

## **IV CONFERÊNCIA SOBRE A ECONOMIA PORTUGUESA**

### **Como está a Economia Portuguesa?**

Lisboa, 4-5 Maio de 2001

#### **PROPOSTA DE COMUNICAÇÃO:**

#### **PARIDADE DO PODER DE COMPRA E DAS TAXAS DE JURO: UM ESTUDO APLICADO À ECONOMIA PORTUGUESA E ALEMÃ**

António Portugal Duarte<sup>1</sup>

(<http://www2.fe.uc.pt/~portugal>)

**FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA**

Av. Dias da Silva, 165, 3004-512 Coimbra, Portugal

Tel. +351 239790500, Fax +351 239403511

Números da Classificação JEL: F31, F41, C32, G15, C51

**Palavras-chave:** Paridade do poder de compra, paridade das taxas de juro, raízes unitárias, co-integração, mecanismo corrector dos erros.

**Área 2:** Desenvolvimento, Território, Recursos e Ambiente

- Posicionamento do território nacional no quadro de uma economia europeia e global, considerando a recomposição de actividades que se têm verificado.

---

<sup>1</sup> Assistente da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

## Resumo

Passados que estão um pouco mais de 25 anos desde o estabelecimento de um regime de câmbios flexíveis generalizado, a teoria da Paridade do Poder de Compra (PPC) e a teoria da Paridade não Coberta das Taxas de Juro (PNCTJ), figuram actualmente como dois dos instrumentos mais importantes da macroeconomia internacional. A primeira, é utilizada frequentemente para a realização de comparações internacionais de variáveis reais, permitindo estabelecer um valor de equilíbrio de longo prazo para a taxa de câmbio real e, deste modo, analisar a evolução de uma divisa em termos de poder de compra relativo entre duas economias. A segunda, enquanto relação de equilíbrio de curto prazo no mercado de capitais, é utilizada de forma complementar para testar a mobilidade efectiva de capitais e, conseqüentemente, a eficiência do mercado cambial.

Neste contexto, este estudo teve por objectivo aplicar a teoria da PPC e a teoria da PNCTJ para analisar o equilíbrio de longo prazo e os ajustamentos de curto prazo no mercado cambial. O trabalho empírico foi desenvolvido para o período de 1960 a 1999, incorporando assim simultaneamente, sempre que a disponibilidade de dados o permitiu, períodos de câmbios fixos e de câmbios flexíveis. Foram utilizados dados de diferente periodicidade para avaliar o funcionamento do mercado cambial de Portugal relativamente à Alemanha. A escolha de um dos países do grupo de países menos desenvolvido da União Europeia justifica-se pelo facto da sua economia ter sido relativamente fechada aos movimentos de capitais, não possuir uma moeda dominante, mas apresentar actualmente mercados financeiros organizados a par de uma crescente integração. A inclusão da Alemanha está directamente relacionada com o papel nuclear desempenhado por este país, com mercados mundiais, no funcionamento do Sistema Monetário Europeu.

A aplicação das referidas teorias a séries temporais alicerçou-se na realização de testes de raízes unitárias, utilizando os testes de Dickey-Fuller aumentado (ADF), na obtenção de relações de co-integração, empregando a metodologia proposta por Johansen, e na construção de modelos dinâmicos com inclusão do Mecanismo Corrector dos Erros (ECM). Foi deste modo possível explorar relações de longo prazo baseadas exclusivamente na teoria da PPC, mas também testar a PNCTJ e igualmente obter dinâmicas de curto prazo tendo em conta os erros dos ajustamentos de longo prazo.

Os testes à teoria da PPC não foram capazes de rejeitar a não estacionaridade da taxa de câmbio real, indiciando assim a presença de desequilíbrios de longo prazo no mercado cambial. Por seu turno, a maioria dos testes à PNCTJ sugeriram a estacionaridade do prémio de risco, deixando antever que apesar de ocorrerem desequilíbrios no mercado cambial, este podia

frequentemente funcionar de forma eficiente. Neste contexto, na eventualidade de ocorrerem alterações na política monetária de um dos países, existiria a capacidade de no curto prazo se registar um comportamento de *mean reversion*, eliminando-se desta forma possíveis perturbações sobre o mercado de capitais.

Ainda que possamos aceitar que a utilização de uma amostra mais longa pudesse proporcionar resultados mais robustos para uma avaliação da teoria da PPC, entendemos que as séries temporais usadas incluíram diversos acontecimentos político-económicos cuja conjugação influenciou decisivamente as variáveis a partir das quais foram construídas as relações objecto de estudo. Em trabalhos futuros, o alargamento da amostra ao período imediatamente a seguir aos Acordos de Bretton Woods poderá certamente clarificar esta questão.

Pelos resultados alcançados com os testes de raízes unitárias ficou ainda patente que a maioria das séries eram estacionárias à volta de uma tendência, levando-nos assim a acreditar que existia também um fenómeno de *mean reversion* à volta daquela. Este resultado é particularmente importante se imaginarmos que perante a rejeição da teoria da PPC os agentes poderiam interiorizar, por qualquer “ordem de razão natural”, que ao longo do tempo a moeda dominante do SME (o marco alemão) valorizar-se-ia face às outras moedas. Observou-se no entanto que foi a moeda fraca (o escudo português), tradicionalmente não utilizada nas trocas internacionais, que com o decorrer do tempo registou uma apreciação real.

Perante estes resultados, coloca-se forçosamente a questão de saber porque é que uma pequena economia como a portuguesa, com uma moeda fraca, não sofreu então fortes ataques especulativos; porque é que a desvalorização nominal do escudo não foi mais acentuada, continuando pelo contrário o seu processo de apreciação real? Na verdade, não podemos esquecer que um fenómeno semelhante registado noutros países, não apenas asiáticos, mas também da América Latina, como é o caso do México e da Argentina, conduziu as suas economias para graves crises financeiras.

O facto da economia portuguesa estar inserida desde o período de mais acentuada apreciação real do escudo num processo de integração europeia, ter-lhe-á permitido beneficiar da credibilidade e estabilidade proporcionada pela aceitação da política monetária anti-inflacionista da Alemanha e pela fixação do escudo em relação ao marco, conseguindo deste modo evitar os efeitos nefastos de possíveis ataques especulativos contra a sua moeda. Na sequência deste processo a economia portuguesa conseguiu igualmente alcançar com êxito o objectivo prioritário de estabilidade dos preços, que era explicitamente assumido pelo poder político tendo em vista a participação de Portugal na 3ª fase da UEM. O processo de integração da economia portuguesa pode servir de exemplo a outras pequenas economias no sentido em que terão todo o interesse em fazer parte das grandes áreas monetárias dominantes, mesmo que isso as impeça em

definitivo de conduzir livremente a política monetária e cambial. Se assim não for, ficarão mais expostas a ataques especulativas no caso de apreciação real das suas moedas, aumentando o risco de ocorrência de crises financeiras.

Como dissemos, com este estudo procurou-se ainda averiguar se no longo prazo poderia existir uma combinação linear entre a taxa de câmbio nominal e os preços que já fosse estacionária. A utilização do método da máxima verosimilhança permitiu-nos observar que para a maioria dos casos analisados era possível obter pelo menos um vector de co-integração que estivesse conforme a teoria da PPC.

Os resultados precedentes podiam no entanto depender de outras variáveis para além das sugeridas pela teoria, daí que em alguns casos tenham sido igualmente incluídas as taxas de juro dos dois espaços enquanto explicação do erro da relação de longo prazo implícita na referida teoria. Na realidade, se o ensaio da teoria da PPC não fosse realizado desta forma, em nenhuma das várias alternativas de análise consideradas em cada um desses casos teria sido possível encontrar qualquer vector de co-integração.

Podemos igualmente constatar que a possibilidade de ocorrerem desvios perante a relação de longo prazo subjacente à teoria da PPC dependia não apenas das variáveis segundo as quais era formulado o sistema objecto de estimação, mas igualmente da sua natureza, em especial da forma como a constante e a tendência eram tratadas na análise.

Contudo, a aplicação da teoria da PPC não deve “limitar-se” a procurar explorar relações de longo prazo, deve igualmente permitir a obtenção de dinâmicas de curto prazo pelo que a terminar o nosso estudo procedeu-se à construção de modelos com mecanismo de correcção dos erros, particularmente porque o nosso objectivo foi também o de estimar coeficientes de ajustamento ao equilíbrio de longo prazo, ou seja, encontrar explicações para as situações em que se verificam desvios face à teoria através da incorporação dos erros dos ajustamentos de longo prazo. No estudo da dinâmica de curto prazo usamos a metodologia convencional da análise de choques nas diferentes variáveis dos modelos retidos.