a Lei de Okun que irá ser abordada mais à frente. Considere-se então o desvio da taxa de desemprego como a diferença entre a taxa efectiva e a taxa de desemprego natural (que por referência se situasse nos 4%), este valor pode referir-se ao conceito de NAIRU anteriormente apresentado. Portanto NAIRU será considerada como taxa natural de desemprego.

2.5. Lei de Okun

Propõe a existência de uma relação entre a variação da taxa de desemprego e o Produto Interno Bruto. Arthur Okun apresenta a formulação com o seu nome em 1962, enquanto conselheiro do comité de economistas do presidente John F. Kennedy (E.U.A), como instrumento prático de política económica. No seu estudo, Okun, com aplicação ao contexto económico americano, defende que a redução de

um ponto percentual da taxa de desemprego, está associada a um crescimento de 3%, indicando uma proporção de 3/1.

A lei demonstra o impacto da variação do desemprego no produto:

$$(\bar{y} - y) = \beta \cdot \Delta u$$

Onde:

\bar{y} - Taxa do crescimento potencial, baseado no pleno emprego.

y - Taxa de crescimento real.

β - Coeficiente de Okun, mede o impacto da variação do PIB na taxa de desemprego.

Δu - Desvio da taxa de desemprego = taxa de desemprego real – taxa de desemprego natural.

O coeficiente é determinado por várias variáveis que condicionam a flexibilidade do mercado laboral. Países com pouca flexibilidade no mercado laboral estão normalmente associados a coeficientes baixos, como tal o impacto das alterações do PIB na taxa de desemprego é pouco significativo ao contrário de economias com coeficientes mais elevados.

Serve de exemplo os EUA com um alto coeficiente, pela reduzida protecção de emprego que se traduz numa grande flexibilidade laboral, o caso do Japão e da Europeu apresentam um coeficiente baixo resultante da rigidez do mercado. Refira-se ainda que a taxa de desemprego pode aumentar ainda que o crescimento económico seja positivo, isto porque o aumento do PIB depende da produtividade, inovação, redução de custos e força de trabalho, Blanchard and Illing (2004).

Inicialmente, no seu contributo, Okun enumerou duas relações empíricas entre o PIB e a taxa de desemprego, sugerindo formulações distintas para as duas versões:

“*The difference version*” – mede o impacto da variação da taxa de desemprego no crescimento do PIB, em quadrimestres.

$$\Delta u = a + b(y)$$

Neste corolário o coeficiente de Okun é designado de b . A taxa de crescimento económico necessário para manter a taxa de desemprego é dada pelo rácio $-a/b$.

“*The gap version*” – considera as alterações na taxa de desemprego com o hiato do produto.

$$\Delta\mu = c + d(y - \bar{y})$$

A taxa de desemprego associada ao pleno emprego é representada por c , o coeficiente de Okun é a variável d .

Na prática o PIB potencial e o pleno emprego não se verificam, como tal alguns economistas adicionaram variáveis e manipularam a formulação inicial, de modo a poder expandir o intuito inicial. Knotek (2007), apresenta a “*The dynamic version*” e a “*The production-function*”.

A quantidade de estudos em torno da Lei e do coeficiente é vasta, principalmente no contexto americano, como por exemplo Knotek (2007) e Gordon (1984). Para os países europeus a literatura é mais reduzida, ainda assim é de reter Lee (2000), e Sogner/Stiassny (2002), pelo seu carácter recente e quantidade de países considerados (15 países da OCDE), estes estudos diferem no período de tempo abordado e no método de cálculo. Dos vários métodos existentes, apresentam-se os mais utilizados:

“The Hodrick-Prescott” (1997), técnica de decomposição de series temporais em componentes cíclicas e de tendência. Frequentemente usada para identificação de ciclos económicos.

“The Kalman”, abordagem muito frequente na estimativa de NAIRU. Na Lei de Okun aplica-se ao desemprego, e ao hiato do produto da relação da Curva de Phillips, Lee (2000). É bastante prático para vários tipo de dados tornando-se mais eficiente que o método de regressão Sogner and Stiassny (2002).

No documento original, Okun resume a formulação do seu raciocínio da relação de 3/1 entre crescimento e taxa de desemprego, considerando o seu coeficiente médio de 3,2:

$$\bar{y} = \gamma [1 + \beta(\mu - n)]$$

Leia-se:

\bar{y} - Taxa do crescimento potencial

γ - Taxa de crescimento real

β - Coeficiente de Okun, valor sugerido de 3,2

μ - Taxa de desemprego real

n - Taxa de desemprego natural nos E.U.A apontada por Okun no seu período de análise (*"The full employment goal must be understood as striving for a point of balance between more output and greater stability"*, Okun (1962)).

Esta formulação será considerada para futuros cálculos na presente investigação. Refira-se que o autor considera que a fórmula não deve ser explorada para taxas de desemprego real que transponham o intervalo [3%;7,5%], facto que sucede entre 2005 e 2008 na economia portuguesa ainda que por pouco mais (ainda assim a formula será utilizada ainda que com menos confiança no período mencionado).

O coeficiente de Okun (3,2%) corresponde à economia americana, como tal inapropriado para considerações na economia nacional, neste sentido apresenta-se a conclusão do Professor João Andrade da Universidade de Coimbra na sua recente investigação "Uma Aplicação da Lei de Okun em Portugal" Coimbra (2007):

"Chegámos à conclusão que a taxa de crescimento (anualizada) que não cria desemprego é de 2,7%" (pág.25).

O período considerado foi de aproximadamente 30 anos até 2005. Cruzando esta informação com as estatísticas do nível de crescimento económico português observamos que desde 2000 a taxa não é superior a 2,7%.

Taxa de crescimento do PIB	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zona Euro	1,5	2,5	2,8	2,9	3,8	2,0	0,9	0,7	2,2	1,7	3,2	2,9	0,3	-4,4	1,9
Portugal	3,7	4,4	5,1	4,1	3,9	2,0	0,8	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,9

Tabela 1 – PIB – taxa de crescimento anual
Fonte - EuroStat

Quanto ao valor apontado pelo autor da Lei para a taxa de desemprego de pleno emprego é de 4% (novamente uma estimativa para a economia americana). Ainda que este seja o valor referencia também no contexto europeu, será tido em consideração a justificação dada pelo autor no capítulo “The Four Percent Unemployment Rate” na obra “*Potential GNP: Its Measurement and Significance*” (1962). Como tal será usada a variável de NAIRU em substituição da constante 4%.

A literatura internacional não apresenta informação significativa da aplicação da Lei de Okun à economia portuguesa, ao contrário das grandes economias europeias.

2.6. PIB Potencial

A complexidade da abordagem do Produto Interno Bruto Potencial de uma economia reside no método com que é estimado. Não constitui objecto deste estudo analisar os diferentes métodos de estimar o PIBP, como tal apresentam-se apenas os mais relevantes como mera referência. Como descrito no ponto anterior, a Lei de Okun servirá como instrumento para estimar o PIBP, não com intenção da sua precisão, mas com o intuito de base de comparação para um valor hipotético da mesma variável apurado pelo mesmo exacto método. Para uma perspectiva mais rigorosa serve de comparação os valores apurados pela OCDE para o PIB Potencial e Hiato do Produto.

Por definição o Produto Interno Bruto Potencial diz respeito á capacidade máxima de produção de uma determinada economia, sem que esta afecte a taxa de inflação. O comportamento desta variável depende directamente da eficiência da força laboral e do capital. Como tal um nível de produto inferior ao potencial acentua o desemprego,

em oposição, assim um produto superior ao potencial reflecte-se numa tendência de aumento da inflação.

De um modo genérico os métodos usados para apurar a dimensão desta variável podem dividir-se em:

- Métodos univariados: reside numa perspectiva puramente estatística que considera os dados do PIB para obter uma estimativa do seu Potencial. A mais-valia deste processo passa pela desagregação dos dados, principalmente ao nível da inflação, desemprego e alguns rácios de produtividade. Veja-se a título de referência, Clark (1987) e Hodrick-Prescott (1997).
- Métodos estruturais: parte de uma abordagem estrutural dos componentes do PIB na perspectiva do nível de produção. A estimativa do produto potencial parte de níveis equilibrados de desemprego, produtividade e capital multiplicado por si mesmos.
- Métodos multivariados: abordagem que combina os dois métodos anteriormente descritos com a variação ao longo do tempo (tendência idêntica ao verificado na evolução do conceito de NAIRU já analisado). A título de exemplo veja-se Gerlach and Smets (1999) com países membros da UMEE.

Refira-se ainda Mc Morrow and Roger (2001), estudo que engloba a maioria dos países da UE numa comparação entre os métodos univariados e os métodos estruturais, concluindo existir uma discrepância significativa nas diferentes técnicas de estimativa.

Actualmente a abordagem na estimativa desta variável diverge ligeiramente nas instituições europeias de referência. No caso da OCDE o cálculo é baseado na função de produção de Cobb-Douglas como referenciado em Giorno (1995), consistindo num método multivariado, combina relações macroeconómicas (ex. NAIRU) com filtros univariados (ex. Hodrick-Prescott e Kalman) nos rácios de produção. Com a intenção de estabelecer uma convergência dos vários métodos

utilizados no contexto europeu, a União Europeia alterou o seu método (que se baseava apenas na aplicação do filtro Hodrick-Prescott aplicado sobre o PIB) para uma estimativa muito idêntica ao estabelecido pela OCDE. A principal diferença reside na utilização da variável NAWRU (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment) em vez de NAIRU, baseando-se esta abordagem em remunerações em vez do nível de preços.

Por outro lado, instituições como o FMI ou o BCE não têm um método definido de estimar o produto potencial. No caso do FMI a política é deixar ao critério de cada país o método de estimativa que melhor serve as suas condições, no entanto para efeitos de vigilância é seguido um método estrutural. O BCE apesar de utilizar a estimativa do produto potencial noutros estudos, ainda não publicou nada sobre este indicador em termos absolutos.

A relevância do cálculo desta variável prende-se com a sua relação com reformas estruturais (seja em mercados singulares como o de trabalho ou na economia como um todo), permitindo analisar o impacto tanto de medidas aplicadas como de futuras alterações.

Capítulo III – Metodologia

Considerando o objectivo geral do estudo – estimar o impacto da PM do BCE (por via da taxa EONIA) na economia portuguesa, em particular no PIB Potencial no período entre 2002 e 2008 – apresenta-se a seguinte metodologia de investigação.

A metodologia baseia-se na análise descritiva das variáveis em estudo e na sua aplicação directa na Regra de Taylor e posteriormente na Lei de Okun. Primeiramente será estimada a taxa de juro de curto prazo – EONIA, pela Regra de Taylor, como resultado da relação entre a inflação e o desemprego da economia portuguesa para comparação com a taxa EONIA real. A intenção resume-se em obter o que seria a taxa “óptima” para a economia portuguesa – variável dependente - e da mesma forma obter os valores de inflação e desemprego – variáveis independentes - que justifiquem a taxa fixada.

Os valores de desemprego associados à taxa fixada transitam para a Lei de Okun, que relaciona por um coeficiente o PIB português com o seu potencial, ou seja, o que poderia ser produzido, caso a taxa de desemprego fosse natural e não a verificada. De seguida compara-se o PIB potencial sugerido pelo desemprego associado a taxa fixada com o PIB potencial sugerido pela taxa de desemprego real de modo a estimar o impacto produzido pela taxa praticada. Nesta abordagem estatística o Produto Interno Bruto Potencial corresponde à variável dependente, enquanto o PIB e hiato do desemprego correspondem às variáveis independentes.

Para este estudo como já referido anteriormente, foram utilizadas diversas fontes para recolha de dados, considerando o período em análise (2002-2008), tendo em conta dois critérios; robustez e consolidação.

Assim para a taxa de juro EONIA recorreu-se à informação do BCE, no qual consta a anualização média da taxa referencia para o mercado aberto. No caso da inflação, taxa de desemprego, NAIRU, PIB e PIB Potencial bem como Dívida Publica recorreu-se às estatísticas publicadas pela EuroStat e OCDE. Todas as variáveis foram analisadas numa base anual.

3.1. Procedimento

Como anteriormente justificado, o intervalo temporal em análise (2002-2008) deve-se à tentativa de abstrair factores exógenos de força maior que condicionassem de forma extraordinária a intenção monetária do BCE, como é o caso da crise económico-financeira no final de 2008. O ano de 2002 está associado à entrada em circulação do Euro como moeda oficial em Portugal e correspondente disciplina monetária.

A primeira expressão analítica a considerar será a Regra de Taylor, ferramenta monetária de enorme importância histórica pela sua credibilidade e aplicabilidade. Constitui um método fiável na consideração e análise da taxa de juro “alvo” de curto prazo, representando bastante bem a performance da política dos principais bancos centrais tal como indica Taylor (1993) e Peersman & Smets (1999).

A taxa em análise é a EONIA, por medir o juro efectivo no mercado interbancário com prazo overnight. A inflação na zona euro mede-se pelo Índice Harmonizado de Preços do Consumidor (IHPC), e como tal servirá na presente análise.

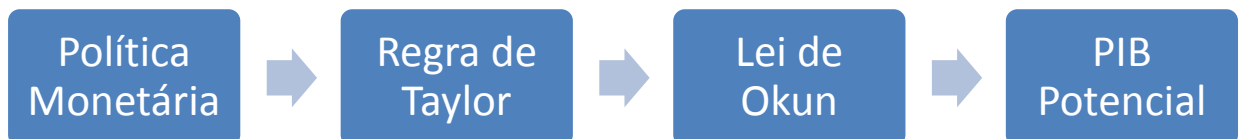
Numa perspectiva conceptual, recorrendo à Regra de Taylor, considerar-se-á a taxa de juro de curto prazo média anual fixada pelo BCE e a taxa de inflação anual em Portugal do mesmo período de modo a obter o hiato do desemprego (anual), correspondente à justificação da taxa. Posteriormente compara-se o hiato do desemprego resultante da taxa de juro com o hiato efectivo na economia portuguesa, considerando que a taxa de desemprego natural que não afecta a inflação corresponde ao conceito de NAIRU.

Após a utilização da Regra de Taylor e da comparação dos valores utilizados e obtidos com o seu efectivo europeu e nacional, o hiato de desemprego apurado “transita” para a Lei de Okun, com o objectivo de estimar o impacto no PIB Potencial.

Neste segundo passo associa-se o hiato de desemprego ao PIB real português pelo coeficiente de Okun, que no contexto português é 2,7% segundo Andrade J. (2007), de modo a obter o PIB potencial (que está associado à taxa de juro).

De seguida o PIB potencial apurado é comparado com o PIB potencial “real” que advém do hiato do desemprego real e com a serie da OCDE desta variável, tal como esquematizado.

Este procedimento será reproduzido com uma periodicidade anual, como tal a intenção é estimar o impacto anual.



3.2. Hipóteses de Estudo

Conforme já foi referido, o objecto do estudo desta investigação centra-se no impacto da política monetária em torno da moeda única, constituindo-se assim a problemática geral.

*Terá a Política Monetária do BCE tido um impacto significativo no
PIB potencial Português?*

Em termos teóricos existe um impacto intencional da Política Monetária nas economias da zona euro, o objectivo deste estudo consiste em estimar esse impacto, benéfico ou prejudicial, significativo ou irrelevante, na economia portuguesa.

Decorrente desta problemática, testam-se as seguintes hipóteses:

H1 - O desvio do PIB Potencial é parte considerável (> 3%) do Produto Interno Bruto, concluindo-se assim que o impacto da Política Monetária - Taxa EONIA – no crescimento económico de Portugal é significativo.

H2 - A Política Monetária comum serve as diferentes economias da zona euro de igual modo.

H3 - A integração no euro foi vantajosa, a nível de crescimento, para a economia Portuguesa.

O raciocínio na abordagem da hipótese H2, segue a mesma linha lógica que a abordagem da hipótese H1, apenas não recorre a Lei de Okun para estimar o

impacto associado. Resume-se á aplicação da Regra de Taylor num contexto mais geral, na intenção de obter uma visão global da evolução na zona euro como um todo.

A abordagem sobre a hipótese H3 consiste na delimitação dos raciocínios anteriores, culminando com a análise genérica sobre alguns indicadores macroeconómicos (Dívida Pública, Desemprego, Investimento e PIB) com grande importância na descrição da zona euro.

Ambas as hipóteses H2 e H3, resultam da intenção de estimar o impacto concreto do PM no PIB Potencial Português, na medida em que contribuem para a análise do impacto.

Capítulo IV - Análise e Discussão de Resultados

Numa primeira abordagem utilizou-se a Regra de Taylor com o intuito de obter a Taxa de Desemprego “considerada”, ié, a Taxa de Desemprego Média da Zona Euro que justifica o nível da Taxa EONIA praticada (pela fixação da “Main refinancing rate” por parte do BCE).

Para tal aplicou-se na Regra, por substituição directa, a Taxa EONIA real a Inflação Média da Zona Euro e a NAIRU Média da Zona Euro, apurando teoricamente a taxa de desemprego média da Zona Euro que serviu de base para a taxa EONIA real.

Combinando as series EuroStat da variável de desemprego com a taxa apurada (Figura 3), podemos extrair o seguinte:

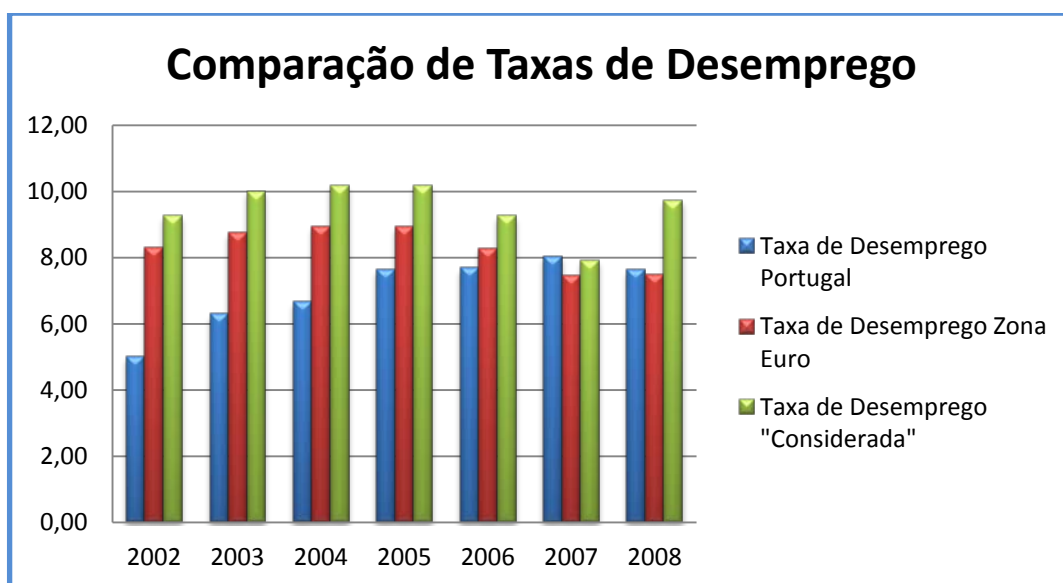


Figura 3 – Comparação de Taxas de Desemprego

Fonte - EuroStat, Notas Pessoais

- Verifica-se que a estimativa do BCE face à taxa de desemprego europeu se situa ligeiramente acima da realidade, quer europeia quer portuguesa. Este desvio face à realidade potencia uma taxa de juro relativamente mais baixa do que seria o adequado às economias da zona euro (considerando que as outras variáveis se mantêm constantes).

- O nível de desemprego em Portugal é relativamente reduzido apesar da convergência para a média europeia ao longo do período, traduzindo um declínio das condições económicas nacionais.

- Apesar da grande diferença entre a taxa de desemprego portuguesa e a média da Z.E, o mesmo não se verifica ao nível do hiato do desemprego, sugerindo um “equilíbrio produtivo” não tão díspar como o desvio no desemprego.

Seguindo exclusivamente a recomendação da Regra de Taylor surge a intenção de obter a taxa de juro adequada às condições económicas nacionais e europeias em relação á taxa EONIA real (Figura 4). Trata-se de compreender o desvio implicado na taxa de juro pelo desajuste do desemprego face á realidade.

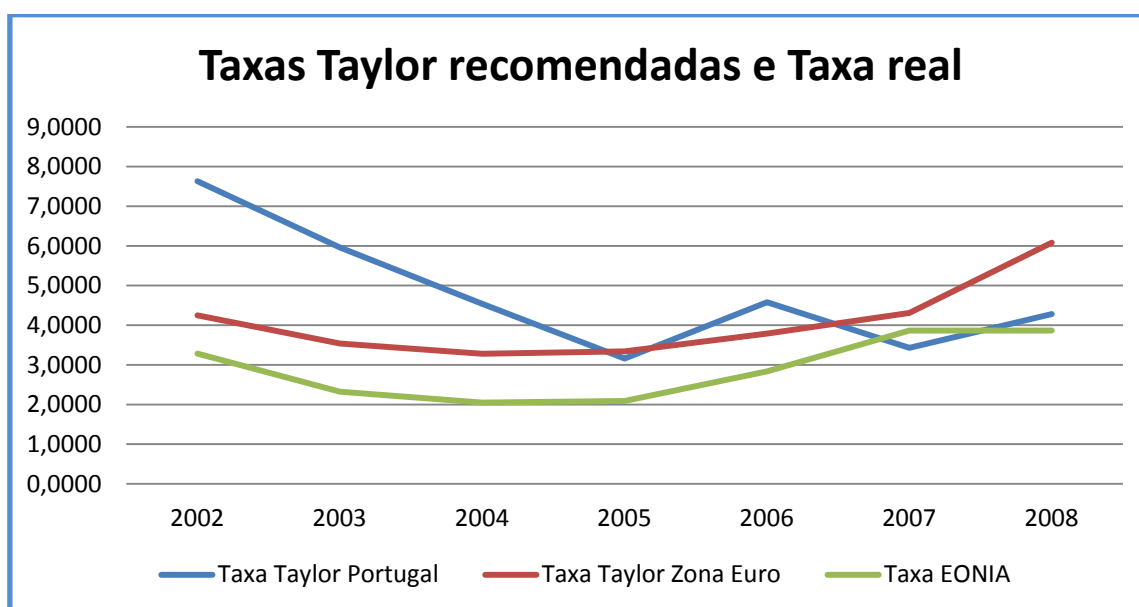


Figura 4 – Taxas Taylor recomendadas e Taxa real

Fonte – BCE, Notas Pessoais

Da aplicação da Regra de Taylor no que diz respeito à taxa de juro mais indicada para cada situação económica, apurou-se o seguinte:

- O desvio entre a recomendação para a economia portuguesa em relação á média da zona euro (até 2005), deve-se principalmente ao facto da inflação nesta zona, ser inferior ao que se registou em Portugal.

- 2007, foi o ano em que as taxas recomendadas melhor se ajustaram à realidade económica. Em Portugal a taxa de desemprego aumentou e por isso convergiu para níveis europeus. O desajuste da taxa EONIA às duas realidades em causa é expressivo desde o início do período.

- A taxa real acompanha o comportamento do que seria a taxa recomendada para a zona euro, é perceptível que este desvio se deva a estimativa de desemprego antecedente por parte do BCE. A partir de 2007 esta igualdade de comportamento altera-se significativamente, sendo que a taxa real mantém-se constante, enquanto a zona euro carece de uma subida significativa da taxa de juro (que advém do aumento da inflação de 2,10% em 2007 para 3,30% em 2008).

Esta possível mudança de intenção política do BCE não acompanha panorama macroeconómico da ZE num ano de fortes desequilíbrios externos.

- No que diz respeito ao efeito do desvio da taxa EONIA com os níveis adequados a economia portuguesa, verifica-se um desajuste que indicia o excesso de liquidez no sistema bancário.

Estes resultados vão ao encontro do apurado por Fernanda Nechio (2011), no seu artigo *“Monetary Policy When One Size Does Not Fit All”*, ainda que o período em análise do presente estudo seja mais curto.

A par da figura 3, a figura seguinte ilustra a divergência entre a realidade das condições económicas nacionais com a média da Zona Euro.

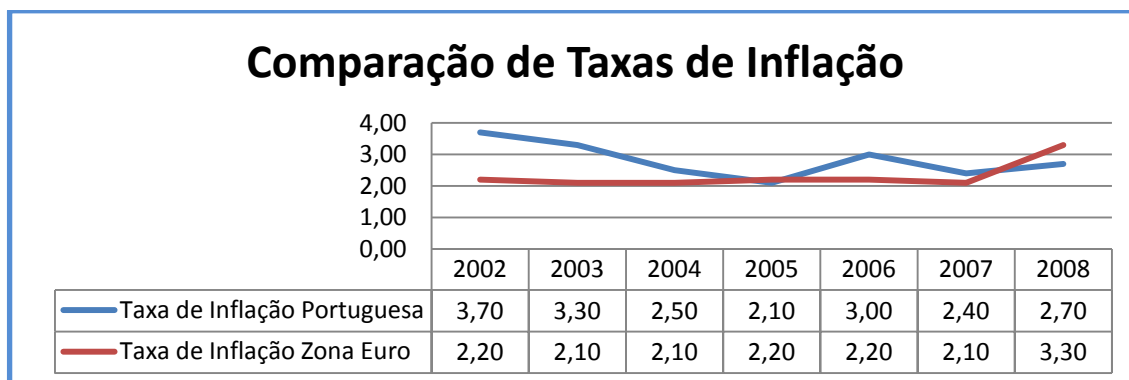


Figura 5 – Comparação de Taxas de Inflação

Fonte – Eurostat

O comportamento da inflação nos diversos países da Z.E é bastante irregular, como tal verifica-se maiores oscilações a nível nacional comparativamente com a média dos restantes países.

O segundo procedimento consistiu na aplicação da Lei de Okun, no sentido de estimar o Produto Interno Bruto Potencial da economia portuguesa (o que irá permitir dar resposta á questão geral deste estudo). Na figura seguinte pode-se observar duas abordagens distintas ao PIB Potencial:

1. PIB Potencial Português (%PIB) resultante da PM – nesta abordagem considerou-se, para além do PIB respectivo, a taxa de desemprego “considerada” apurada anteriormente e a variável NAIRU da economia portuguesa para formar o hiato de desemprego. Pretende-se com esta abordagem estimar o PIB Potencial que resulta da taxa de desemprego que justifica o nível real da taxa de juro EONIA.
2. PIB Potencial Português (%PIB) real segundo a L.O. – nesta abordagem considerou-se a taxa de desemprego efectiva e a variável NAIRU, ambas da economia portuguesa. Representa a realidade na óptica exclusiva da Lei de Okun, permitindo assim inferir quanto a significância do desvio.

O método lógico de ambas as abordagens é relativamente idêntico na medida em que ambas resultam da aplicação da Lei de Okun. Enquanto na primeira abordagem se trata de uma perspectiva mais derivada da Política Monetária, a segunda parte de um princípio realista que considera as variáveis (Taxa de Desemprego e Taxa de Juro) nos seus valores efectivos.

De acordo com o apurado até este ponto seria espectável que a referência do PIBP resultante da PM fosse ligeiramente acima dos valores associados à realidade económica. O desajuste inicial da taxa de juro EONIA face aos níveis de desemprego implica, nesta fase, uma ampliação do que seria o potencial produtivo da economia portuguesa em condições normais. Neste sentido apresenta-se a Figura 6, colocando lado a lado a mesma variável com a mesma abordagem analítica mas com premissas distintas (aplicação da Lei de Okun para valores reais e valores derivados da PM).

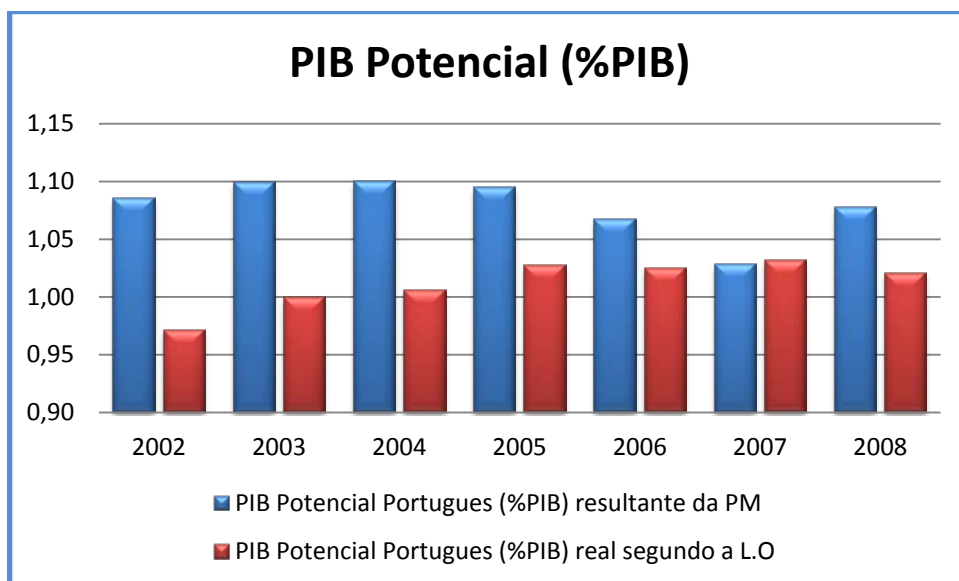


Figura 6 – PIB Potencial em % do PIB
Fonte - Notas Pessoais

O desvio observável, é nesta situação, um impacto estimulante da PM no PIB Potencial da economia portuguesa. Quanto á sua significância, pode verificar-se que não ultrapassa um ponto percentual, e como tal sugere um equilíbrio entre a PM e as necessidades económicas nacionais.

Na intenção de criticar o equilíbrio decorrente da abordagem exemplificada na figura 7, é pertinente comparar os resultados apurados com uma abordagem mais rigorosa e completa (que considere o PIB Potencial não só como uma relação entre desemprego e PIB).

Para tal apresenta-se os dados relativos ao PIB Potencial apresentados pela OCDE, com o intuito de aprofundar a compreensão do comportamento desta variável macroeconómica.

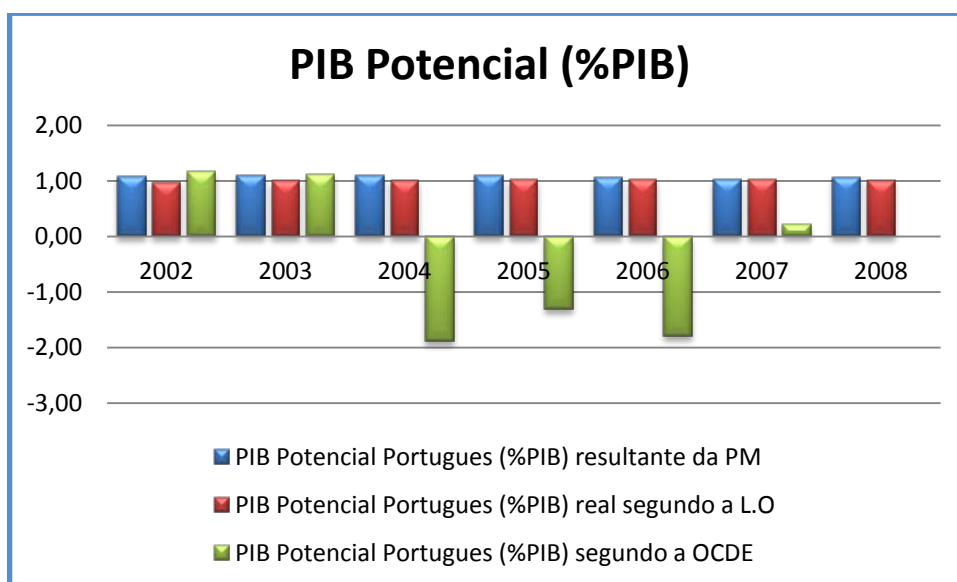


Figura 7 – PIB Potencial em % do PIB (2)
Fonte - OECD Economic Outlook 94 database.

Com base na figura anterior verifica-se que existe um desvio relativamente superior ao identificado anteriormente. Nos anos de 2002 e 2003 não existe disparidade significativa e portanto apura-se um equilíbrio entre as diferentes abordagens, sugerindo uma justificação nivelada da PM face á realidade. Em oposição, os anos de 2004 2005 e 2006 o desvio quase atinge os 3%, indiciando que houve um impacto a considerar da política monetária, na economia portuguesa nos anos iniciais do euro, por via da taxa EONIA. Este impacto pode ter sido mais ou menos absorvido pela política fiscal nacional, como referido anteriormente no enquadramento teórico a respeito de Sargent e Wallace (1981).

Quanto á caracterização deste diferencial, é visível pela figura anterior, que a performance da PM se traduziu de forma benéfica na economia portuguesa, impulsionando e estimulando o PIB Potencial para valores acima do real. Este facto é justificável pela prática da taxa de juro interbancária abaixo das necessidades económicas do nosso país, favorecendo a economia com um nível acessível de pagamento de juro.

Note-se ainda que o facto de o PIBP ser inferior ao PIB, ocorre a tendência de aumento da inflação.

A respeito de 2007, o “ano do equilíbrio”, o desvio não atinge 1% e como tal não justifica um indício de impacto significativo tal como acontece em 2008 no qual o PIBP foi nulo.

Numa perspectiva comparativa verifica-se que, como na década de 90, nos anos 2002-08 a economia portuguesa esteve exposta a taxas de juro relativamente a baixo das suas necessidades de equilíbrio. Este facto ocorreu por forças distintas nos dois períodos referidos, e prova disso é a inflação, relativamente estável no período associado ao euro como moeda oficial em oposição a uma inflação significativamente descendente nos anos 90.

Perante a comparação dos resultados apurados com os valores publicados pela OCDE do PIB Potencial, prevê-se a negação da hipótese H1:

“H1 - O desvio do PIB Potencial é parte considerável ($> 3\%$) do Produto Interno Bruto, concluindo-se assim que o impacto da Política Monetária - Taxa EONIA – no crescimento económico de Portugal é significativo.”

Dado que em nenhum ano do período em análise (2002-2008) o desvio entre o PIB Potencial e o PIB efectivo foi igual ou superior a 3%. Note-se que ainda assim a própria evolução do desvio ao longo do período é composta de várias oscilações.

Seguindo a mesma abordagem da análise ao impacto da taxa EONIA no PIB Potencial Português, recorre-se novamente a Regra de Taylor aplicando-a não só a economia portuguesa, mas a todas as da zona euro.

Nesta análise dividiu-se a zona euro em dois diferentes grupos, de um lado as economias mais fortes, conhecidas como as do centro da Europa (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Luxemburgo e Holanda) em oposição as economias mais fracas e desequilibradas, conhecidas como periféricas (Grécia, Irlanda, Itália, Espanha e Portugal). Este agrupamento visa constituir amostras com condições económicas relativamente similares e assim compreender o ajuste da taxa EONIA, não em cada economia particularmente mas em dois grupos homogéneos, com o intuito de dar resposta à hipótese H2.

Divididos os países da zona euro nos dois grupos económicos, teve-se em consideração as suas médias de inflação, desemprego e NAIRU, como variáveis integrantes da Regra de Taylor.

Na figura seguinte apresenta-se as aplicações da regra para ambos os grupos da zona euro em comparação com a taxa EONIA real desse mesmo período inicial do euro. Com isto pretende-se analisar o diferencial entre as necessidades económicas dos grupos em comparação com a taxa interbancária de referência.

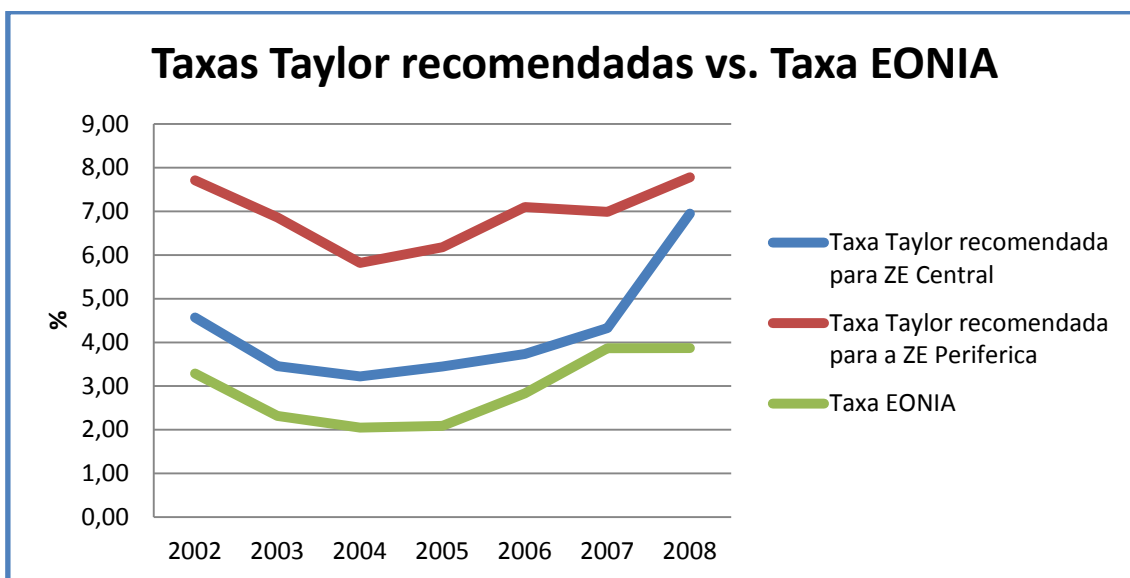


Figura 8 - Taxas Taylor recomendadas e Taxa real (2)

Fonte – BCE, Notas Pessoais

A evolução, quer das recomendações quer da taxa EONIA, ao longo do período em análise, foi relativamente proporcional.

A partir da figura 8, leia-se:

- A taxa referenciada pelo BCE foi, ao longo de todo o período, inferior a qualquer tipologia dos dois grupos económicos presentes na zona euro;
- Tal como constatado anteriormente para a economia portuguesa, também em média, os países periféricos praticaram um nível de taxa bastante inferior ao que seria recomendado;
- A evolução da taxa EONIA mostra-se mais próxima e convergente com a realidade económica central da zona euro do que com a periferia;
- O expectável seria um nível de taxa que reflectisse uma média de equilíbrio satisfatório máximo, favorecendo uma convergência conjunta, não observável pela figura 8;
- Tal como verificado nas anteriores análises, o ano de 2007 foi o mais equilibrado, mas neste caso esse fenómeno de aproximação verificou-se apenas pela convergência das necessidades monetárias dos países membros e não pela convergência simultânea entre as necessidades e a evolução da taxa. O intuito de equilíbrio económico da taxa de juro e o seu ajustamento induzido para as intenções económicas e monetárias verificou-se não do lado da taxa, mas sim do lado da realidade económica ímpar de cada economia da zona euro.

Com base na abordagem seguida até este ponto é pertinente dizer que a política monetária comum não serviu as diferentes economias da zona euro de um modo equitativo e equilibrado.

Ainda que a taxa de juro em consideração flutuá-se entre as necessidades da periferia e do centro, representando uma média geral, o desequilíbrio seria minimizado mas dificilmente anulado. Esta média geral seria apenas uma aproximação, não representando para nenhuma economia da zona euro o nível de taxa de juro adequado, uma vez que as diferenças estruturais assim o justificam.

Desde o início do euro até ao ano início da grande crise económico-financeira mundial, a diferença entre as necessidades monetárias dos dois grupos de países aproxima-se de 3% (excepto a partir de 2007), indiciando que a política de integração monetária não surtiu um efeito equilibrado, pelo menos a nível interno da zona euro. Assim verifica-se a negação da hipótese H2 no âmbito da adequação de uma política monetária comum servir as diferentes economias de igual modo.

Pelo apresentado no enquadramento histórico sobre o final da era do escudo e seguindo a análise referente à adequação da taxa EONIA à economia portuguesa, compreende-se que quer no final da década de 90, quer no início do período do euro, os níveis das taxas de juro de referência situavam-se abaixo do que seria adequado para economia portuguesa. O mesmo acontece em toda a zona euro até ao início da crise económico-financeira mundial no final de 2008 como explica Fernanda Nechio (2011).

A prática de um baixo nível de juros no período do escudo deriva das alterações no decorrer do processo de convergência europeia para integração do euro. Uma economia pouco competitiva, com uma moeda relativamente fraca, viu-se obrigada a cumprir uma estabilidade económica, financeira e cambial a que não estava habituada, principalmente pela combinação desvalorização - exportação e de todas as suas condicionantes. Ainda que o crescimento que daí advém não seja contínuo nem sustentável a longo prazo, esta era uma das ferramentas mais fortes que servia de alavanca a economia nacional.

Portugal tinha uma economia típica de uma moeda fraca, reflexo na política do adiamento de reformas estruturais, recorrendo à inflação monetária para desvalorizar a moeda e com isso recuperar o "pleno emprego" e ganhar competitividade no curto prazo. Na opinião da corrente mais céptica em relação à moeda única o sucesso do euro limita-se pela ausência de flexibilidade no mercado de trabalho a par da inconsistente harmonização fiscal. Neste sentido, Torres (2007) defende que regiões caracterizadas por diferenças estruturais no crescimento da produtividade não deveriam formar uma união monetária.

Como principio e em teoria o crescimento da economia que não gera desemprego situa-se anualmente acima dos 2,7%, como conclui Andrade (2007). Pela tabela seguinte verifica-se que desde o início da circulação do euro como moeda oficial, a economia portuguesa nunca atingiu o crescimento referência de 2,7%.

Portugal	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Taxa de crescimento do PIB	4,4	3,7	4,4	5,1	4,1	3,9	2,0	0,8	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,9	1,9
Dívida Pública em % do PIB	59,2	58,2	55,5	51,8	51,4	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,7	94,0
Taxa de Desemprego	7,1	7,2	6,7	4,9	4,4	3,9	4,1	5,0	6,3	6,7	7,7	7,7	8,0	7,6	9,5	10,8
Investimento em % do PIB	23,1	23,6	25,8	27,0	27,3	27,7	27,0	25,6	23,6	23,2	23,0	22,3	22,2	22,5	20,5	19,6
- Público	4,2	4,6	5,3	4,7	4,5	4,1	4,4	4,1	3,9	3,8	3,6	2,8	2,7	3,0	3,0	3,8
- Privado	18,9	19	20,5	22,3	22,8	23,6	22,6	21,5	19,7	19,4	19,4	19,5	19,5	19,5	17,5	15,8

Tabela 2 – Indicadores macroeconómicos Portugal

Fonte - EuroStat

É observável a diferença na taxa de crescimento do período-escudo para o período-euro, para além da ausência da capacidade de realizar PM própria, a economia portuguesa adoptou uma moeda forte, e com isso a expectável redução do crescimento. Assim:

- O incremento significativo dos níveis de qualidade de vida dos portugueses e modernização da sociedade caracterizam o início do euro.
- Essa qualidade de vida tem de ser financiada/sustentada por um crescimento significativamente maior, acontecendo exactamente o oposto, observe-se a evolução da taxa de crescimento do PIB e a taxa de desemprego.
- O desenvolvimento económico advém do crescimento económico, pelo que no início do euro, este desenvolvimento não esteve suportado pelo crescimento mas sim pelo aumento da dívida pública.

Note-se que o final da década de 90 ficou marcado por grandes injeções de capital por parte da UE, em prol do ajuste interno necessário para o cumprimento dos requisitos do Pacto de Convergência, nomeadamente ao nível de 60% da dívida pública (em % do PIB, tal como referido nos critérios descritos no enquadramento histórico). A redução significativa da dívida pública foi um processo exigido e cumprido com relativa “margem de segurança” até ao período de mudança de moeda.

Com a eliminação do risco cambial, previa-se uma tendência de internacionalização, ao nível de exportações de mercadorias para o exterior na procura de consolidação de novos mercados, fomentando investimento e procurando ganhar vantagens competitivas à custa de produtos portugueses com custos de produção mais baixos.

Este facto traduziu-se no aumento efectivo das exportações, ainda que o produto interno bruto não reflectisse o mesmo efeito.

Sem uma estratégia baseada em reformas, o potencial exportador dificilmente se materializa, e sem uma mudança de regime orçamental, Portugal não tem condições para manter o euro em termos financeiros, após dez anos sem reformas estruturais, conclui Macedo (2007).

A componente do PIB associada ao investimento é composta por duas parcelas, uma delas (cerca de 5%) corresponde aos bens em vias de fabrico ou variação de existências, e a grande parcela corresponde aos recursos utilizados tendo por objectivo a produção, conhecida como Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). Nos dados apresentados na tabela anterior são consideradas ambas as parcelas, sendo explícita a divisão entre sector público e privado em ordem à orientação da análise.

De um modo genérico as tendências de evolução do investimento acompanham a evolução do PIB (componente pro-cíclica), como tal o investimento perdeu peso no PIB a um ritmo constante a par de alguns abrandamentos no crescimento económico. Deve-se ter em consideração que o investimento era referenciado como a principal alavanca da economia, tendo-se significativamente alterado o seu desempenho no período final do escudo para o período euro. Ainda assim, em percentagem do PIB, a Formação Bruta de Capital Fixo evoluiu num sentido expressivo de convergência para níveis europeus, confirmando um nível significativamente alto da taxa de investimento.

O período 98-00 corresponde aos melhores valores do investimento, 1998 data da afirmação nacional no cumprimento dos critérios de convergência, traduzindo-se em confiança dos agentes económicos.

A par disso coincidiu a organização da Exposição Mundial (EXPO98) promovendo um incremento de dinamismo não só no investimento privado e na taxa de desemprego, mas também ao nível do consumo e procura interna.

Em 2004 a dívida pública ultrapassa o limite máximo dos critérios de estabilidade económica ao aumentar para 61,9% do PIB. Neste ano o investimento em construção de grandes infra-estruturas de suporte à realização do campeonato europeu de futebol (Euro 2004) surtiu algum efeito no multiplicador da despesa agregada, a economia seguiu assim uma orientação clássica (ainda que extraordinária) de sustentar o declínio contínuo do investimento privado. Apesar de não se terem verificado significativas alterações na taxa de desemprego o Produto Interno Bruto aumenta em boa parte pelos efeitos turísticos inerentes ao evento futebolístico. Paralelamente o investimento público e as verbas comunitárias, foram fortemente canalizados para outros bens não transaccionáveis como a rede de auto-estradas.

De um modo genérico é visível pela tabela 2 a alteração expressiva do investimento enquanto componente do PIB do período do escudo para o período do euro.

Note-se ainda que a par da circulação do euro, em 2002 a taxa normal de IVA sobe de 17% para 19% e em 2005 volta a aumentar para 21%.

Em última análise verifica-se que o euro surtiu um grande efeito nos níveis de qualidade de vida da população, o factor exportação adquiriu ainda mais impacto no Produto Interno Bruto bem como o acesso a bens importados de qualidade.

Numa perspectiva monetária, o período de convergência foi frutuoso para a economia, beneficiando de estabilidade cambial e financeira com taxas de juro relativamente baixas para a situação económica, permitindo um nível de crescimento estável e conseqüente redução da taxa de desemprego.

Em oposição, no período inicial do euro a conjuntura económica inverteu a orientação, ainda que o plano monetário o favorece-se. Seguiu-se o descontrolo das

contas públicas por via de um aumento crescente da dívida pública, a par de um crescimento económico marginal quando não negativo. Ainda assim deve considerar-se o contributo do euro para a economia portuguesa ao nível do alargamento dos mercados, estabilidade monetária na dimensão cambial e financeira e uma harmonização das políticas económicas nacionais a fim de promover um desenvolvimento da economia nacional. Estes contributos reflectiram-se ao nível dos indicadores de bem-estar e qualidade de vida da população em geral, como por exemplo a quantidade de quilómetros de auto-estradas, percentagem de população com formação superior e esperança média de vida.

O incremento nos níveis de qualidade de vida, proporcionado pelo euro, deveria ter sido suportados do aumento do nível de produtividade na economia, e por não se ter materializado este incremento acabou por potenciar o aumento da dívida pública e do desemprego.

De certo modo verifica-se a ausência de preparação da economia portuguesa para a adopção de uma moeda forte, aliando-se um inadequado aproveitamento da oportunidade de desenvolvimento económico pelo acesso a financiamento de custos reduzidos, risco cambial diminuto e facilidades aduaneiras.

Dando resposta à hipótese **H3** – “*A integração no euro foi vantajosa, a nível de crescimento, para a economia Portuguesa*”, o euro não desenvolveu um impacto positivo no Produto Interno Bruto, por todas as razões anteriormente alcançadas.

O desenvolvimento económico deu-se pelo aumento da dívida pública e não pelo crescimento da economia. Não obstante, é facto ter existido um período de tempo em que existiram condições macroeconómicas favoráveis ao crescimento da economia nacional, tendo a acção da política monetária culminada em taxas de juro abaixo do justificável, criando uma janela de oportunidade de convergência económica ao nível europeu. Ainda assim Portugal carecia de uma economia mais equilibrada para justificar a vantagem de integração no euro.

Capítulo V – Conclusões

Na sequência do que foi afirmado no início desta dissertação, a investigação reside na análise do impacto da Política Monetária do Banco Central Europeu no Produto Potencial da economia portuguesa, definido como objectivo geral.

A fim de compreender a significância desta relação, foi seleccionado um instrumento monetário – a *Taxa Euro Overnight Index Average*, para o período inicial da moeda única (na tentativa de excluir factores de desequilíbrio de ordem exógena á economia europeia). Partindo deste pressuposto surgem os objectivos específicos materializados nas hipóteses definidas.

Em relação ao objectivo geral apurou-se que o impacto foi positivo ainda que sem uma significância expressiva. O seu carácter positivo deve-se ao facto de o nível da taxa de juro, ter-se situado abaixo do que seria adequado às necessidades económicas do período, facto expectável pelo facto de a política monetária dificilmente se adequar especificamente a uma determinada economia da zona euro em detrimento das restantes. As razões da sua significância ficam sujeitas a estudos mais técnicos no âmbito da política fiscal adoptada pelos vários governos a par da adaptação a uma nova moeda oficial e conseqüente convergência europeia.

Quanto aos objectivos específicos, realizou-se para a hipótese H1, uma análise macroeconómica. Comparando em primeiro plano, a taxa de desemprego nacional, com a europeia, e a que justifica o nível da taxa de juro (segundo a Regra de Taylor). Em segundo plano analisa-se o nível real da taxa de juro em comparação com o que seria óptimo para a economia portuguesa e para a zona euro, em conformidade com as suas características. Por fim analisa-se o impacto da taxa de juro no produto potencial pela óptica da Lei de Okun.

A respeito desta análise extrai-se o seguinte:

- A estimativa de desemprego do BCE que serviu de referência para a taxa EONIA, situa-se acima da realidade portuguesa e da zona euro.

- As oscilações da inflação portuguesa condicionam a convergência com o nível da taxa de juro recomendada para a média da zona euro. Note-se o comportamento da inflação no final da década de 90, descrito no enquadramento histórico.
- O impacto no produto potencial, decorrente da acção da Política Monetária, por via da taxa EONIA, não é significativo ($> 3\%$) e como tal não foi possível a confirmação da hipótese H1.
- O período em análise configurou-se como uma oportunidade de crescimento económico, por via de acesso a crédito barato, na medida das capacidades financeiras da época.
- Na intenção de investigação acerca das razões pelas quais o impacto em causa não foi significativo deve ter-se em conta, à luz da teoria de Sargent e Wallace (1981), a relação entre a política monetária e a política fiscal do mesmo período.

Ainda que o impacto apurado não seja significativo, a dúvida de uma única política monetária servir de modo adequado às várias economias da zona euro persiste. Neste sentido repetiu-se parte do raciocínio anterior, mas desta vez em diferentes contornos facilitando a resposta à hipótese H2. Para tal foram constituídos dois grupos de países pelo critério de homogeneidade macroeconómica, os considerados periféricos (Grécia, Irlanda, Itália, Espanha e Portugal) em comparação com os do centro da Europa (Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Luxemburgo e Holanda). Trata-se aplicar a mesma taxa de juro a economias com necessidades distintas.

Da análise em torno da acção da política monetária nas diferentes economias apurou-se o seguinte:

- Ambos os grupos foram favorecidos com um nível de juro abaixo do que seria, em teoria, recomendado. Os países periféricos saíram mais beneficiados pelo maior desvio da recomendação à realidade. Seria expectável que a taxa interbancária corresponde-se à média entre as duas grandes realidades económicas da zona euro de modo a surtir um efeito equitativo, este facto não se verificou, sugerindo uma política expansionista

nos primeiros anos de política comum. Assim toda a zona euro beneficiou de financiamento com custos residuais.

- A evolução do nível da taxa EONIA acompanha o nível recomendado para a Europa Central, evitando a convergência geral.
- Pela análise da figura 9, conclui-se, que a política monetária ao nível da taxa de juro EONIA não serviu de modo equitativo e equilibrado as diferentes economias da zona euro, negando a hipótese H2.

Em reforço do concluído perante a primeira análise, verificou-se que os países periféricos foram os que, em teoria, mais beneficiaram do baixo nível da taxa de juro EONIA, uma vez que a capacidade de aproveitamento divergia dos países do centro da Europa pelas distintas condições económicas.

Por último, analisou-se o desempenho do Euro na economia portuguesa com base nos indicadores nacionais usados no raciocínio anterior (taxa de crescimento do PIB e taxa de desemprego), relacionados com a dívida pública e investimento, ambos em percentagem do Produto.

A priori deve ter-se em conta a perda da política monetária e cambial bem como a responsabilidade de adopção de uma moeda forte como mecanismos condicionantes do crescimento económico. A acção do Estado ficou resumida aos instrumentos fiscais e orçamentais, ainda que fortemente restringidos pelos critérios de participação na UEM.

- Conclui-se que o euro não contribui positivamente para o crescimento económico português, em oposição a um crescimento muito mais expressivo no final da época do escudo, e como tal a negação da hipótese de estudo H3.
- Com a ausência do paralelismo entre crescimento/desenvolvimento, apura-se que o financiamento da economia se deu por via do aumento expressivo da dívida pública, suportando a melhoria da qualidade de vida decorrente da utilização do euro.
- O desempenho do investimento perdeu impacto no produto, e como tal deixou de ser produzir um efeito de alavanca como no período do escudo, convergindo assim para os níveis médios europeus.

- Partindo de uma perspectiva global, observou-se um período rigoroso de convergência económica e financeira no período antecedente ao euro, seguido de uma tendência oposta de “divergência” macroeconómica e consequente desequilíbrio interno.

Em termos gerais, ficou demonstrado que, pelo desajuste macroeconómico português face ao nível médio da Zona Euro, a convergência induzida na década de 90 não foi em si suficiente para uma integração equitativa na moeda única. A economia portuguesa carece de condições estruturais que a aproximem das economias do centro de modo a constituir-se uma maior homogeneidade que promova o sucesso da política monetária. Trata-se de continuar o processo de convergência iniciado nos anos 90, adaptando a economia nacional ao uso de uma moeda partilhada e caracteristicamente forte.

Para eventuais estudos futuros, seria interessante abordar o comportamento e envolvimento da política fiscal nacional em relação à política monetária do Banco Central Europeu na primeira década do euro. A par da reacção fiscal é também sugerido, para aprofundamento técnico e científico, a análise detalhada da génese da dívida pública ao longo do mesmo período. Por último sugere-se o estudo das áreas menos equitativas e mais criticadas, como o mercado de trabalho, a harmonização fiscal e a harmonização do sector bancário, de modo a dar seguimento à intenção de convergência interna da Zona Euro.

A abordagem á temática presente nesta dissertação, encontra-se longe de esgotar todas as análises possíveis, servindo de complemento aos contributos de Nechio (2011), Pina (2004), Torres (2007) entre muitos outros.

Glossário

Défice Público: diferença entre as receitas totais e despesas totais do Estado. Aumenta/diminui conforme a necessidade líquida de financiamento do sector público.

Deflação: Euro sistema: Sistema bancário central integrado pelo BCE e pelos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros da EU com o Euro como moeda oficial.

EONIA: (Euro Overnight Index Average): Taxa de juros efectiva vigente no mercado interbancário overnight da zona euro. Corresponde a uma média ponderada das taxas de juros sobre as operações de empréstimos overnight.

Estabilidade de Preços: consiste num crescimento anual inferior a 2%, do IHPC na zona euro, i.é. manter as taxas de inflação abaixo, mas próximo, de 2% no médio prazo.

Índice Harmonizado de Preços do Consumidor (IHPC): mede a evolução dos preços de consumo, compilado pela EuroStat e harmonizado para todos os Estados-Membros da União Europeia.

Inflação: aumento generalizado do nível de preços.

Produto Interno Bruto (PIB): Valor da produção total da economia de bens e serviços, excluindo o consumo e incluindo o valor dos impostos líquidos sobre produtos e importações.

Produto Interno Bruto Potencial (PIBP): Nível de rendimento que uma economia pode produzir com uma taxa de inflação constante. Contudo uma economia pode temporariamente produzir acima do seu nível potencial por via do aumento da inflação. O PIBP depende directamente da força laboral e consequentemente da sua eficiência, taxa de NAIRU e Capital.

Taxas de Juro de referência do BCE: Reflectem a postura da política monetária do BCE. Classificam-se em: Operações Principais de Refinanciamento e Facilidades Permanentes (concessão e absorção de liquidez).

Zona Euro: área formada pelos Estados-Membros da União Europeia onde o Euro foi adoptado como moeda única oficial.

Referências

- Abreu, Marta (2001). “Da adesão à Comunidade Europeia à participação na União Económica e Monetária: A experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998”, Banco de Portugal, Boletim Económico.
- Afonso, A. (2013). “Anatomy of a fiscal debacle: the case of Portugal”. ISEG.
- Afonso, A. (2005). “Fiscal Sustainability: the Unpleasant European Case”. FinanzArchiv.
- Afonso, A. (2010). “Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence”, Applied Economics Letters.
- Afonso, A., Claeys, P., Sousa, R. (2011). “Fiscal Regime Shifts in Portugal”, Jornal Económico.
- Altig, David, Terry Fitzgerald and Peter Rupert (1997), "Okun's Law Revisited: should we worry about low unemployment". Economic Commentary.
- Banco de Portugal (1999), *Relatório de Convergência*, Lisboa.
- Blanchard O. and G. Illing (2004), "Makroökonomie", 3a Edição, Pearson.
- Clark, P. K. (1987) “The Cyclical Component of U.S. Economic Activity”, *Quarterly Journal of Economics*.
- Cuaresma, Jesús Crespo (2003), "Okun's Law Revisited". Oxford Bulletin of Economics and Statistics.
- Dias, Francisco Craveiro, Paulo Soares Esteves and Ricardo Mourinho Félix (2004), "Uma Nova Avaliação das Estimativas da NAIRU para a Economia Portuguesa". Boletim Económico, Banco de Portugal.

Duarte, Adelaide and João Sousa Andrade (2000), "Histerese da taxa de desemprego de equilíbrio — uma aplicação ao caso português". *Notas Económicas*

Fisher, I. (1926), "A Statistical Relationship between Unemployment and Price Changes", *International Labor Review*.

Franz W. (2000), "Neues von der NAIRU? "

Frazão, Maria (2010). "A Evolução da Política Cambial em Portugal e a Nova Política Cambial do Euro", Universidade Aberta, Lisboa.

Friedman, Milton (1948). A monetary and fiscal Framework for economic stability. *American Economic Review* 38 June.

Friedman, Milton (1960). A program for monetary stability. New York Fordham University Press.

Friedman, Milton (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review* 58 March.

Gerlach, S. (1999). "Output Gaps and Monetary Policy in the EMU Area". *European Economic Review*, Vol.43.

Lee, Jim (2000), "The Robustness of Okun's Law: Evidence from OECD Countries", *Journal of Macroeconomics*.

Lóio, Filipe (2010), "Determinantes do Investimento Privado – Aplicação a Portugal", Universidade de Aveiro.

Gianella et al. (2009), "What Drives the NAIRU? Evidence from a Panel of OECD Countries", *OECD Economic, Department Working Paper N° 649*.

Gordon, R. J. (1984), "Unemployment and Potential Output in the 1980's", *Brookings Papers Economic Activities*.

Hodrick, R. J. and E. C. Prescott (1997), "Post-War U.S. Business Cycle: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*.

Knotek, E. S. II (2007), "How Useful is Okun's Law?", *Economic Review*.

Marinheiro, C. (2005). "The sustainability of Portuguese fiscal policy from a historical perspective," *Empirica*.

Mc Marrow, K. and W. Roeger (2001) "Time-Varying NAIRU/NAWRU Estimates for the EU's Member States". ECFIN Economic Paper Nº 145.

Nechio, Fernanda (2011). "Monetary Policy When One Size Does Not Fit All". FRBSF Economic Letter 2011-18.

Nechio, Fernanda (2011). "Long-Run Impact of the Crisis in Europe: Reforms and Austerity Measures." FRBSF Economic Letter 2011-07 OECD (2012). *Economic Surveys – Portugal*, July 2012.

Orphanides, A (2003). "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule." *Journal of Monetary Economics*.

Okun, Arthur (1962). "Potential GNP, its measurement and significance". Cowles Foundation, Yale University.

Peersman, Gert, and Frank Smets (1999). "The Taylor Rule: A Useful Monetary Policy Benchmark for the Euro Area?" *International Finance*

Phillips, A. W. (1958). "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957".

Pina, A. (2004). "Fiscal Policy in Portugal: Discipline, Cyclicity and the Scope for Expenditure Rules", proceedings of the 2nd Conference on Portuguese Economic Development in the European Context, Banco de Portugal, Lisbon, 11-12 March 2004

Richardson et al. (2000) "The Concept, Policy Use and Measurement of Structural Unemployment: Estimating a Time-Varying NAIRU Across 21 OECD Countries". OECD Economic Department Working Papers N° 250.

Rudebusch, Glenn (2010). "The Fed's Exit Strategy for Monetary Policy." FRBSF Economic Letter.

Samuelson, Paul A. (1958) An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money. *Journal of Political Economy* 66 December.

Samuelson, P. and R. Solow (1960), "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", *The American Economic Review*.

Sargent, Thomas J., and Wallace, Neil (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Quarterly Review*. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Sargent, Thomas J., and Wallace, Neil (1973). The stability of models of money and growth with perfect foresight. *Econometrica* 41 November.

Sögner, L. and A. Stiasny (2002), "An Analysis on the Structural Stability of Okun's Law – A Cross-Country Study", *Applied Economics*.

Stephanides, G. (2006), "Measuring the NAIRU: Evidence from the European Union, USA and Japan", *International Research Journal of Finance and Economics*.

Svensson, Lars (2011). "Monetary policy after the crisis".

Taylor, John B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Stanford University, CA.

Torres, Francisco (2007). "A convergência para a União Económica e Monetária: objectivo nacional ou constrangimento externo?", *NIPE WP 21/2007*, Universidade do Minho.

Woodford, Michael (2003). "Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy." *Princeton University Press*.

Webgrafia

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

Retirado a 10 de Abril 2014, a partir de

<https://repositorioaberto.uab.pt/bitstream/10400.2/1523/1/Tese%20-%20M%C2%AA%20Celeste%20Fraz%C3%A3o.pdf>

A Evolução Recente do Desemprego. Retirado a 5 de Fevereiro de 2014, a partir de

http://www.portugal.gov.pt/media/630155/20120619_relatorio_emprego.pdf

Boletim Mensal Outubro. Retirado a 5 de Março de 2014 a partir de

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201310en.pdf>

Desvio Colossal. Retirado a 4 de Março 2014, a partir de

<http://desviocolossal.wordpress.com/2013/02/14/pib-desemprego-e-lei-de-okun/>

Discretion versus policy rules in practice. Retirado a 7 de Novembro 2013, a partir de

<http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>

Eonia rate. Retirado a 23 de Janeiro 2014, a partir de

http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.M.U2.EUR.4F.MM.EONIA.HSTA

Latest developments on interest rates. Retirado a 7 de Janeiro 2014, a partir de

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-SF-08-009/EN/KS-SF-08-009-EN.PDF

The State of Euro, In One Graph. Retirado a 21 de Maio 2014, a partir de

<http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/01/01/the-state-of-the-euro-in-one>

Anexos

Anexo 1: Output Gap e NAIRU de Portugal e Zona Euro

		Frequency Annual						
Time		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Country	Variable							
Portugal	Output gap of the total economy	1,093012185	-1,28861132	-0,99560287	-1,222608577	-0,45102383	0,604289508	-0,311141766
	Potential output of total economy, volume	1,24324E+11	1,26298E+11	1,27832E+11	1,29292E+11	1,30045E+11	1,3109E+11	1,32245E+11
	NAIRU - Unemployment rate with non-accelerating inflation rate	6,102663553	6,312913174	6,482147209	6,664174409	6,774396432	6,861115654	6,864403237
<u>Euro area (13 countries)</u>	Output gap of the total economy	-0,189828521	-1,118752804	-0,753094887	-0,484722558	0,960376776	1,898891108	0,689484636
	Potential output of total economy, volume	7,13044E+12	7,25609E+12	7,36994E+12	7,48191E+12	7,60273E+12	7,73884E+12	7,87232E+12
	NAIRU - Unemployment rate with non-accelerating inflation rate	8,261747398	8,176394509	8,083079368	7,973050523	7,795953543	7,633641038	7,647094531

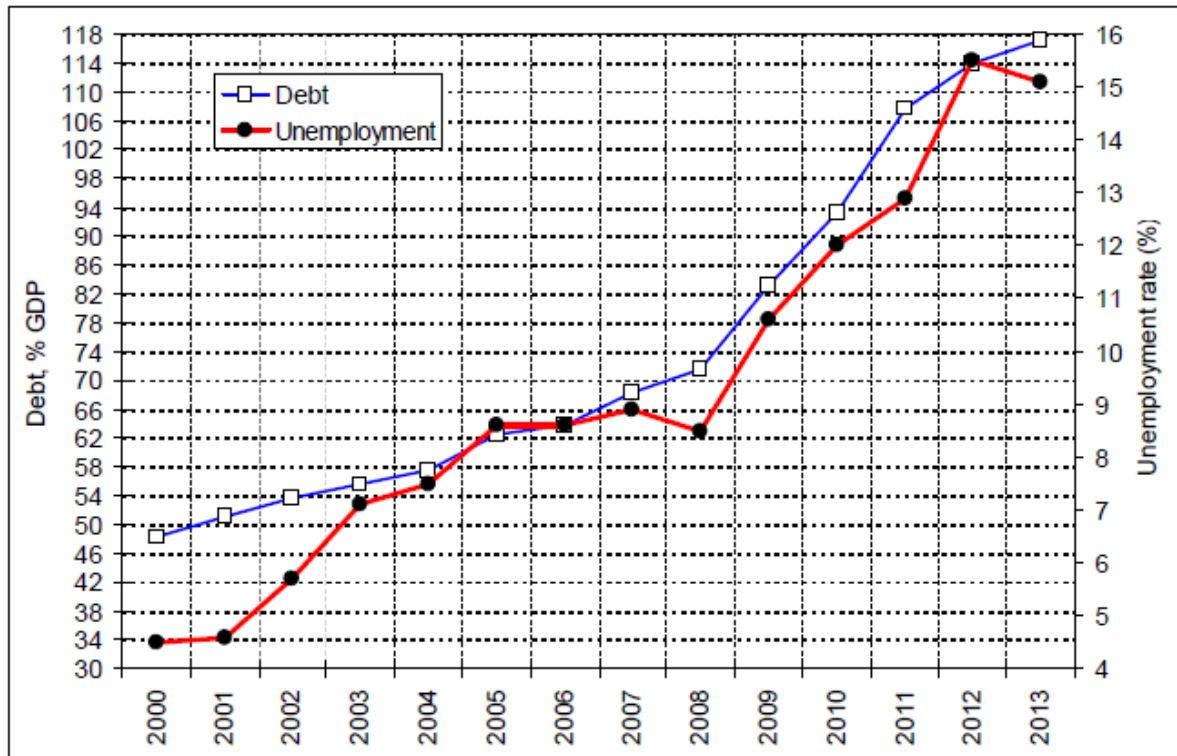
Fonte: OCDE.Stat Economic Outlook No 86 - December 2009 - Annual Projections for OECD Countries

Anexo 2: Taxa de Desemprego

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Euro area (13 countries)	8,3	8,9	9,1	9,1	8,4	7,6	7,6
Belgium	7,5	8,2	8,4	8,5	8,3	7,5	7,0
Bulgaria	18,2	13,7	12,1	10,1	9,0	6,9	5,6
Czech Republic	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4
Denmark	4,6	5,4	5,5	4,8	3,9	3,8	3,5
Germany	8,7	9,8	10,5	11,3	10,3	8,7	7,5
Estonia	10,3	10,1	9,7	7,9	5,9	4,6	5,5
Ireland	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	4,7	6,4
Greece	10,3	9,7	10,5	9,9	8,9	8,3	7,7
Spain	11,4	11,4	10,9	9,2	8,5	8,3	11,3
France	8,3	8,9	9,3	9,3	9,2	8,4	7,8
Croatia	15,1	14,1	13,8	12,8	11,4	9,6	8,4
Italy	8,5	8,4	8,0	7,7	6,8	6,1	6,7
Cyprus	3,5	4,1	4,6	5,3	4,6	3,9	3,7
Latvia	12,1	10,7	10,6	9,1	6,9	6,1	7,7
Lithuania	13,8	12,4	11,3	8,0	5,2	3,8	5,3
Luxembourg	2,6	3,8	5,0	4,6	4,6	4,2	4,9
Hungary	5,6	5,8	6,1	7,2	7,5	7,4	7,8
Malta	7,4	7,7	7,2	6,9	6,9	6,5	6,0
Netherlands	3,1	4,2	5,1	5,3	4,4	3,6	3,1
Áustria	4,2	4,3	4,9	5,2	4,8	4,4	3,8
Poland	20,0	19,8	19,1	17,9	13,9	9,6	7,1
Portugal	5,7	7,1	7,5	8,6	8,6	8,9	8,5
Romania	7,5	6,8	8,0	7,2	7,3	6,4	5,8
Slovenia	6,3	6,7	6,3	6,5	6,0	4,9	4,4
Slovakia	18,8	17,7	18,4	16,4	13,5	11,2	9,6
Finland	9,1	9,0	8,8	8,4	7,7	6,9	6,4
Sweden	6,0	6,6	7,4	7,7	7,1	6,1	6,2
United Kingdom	5,1	5,0	4,7	4,8	5,4	5,3	5,6
Iceland	:	3,3	3,1	2,6	2,9	2,3	3,0
Norway	3,7	4,2	4,3	4,5	3,4	2,5	2,5

Fonte: EuroStat – Unemployment rate

Anexo 3: Dívida Pública em percentagem do PIB e Taxa de desemprego em Portugal



Fonte: Comissão Europeia, AMECO.