

## CAPÍTULO 3

## ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO-CENÁRIOS

**1 - Os objectivos e as políticas macroeconómicas, no limiar do mercado único**

O cenário macroeconómico para os próximos quatro anos reflectirá naturalmente os objectivos e as políticas que foram descritos no capítulo anterior. O ajustamento estrutural de economia portuguesa e a sua preparação para as condições do mercado único pós-1992 requerem uma concentração da política macroeconómica em três domínios fundamentais, com fortes laços de interdependência:

- (i) o esforço de modernização e de incremento da produtividade;
- (ii) a redução da inflação;
- (iii) a contracção das necessidades de financiamento do Sector Público, relativamente ao PIB.

A realização deste conjunto de objectivos – aliás de conciliação difícil – permitirá **sustentar um crescimento saudável da economia a níveis superiores ao da média comunitária sem gerar desequilíbrios intoleráveis nas contas externas**. Ao mesmo tempo, será possível introduzir na economia elementos acrescidos de flexibilidade nos diversos mercados. Em particular haverá que destacar as transformações que vêm sendo lançadas a nível dos mercados

financeiros e que passam pela modificação do **modo de controlo monetário**, pela **gestão da dívida pública**, pela reforma global do quadro legal do **mercado de capitais** e pelo reordenamento do **mercado cambial**. A par da profunda reforma do sistema tributário já em vigor, tais transformações criarão uma envolvente que potenciará ganhos de eficiência das empresas e estímulos acrescidos à poupança e à iniciativa.

No entanto, algumas destas reformas que surgem como indispensáveis à realização eficaz dos grandes objectivos referidos contêm paradoxalmente em si próprias elementos que tornam mais difícil essa realização. Por exemplo, um sistema de controlo monetário indirecto e uma gestão da dívida pública dirigida ao fomento da poupança privada não deixarão de arrastar encargos orçamentais significativos que contrariam a redução necessária dos défices públicos.

Por outro lado, os próprios objectivos (i), (ii), (iii) contêm alguma margem de incompatibilidade. Com efeito, o esforço de investimento requerido contraria a necessária moderação da procura interna e cria défice público, o que não pode deixar de reflectir-se negativamente na inflação, pelo menos enquanto a capacidade acrescida resultante não se tornar efectivamente produtiva. Além disso, a existência de avultados financiamentos comunitários, conjugada com a necessidade de uma política monetária não inflacionista, exige uma elevada reprodutividade — directa ou indirecta — das despesas de capital correspondentes. De contrário, ao retirar espaço ao investimento privado não beneficiado pelos fundos estruturais, correrão o risco de se traduzir num défice externo e numa inflação acrescidos.

Este tipo de reflexões não deixa dúvidas sobre a reduzida margem de manobra da política económica nos próximos quatro anos e o elevado grau de rigôr que terá de ser posto na sua execução. Apesar de difícil, a conciliação dos objectivos propostos e as reformas apontadas correspondem à exigência mínima para que no limiar de 1993 a economia portuguesa se encontre em condições de competir eficazmente com estruturas produtivas e financeiras que possuem já longos anos de desenvolvimento e de maturação.

## 2 - Pressupostos do cenário-base

As grandes linhas da política económica já referidas são, evidentemente, susceptíveis de quantificações diversas e, por vezes difíceis quando se alonga o período de projecção. No entanto será certamente útil dispôr de uma análise quantitativa dos objectivos e das variáveis instrumentais mais relevantes, bem como das diversas alternativas de política e dos "trade-offs" correspondentes.

### 2.1 - Envolvente externa

Os efeitos do "crash" bolsista de Outubro de 1987 foram absorvidos com suavidade pela actividade económica mundial e o ano de 1988 superou as expectativas generalizadas em matéria de indicadores económicos. Assim, apesar de a presente fase de expansão do ciclo económico ser já relativamente longa, não é previsível a ocorrência de uma fase depressiva nos anos mais próximos. A desejável concertação internacional das políticas económicas deverá permitir que os eventuais efeitos do previsível ajustamento orçamental dos Estados Unidos venham a ser atenuados pelo carácter relativamente mais expansionista da Comunidade Económica Europeia e do Japão.

Nestes termos, poderá admitir-se como não excessivamente optimista que a actividade económica dos nossos parceiros comerciais crescerá nos próximos anos a uma taxa próxima dos 3% ao ano.

Do lado dos preços internacionais, será previsível algum agravamento da inflação externa, incluindo uma recuperação — que se espera moderada — dos preços do petróleo. As hipóteses assumidas conduzem-nos a um crescimento dos preços de exportação (em divisas) da ordem dos 4% em média anual e a uma variação dos preços de importação de 4.4%.

Admitiu-se ainda, para além de 1989, a estabilização da taxa de câmbio do dólar face às principais moedas e o não agravamento da taxa de juro da dívida externa.

## **2.2 - Política monetária e gestão da dívida pública**

O principal pressuposto relativo à política monetária interna traduz-se na desaceleração do crescimento da liquidez consistente com os objectivos para o crescimento do produto nominal. Dado o gradualismo da redução do défice do Sector Público, daquele objectivo resulta a necessidade de manutenção de taxas de juro reais positivas a níveis bastantes para incentivar a poupança e promover a boa afectação de recursos. Em particular, as taxas de juro de dívida pública poderão não acompanhar inteiramente a desaceleração da inflação, facto cuja probabilidade resulta muito reforçada pela indisponibilidade futura dos controlos quantitativos do crédito e pela inerente necessidade de uma política consentânea de emissão de dívida pública.

No domínio da política cambial assume-se essencialmente uma hipótese de não deterioração da taxa de câmbio efectiva real do escudo.

### 2.3 - Políticas orçamental e de rendimentos

Por estas políticas passará em grande medida o sucesso da política macroeconómica nos próximos anos. A prossecução de um comportamento moderado do consumo e de um dinamismo acentuado do investimento no quadro de uma política monetária não inflacionista pressupõe que **os rendimentos salariais evoluam dentro dos limites permitidos pelos ganhos de produtividade** e que a política orçamental conduza a uma efectiva redução relativa das necessidades de financiamento do sector público. Desse modo será possível assegurar ganhos de rentabilidade das empresas e atenuar o efeito de "crowding-out" e assim continuar a assentar a modernização no investimento privado.

Todavia, à política orçamental coloca-se, como já foi referido, a questão de compatibilizar a meta de redução dos défices públicos com outros objectivos assumidos pelo Governo como são a intensa construção de infraestruturas, a reforma do quadro de remuneração da administração pública e a adopção do sistema de controlo monetário indirecto. É, sem dúvida, uma conciliação difícil. Mas a ausência de um ajustamento orçamental efectivo significaria, no quadro descrito, uma orientação da procura interna no sentido de privilegiar o consumo privado em detrimento do investimento, caso a política monetária não acomodasse o excesso de despesa pública, ou um agravamento insustentável da inflação e das contas externas no caso de uma política monetária acomodatória.

Valerá, pois, a pena ilustrar quantitativamente as implicações de diferentes hipóteses de comportamento das variáveis orçamentais, assumindo-se sempre que a política de rendimentos é consistente com a desinflação. O capítulo 4 descreve mais em pormenor as condições da redução do desequilíbrio orçamental no quadro dos objectivos propostos. No que se segue adopta-se um cenário-base correspondente à hipótese mais favorável de um **ajustamento orçamental** efectivo que, não sendo muito severo, permitiria contudo trazer o **défice do SPA para a ordem dos 5% do PIB em 1992 e para menos de 4% em 1994.**

Os cenários alternativos ilustram as implicações dos comportamentos orçamentais também descritos no capítulo 4 que afastam o défice público desta trajectória.

### 3 - O cenário-base: hipótese de ajustamento orçamental efectivo

Como poderá ser apreciado no capítulo seguinte, a hipótese orçamental mais favorável — num quadro realista — corresponde à **redução gradual do défice do SPA para cerca de 5% do PIB em 1992 e à interrupção e início de inversão da longa tendência ascendente do rácio da dívida pública em % do PIB.** Tal trajectória, aparentemente modesta, implica todavia um grande esforço de ajustamento que requer designadamente:

- (i) um crescimento real do consumo público na ordem de 1% nos anos 1990 a 1992;
- (ii) a compensação dos efeitos da modificação do sistema remuneratório da função pública pela redução correspondente de despesas de consumo público e/ou de transferências ou subsídios.

- (iii) uma variação real das prestações sociais "per capita" não superior a 1 a 2%;
- (iv) a conciliação da absorção dos fundos estruturais comunitários com um crescimento real das despesas de capital, superior ao crescimento do PIB.

tudo isto, no quadro de um nível bastante das taxas de juro reais da dívida pública (da ordem dos 4 pontos percentuais, líquido de impostos).

O quadro 1 reflecte os principais resultados da simulação correspondente aos pressupostos deste cenário-base. No período 90/92, o consumo privado cresce a uma taxa média de 3%; a FBCF cresce em média anual 6 3/4%; a procura interna, 4%; as exportações cerca de 7% e as importações 6.5%; e o PIB 3 3/4% a 4%. A balança de transacções correntes sofre um agravamento, conhecendo em 1992 um défice da ordem dos 5 1/4% do PIB, ao passo que o défice de bens e serviços se situa em 11 3/4% do PIB. A taxa de inflação desce gradualmente para a ordem dos 5% a 6% em 1992, estabelecendo um diferencial tolerável relativamente à média da CEE.

Apesar de um cenário deste tipo exigir um esforço de ajustamento no domínio orçamental, estará longe de poder ser considerado um cenário de restrição. De facto, a procura interna continuaria a evoluir consideravelmente acima da média comunitária e as contas externas não deixam de o reflectir. A deterioração da balança corrente poderia ser atenuada por uma política cambial mais activa. No entanto, tal significaria aceitar taxas de inflação mais elevadas, o que não parece sustentável no quadro do mercado único europeu. E, neste mesmo quadro, não parece realista esperar um decréscimo da elasticidade das importações à procura

## QUADRO 1

CENÁRIO BASE: COM AJUSTAMENTO ORÇAMENTAL  
(Taxas de variação ou rácios)

	Tri�nio 1983-85	Tri�nio 1986-88	1989	Tri�nio 1990-92
Consumo Privado	- 1.2	6.1	3.5	3.1
Consumo Público	3.5	4.3	2.0	1.2
FBCF	- 9.3	15.5	10.5	6.8
Procura interna	- 3.8	8.8	5.1	3.9
Exporta�es	10.4	8.3	6.5	7.0
Importa�es	- 3.3	19.8	9.0	6.5
PIB	0.3	4.3	4.0	3.8
BTC				
em milhões de dólares	386 a)	-654 b)	-1462	-2952 c)
em % PIB	1.7 a)	- 1.4 b)	- 3.2	- 5.3 c)
BBS				
em milhões de dólares	- 713 a)	-4036 b)	-4989	-6594 c)
em % PIB	- 3.5 a)	- 9.5 b)	- 11	-11.7 c)
Preços no Consumo Privado	24.2	11.4	11.0	6.8 d)
Salários Nominais (Sector Produtivo)	21.3	14.1	11.5	8.8
Liquidez			12.0	10.4
Necessidades de Financi- mento do SPAE em % PIB	19.7	11.0	9.0	7.0 d)
D�vida Pública em % PIB	62.0	70.7	77.2	75.0
D�vida Externa em % PIB	76.3	48.4	39.0	35.8

FBCF - Forma o Bruta de Capital Fixo

PIB - Produto Interno Bruto

BTC - Balança de Transa es Correntes

BBS - Balança de Bens e Serviços

SPAE - Sector Público Administrativo e Empresarial

a) Em 1985

b) Em 1988

c) Em 1992

d) Regredindo ano a ano até 1992



global superior ao implícito neste cenário. É todavia provável que a **balança de capitais** venha a compensar a deterioração da balança corrente, dado o relativamente elevado nível das taxas de juro reais e o potencial efeito da modernização de infraestruturas sobre o investimento directo estrangeiro. O que permitirá um decréscimo do nível relativo da **dívida externa** que, em percentagem do PIB, se poderia aproximar dos 35% em 1992. Por seu turno, a **dívida pública** conheceria alguma redução (para cerca de 72% do PIB), travando a sua tendência ascendente e contribuindo assim para atenuar a perda de eficácia da política monetária que um rácio muito elevado sempre implica. Neste comportamento da dívida pública está evidentemente implícito um volume significativo de amortização decorrente das privatizações.

Este cenário-base, não significando uma restrição ao crescimento e ao desenvolvimento da economia portuguesa implica **todavia algumas escolhas importantes**. Os pressupostos orçamentais (i) a (iv) referidos neste ponto permitem divisar com clareza algumas dessas escolhas. As mais importantes decorrerão provavelmente das **conciliações entre o pequeno crescimento real do consumo público e as prioridades conferidas à saúde e à educação**; entre a contenção das despesas correntes e o objectivo de **reforma do sistema retributivo da função pública**; entre um crescimento controlado das despesas de capital e a **necessidade de absorção eficiente dos fundos estruturais** comunitários. Tais conciliações apenas serão possíveis **se os sectores orçamentais não prioritários observarem uma contenção efectiva das despesas** e em alguns casos mesmo decréscimos dos níveis de actividade; **se os sectores prioritários conseguirem ganhos significativos de eficiência**; **se** a reforma do **sistema retributivo for gradual** e acompanhada de uma flexibilização sensível dos recursos humanos da função pública; **se** for exer-

cida uma forte selectividade sobre os investimentos públicos, de modo que os investimentos não prioritários e não participados pela CEE se ajustem às disponibilidades orçamentais.

Em alternativa, a carga fiscal teria de conhecer um aumento muito significativo, o que não deixaria de se reflectir sobre a inflação no caso da fiscalidade indirecta e de ter efeitos negativos sobre a distribuição do rendimento, sobre o incentivo à poupança e à iniciativa e sobre as condições de oferta (custos de produção, autofinanciamento) no caso da fiscalidade directa.

No número seguinte apreciaremos os efeitos da não realização destas escolhas e, portanto, da ausência de um ajustamento orçamental efectivo.

#### **4 - Cenários alternativos: ausência de ajustamento orçamental**

O capítulo seguinte mostra claramente os efeitos sobre o défice orçamental da ausência das escolhas referidas no ponto anterior. As consequências macroeconómicas dos agravamentos do desequilíbrio do sector público correspondentes aos diversos desvios relativamente ao cenário-base são apreciadas no presente ponto.

O ano de 1990 representará, a este propósito, um momento importante dado que no cenário-base corresponderá à continuação do ajustamento orçamental mas, na ausência de medidas compensatórias de novos encargos orçamentais, traduzir-se-ia numa inversão da trajectória descendente do défice orçamental. Em particular, os efeitos da reforma do sistema de remuneração da administração pública adicionados simplesmente ao cenário-base conduziram já em 1990 a desvios significativos em algumas variáveis relevantes, com especial relevo para o consumo privado e a inflação.

Se à não compensação orçamental dos encargos decorrentes do novo sistema remuneratório da função pública juntarmos um conjunto de pressupostos afastados dos do cenário-base mas que correspondem em geral à dinâmica de algumas variáveis, poderemos construir um **cenário alternativo** que designaremos como de **não ajustamento orçamental**. Tais pressupostos adicionais poderão ser sintetizados do seguinte modo:

- (i) Crescimento real do **consumo público superior a 3%** ao ano e um ritmo mais rápido das transferências;
- (ii) **Variação real positiva dos investimentos públicos não comparticipados pela CEE**, embora a um ritmo inferior ao dos comparticipáveis, conjuntamente com o nível de investimentos comparticipáveis para absorver os fundos comunitários, a hipótese assumida significaria um crescimento real da ordem dos **12%** para o **investimento público**.
- (iii) **Manutenção do pressuposto da moderação salarial no sector produtivo**.

O pressuposto (iii) reveste particular importância, já que significa que não ocorre uma inversão radical das expectativas inflacionistas. Além disso, a política monetária caracteriza-se neste cenário por um grau de rigor semelhante ao do cenário-base. Desse modo, é possível, mesmo neste cenário, manter uma política cambial não acomodatória e assim evitar o risco do ciclo vicioso desvalorização-inflação. Note-se porém que **tal significa aceitar um défice da BTC na ordem dos 8.5% do PIB em 1992**, apesar de uma depreciação do escudo já superior à contida no cenário inicial. Caso se pretendesse reconduzir o défice para o nível do cenário-base através de uma política cambial mais activa, a taxa

## QUADRO 2

CENÁRIO ALTERNATIVO: AUSÊNCIA DE AJUSTAMENTO ORÇAMENTAL  
MAS PRESENÇA DE POLÍTICA DE RENDIMENTOS

(Taxas de variação ou râtios)

	Triênio	
	1989	1990-92
Consumo privado	3.5	3.8
Consumo público	2.0	3.3
FBCF	10.5	8.2
Procura interna	5.1	5.1
Exportações	6.5	6.2
Importações	9.0	8.0
PIB	4.0	4.0
BTC		
em milhões de dólares	-1462	-5080 a)
em % PIB	- 3.2	- 8.5 a)
BBS		
em milhões de dólares	-4989	- 8200 a)
em % PIB	- 11	- 14 a)
Preços no Consumo Privado	11.0	10.9
Salários Nominais (Sector Produtivo)	11.5	13.0
Necessidades de Financiamento do SPAE em % PIB	9.0	11.0
Dívida Externa em % PIB	39.0	38.8

FBCF - Formação Bruta de Capital Fixo  
 PIB - Produto Interno Bruto  
 BTC - Balança de Transacções Correntes  
 BBS - Balança de Bens e Serviços  
 SPAE - Sector Público Administrativo  
 a) Em 1992

de inflação atingiria a média de 13,5% no triénio 1990/92, o que teria ainda subjacente a flexibilidade dos salários reais, permitindo uma contenção do consumo privado e um acréscimo significativo das exportações.

É visível a resistência da taxa de inflação à descida do "patamar" dos 10% a 11%. Ou seja, atingiríamos 1992 com uma taxa de inflação provavelmente quase tripla da média europeia, e com uma balança externa que apresentaria um desequilíbrio já significativo (apesar dos fundos estruturais comunitários). O risco de entrada no mercado único e da liberalização de movimento de capitais, nestas condições, é evidente. O escudo seria então uma moeda fraca, sujeita a ataques especulativos, relativamente aos quais os mecanismos de defesa serão então diminutos.

O défice do SPA voltaria a valores da ordem dos 10% do PIB, o que conjugado com o objectivo para a liquidez global significaria um crescimento mais lento do financiamento ao sector produtivo, com elevação das taxas de juro reais, e, portanto alguma retracção do investimento privado (compensada, todavia, pelo menos parcialmente pelo efeito da aceleração da procura).

Este cenário alternativo é, seguramente, não desejável. Serve para fazer ressaltar a premência de um ajustamento orçamental efectivo, sem o qual poderão resultar comprometidos alguns dos objectivos centrais de política económica.

Note-se contudo que assumimos ainda a existência de um papel efectivo da política de rendimentos e uma política monetária não acomodatória (traduzida em taxas de juro reais elevadas). O abandono destes pressupostos — em particular o referente à política de rendimentos que não depende exclusivamente das autori-

dades económicas — conduziria a um cenário significativamente mais gravoso, onde ressurgem os ciclos viciosos que caracterizaram a economia portuguesa num passado não muito distante.

Assim, simulou-se um outro cenário onde:

- (i) os salários são determinados pela inflação do ano anterior, acrescida de  $\frac{3}{4}$  da produtividade desse mesmo ano;
- (ii) a desvalorização do escudo é determinada de modo a compensar os diferenciais de custos unitários entre Portugal e o exterior;
- (iii) a taxa de juro líquida dos depósitos é fixada a um nível que iguala a taxa externa acrescida da depreciação cambial.

Os resultados desta simulação — mantendo intactos os pressupostos do anterior cenário alternativo — não deixam margem para dúvidas quanto ao carácter **insustentável** de uma situação deste tipo:

- (a) a inflação subiria ininterruptamente, ultrapassando os **15% em 1992**;
- (b) Apesar de um crescimento nominal elevado, os **salários reais quase estagnariam** e o consumo privado acabaria por crescer menos do que nos cenários anteriores;
- (c) os défices da balança de **transacções correntes** e da balança de **bens e serviços** situar-se-iam próximos dos valores verificados no anterior cenário alternativo.

E será importante referir que não se reflectem nas projecções as consequências prováveis das **expectativas** num quadro do tipo do descrito. A nossa experiência mostra bem que em tais situações as expectativas se invertem rapidamente e a inflação é fortemente alimentada por essa via e reforçada pela necessidade de manter uma política cambial que contrarie a provável ocorrência de saídas de capitais mais ou menos intensas.

A economia portuguesa encontrar-se-ia então em 1992 longe das condições mínimas indispensáveis à actuação no quadro do mercado único europeu, em especial na sua vertente monetária e financeira. E haveria de requerer, mais cedo ou mais tarde, um processo de ajustamento significativo, que travaria o crescimento e teria consequências gravosas sobre a capacidade competitiva da economia.

Em suma, a política macroeconómica não poderá dispensar a eficácia de qualquer das suas vertentes nos próximos anos. Mas sendo a eficácia das políticas monetária e de rendimentos largamente condicionada pela política orçamental — dada a situação de **desequilíbrio** neste domínio — é evidente a necessidade crítica de um processo de ajustamento orçamental efectivo. Aliás, deverá referir-se que o primeiro cenário alternativo apresentado se terá de considerar pouco realista. De facto é muito improvável que, agravando-se o **desequilíbrio orçamental**, seja possível gerir as expectativas de molde a obter políticas de rendimentos e cambial não inflacionistas.

E, nesse caso, o evitar situações de **desequilíbrio intolerável** nas contas externas exigiria uma depreciação real da taxa de câmbio relativamente acentuada, o que levaria a inflação para níveis ainda mais elevados do que os que resultam dos cenários alternativos.

A conciliação dos objectivos de modernização da economia — requerendo a continuação do esforço de investimento público e privado — e de salvaguarda dos principais equilíbrios macroeconómicos — inflação e contas externas — no percurso para o mercado único europeu não poderá ser prosseguida num quadro significativamente afastado do descrito no cenário base. Ou seja, nos próximos anos adquirirá importância acrescida a contenção da despesa e dos défices públicos, e a estabilização dos rácios da dívida pública.

Nestas condições será possível atingir 1992 com uma inflação próxima da média europeia e com um défice da balança de transacções correntes em níveis toleráveis e parcialmente compensado pelos fluxos importantes de investimento directo estrangeiro. Assim poderá ser potenciado o impacto positivo do mercado único europeu na nossa economia e atenuar os eventuais riscos. A capacidade produtiva acrescida, decorrente do esforço de investimento realizado, permitirá uma maior competitividade da oferta interna nos mercados externo e interno, possibilitando um crescimento mais rápido das exportações e uma moderação da elasticidade das importações à procura global. Será possível uma recuperação progressiva das contas externas, que reencontrarão o equilíbrio no médio prazo.