

Departamento de Estudos Económicos e Estatísticas

Boletim Económico

Agosto | 2005

Actividade Económica Nacional

1. Introdução	2
2. Enquadramento Externo da Economia de Cabo Verde	3
3. Políticas Macroeconómicas	6
<i>Política Monetária do Banco de Cabo Verde</i>	
<i>Política Orçamental</i>	
4. Actividade Económica Nacional	10
<i>Consumo Privado, Rendimento Disponível e Poupança</i>	
<i>Formação Bruta de Capital Fixo</i>	
<i>Exportações e Importações</i>	
<i>Balança Corrente e de Capital</i>	
<i>Inflação</i>	

Texto

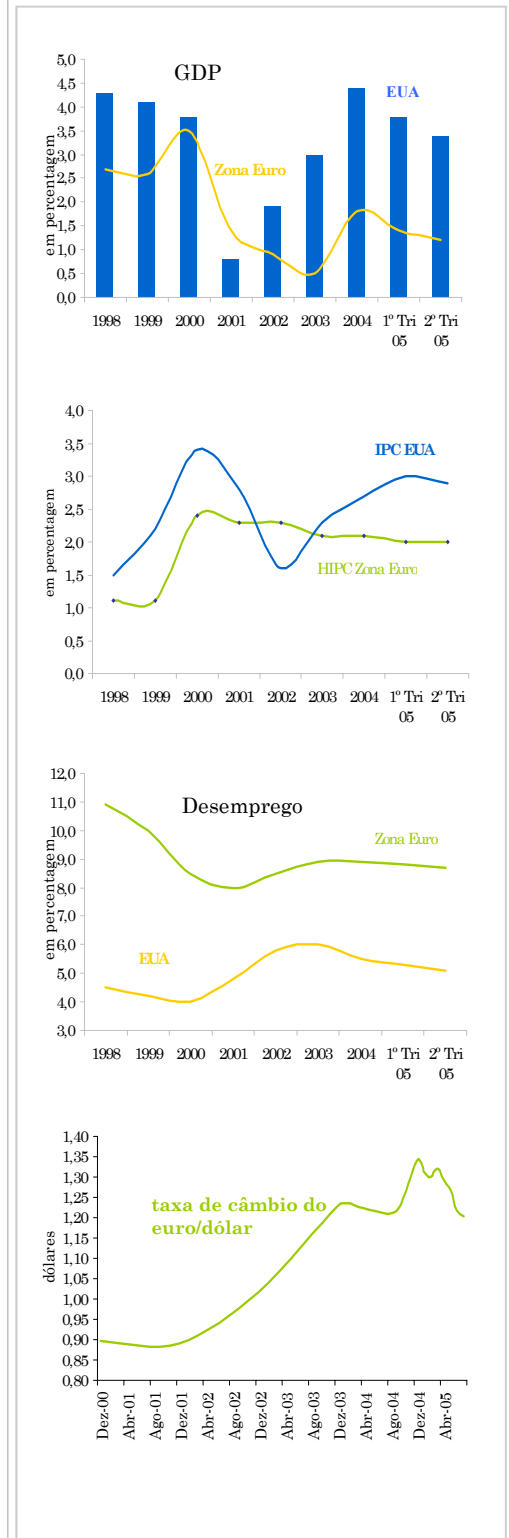
Evolução da Inflação no Contexto da Paridade Fixa com o Euro

1. Introdução

- O Banco de Cabo Verde prevê uma aceleração da actividade económica em 2005, com o PIB a crescer à taxa real de 6,5%, reflectindo um maior dinamismo da procura interna, particularmente do consumo privado e do investimento.
- As exportações, determinadas pelo abrandamento das exportações de serviços, particularmente sensíveis à conjuntura internacional, devem desacelerar-se, enquanto que as importações devem expandir-se, em função da expansão da procura interna. O alargamento do desequilíbrio externo do país, embora atenuado pelo fluxo superior de entradas de donativos oficiais e remessas de emigrantes, resulta num aumento das necessidades líquidas de financiamento da economia para 4,3% do PIB.
- Após um longo período de deflação, regista-se uma interrupção da cadência descendente da inflação, determinada pelo comportamento dos bens industriais energéticos, condicionado pelos preços internacionais em alta do petróleo e seus derivados. A manter as perturbações no preço de petróleo, as estimativas do Banco de Cabo Verde apontam para uma taxa média de inflação no intervalo de 1% a 1,4%, no ano.
- Orientada para o objectivo da estabilidade de preços, a política monetária do Banco de Cabo Verde manteve a postura de afrouxamento das condições monetárias, iniciada em Dezembro de 2004, com a redução da taxa de remuneração das Disponibilidades Mínimas de Caixa, de 19% para os actuais 17%, e com a redução da taxa de cedência de 8,5% para 7,4%. Essas medidas de política, facilitadas pelo contínuo reforço das reservas internacionais, tiveram como efeito a redução das taxas de juro médias dos bancos comerciais.
- A política orçamental tem tido uma orientação expansionista, contrariando a tendência do ano anterior, pelo que não obstante as receitas manterem um ritmo de crescimento acentuado, o aumento significativo das despesas (correntes e de investimento) deve implicar num défice global de 2,4% do PIB.

2. Enquadramento Externo da Economia de Cabo Verde

- Nos primeiros meses de 2005, a economia global continuou marcada por um sentimento de incerteza, incentivado, essencialmente, pela instabilidade do mercado petrolífero. Desde início do ano o preço internacional do petróleo tem ultrapassado sucessivamente os seus máximos históricos, estando muito perto de atingir os 70USD/barril.
- Não obstante, os EUA, motor da economia mundial, mantiveram um ritmo de crescimento robusto, em torno dos 3,7% (embora em ligeira desaceleração face ao forte dinamismo verificado no 2º semestre de 2004), beneficiando de fortes lucros do sector empresarial, das condições de financiamento favoráveis ao investimento e da progressiva melhoria das condições no mercado de trabalho, o que tem contribuído para o aumento do rendimento dos particulares e, conseqüentemente, para o crescimento do consumo (2/3 do PIB americano). De acrescentar, ainda, o contributo positivo das exportações líquidas para o desempenho da economia dos EUA, em resultado de um maior dinamismo das exportações, aliado à desaceleração das importações. A melhoria da balança comercial norte-americana beneficiou, igualmente, da valorização do Yuan chinês¹.
- A Zona Euro, pelo contrário, continuou a registar um desempenho modesto, condicionado pelos efeitos desfasados da apreciação do euro e da subida dos preços dos energéticos. As expectativas são para um crescimento do PIB, em 2005, abaixo do potencial, no intervalo de 1,1%-1,7%, com vários factores a restringirem a actividade económica, entre os quais se destacam, o fraco ritmo de crescimento da produção industrial e a expectativa da manutenção da confiança dos consumidores num nível deprimido, determinado pela deterioração do mercado de trabalho e pela redução do poder de compra das famílias².



Fonte: Federal Reserve Bank Of Philadelphia, Bureau of Economic Analysis, Comissão Europeia

Quadro 1

Indicadores Económicos (taxas de variação em percentagem)

	PIB		Inflação		Desemprego	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Estados Unidos	4,4	3,6	2,7	2,7	5,5	5,3
Zona Euro	1,7	1,6	2,2	1,9	8,8	8,7
Japão	2,6	0,8	-0,3	-0,2	4,7	4,5
Economia Mundial	5,1	4,3	2,4	2,3	5,7	5,7

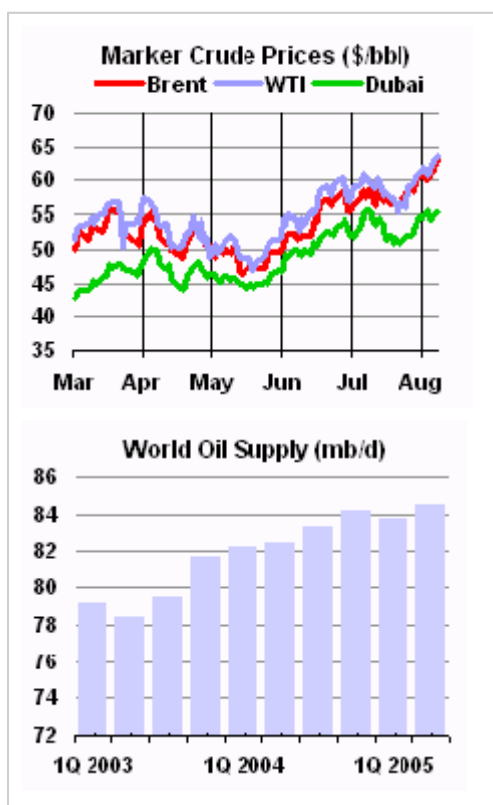
Fonte: Fundo Monetário Internacional

- As economias asiáticas (com excepção do Japão) continuaram a impulsionar, significativamente, a economia mundial, com um ritmo de crescimento muito superior à média global, sustentado pela forte evolução da procura interna, em particular, do consumo privado.
- Em termos cambiais, verificou-se uma apreciação nominal do dólar americano, nos últimos meses, de Janeiro a Junho o USD apreciou-se, em termos médios, em 7,9% relativamente a EUR. A evolução em alta do dólar é uma consequência da remuneração mais elevada do capital³. Registou-se, por outro lado, uma depreciação do euro face à generalidade das moedas (2,3% face ao iene, 2,2% face à libra esterlina e 0,4% face ao franco suíço), reflexo da incerteza no âmbito do processo de integração europeia, bem como da divulgação de indicadores que apontam perspectivas económicas menos favoráveis para a área do euro.
- O preço do petróleo teve uma alta acumulada de 50%, de Janeiro a Julho. De salientar que, nos últimos 7 anos, o preço do barril mais que quadruplicou. Na razão deste comportamento do mercado petrolífero, estão factores puramente económicos, a escassez da oferta face a uma procura crescente, particularmente por parte de economias emergentes, com desempenhos económicos exponenciais, como o caso da China e da Índia e por parte da economia americana, cuja retoma económica tem sido considerada sólida. A oferta, por seu turno, tem sido condicionada pela redução da produção do petróleo norte-americano, com o fecho de algumas refinarias (nos Estados de Texas e Pensilvânia) e pelo clima de contínua instabilidade no Médio Oriente, reforçado

¹ No dia 21 de Julho as autoridades chinesas anunciaram formalmente o abandono do regime de câmbio de *peg* fixo ao USD e a introdução de um regime *managed floating*, em que a taxa de câmbio do renminbi passa a ser definida com referência a um cabaz de moedas. As autoridades procederam a uma revalorização da moeda chinesa face ao USD em 2,1%.

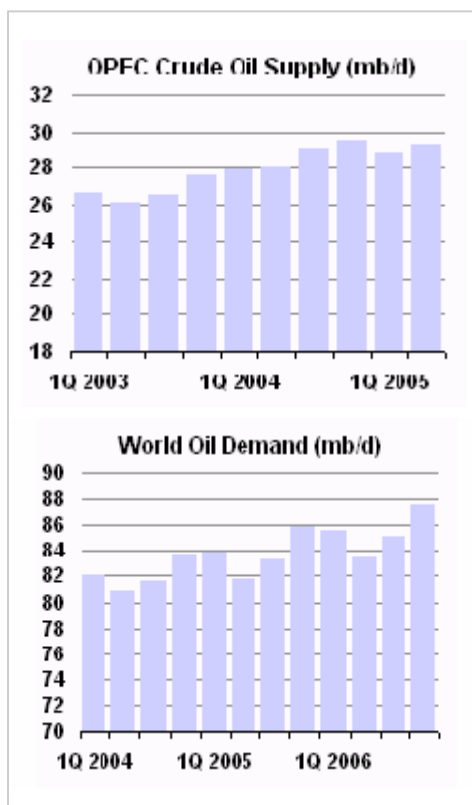
² Em resultado do aumento dos preços dos energéticos e dos efeitos negativos, de curto prazo, associados aos esforços de reformas estruturais levadas a cabo em áreas como mercado de trabalho, segurança social, sistemas de saúde, procura de ganhos de eficiência e de produtividade das empresas.

³ A tendência inflacionária, propiciada pelos preços em alta do petróleo e pela melhoria das condições do mercado de trabalho, tem estimulado um crescimento mais acelerado da *rate do fed funds*, cujo último aumento de 25 pontos base a 9 de Agosto, o décimo consecutivo, fixou-a em 3,5%. Enquanto que, o Banco Central Europeu mantém a taxa *refi* em 2%, desde segunda metade de 2003.

Fonte: <http://iea.org/>

com a morte do Rei Fahd da Arábia Saudita e com a retoma do programa nuclear pelo Irão, factores que vieram aumentar os receios de possíveis ataques, que afectariam, certamente, a capacidade dos maiores produtores do petróleo do mundo de garantirem o seu fornecimento. Concorrem, ainda, para fomentar a especulação no mercado petrolífero, causas naturais, nomeadamente os danos que o furacão Katrina poderá causar à produção do Golfo do México.

Segundo vários estudos, o choque da procura deve manter a tendência de alta do preço do *crude oil*, estimando-se que o consumo diário do petróleo deva ultrapassar os actuais 82,4 milhões de barris para 92 milhões de barris/dia em 2010. Países essencialmente importadores dos energéticos como Cabo Verde devem-se acautelar, via reforço das suas reservas, dos impactos sobre a produção e preços internos do actual choque petrolífero.



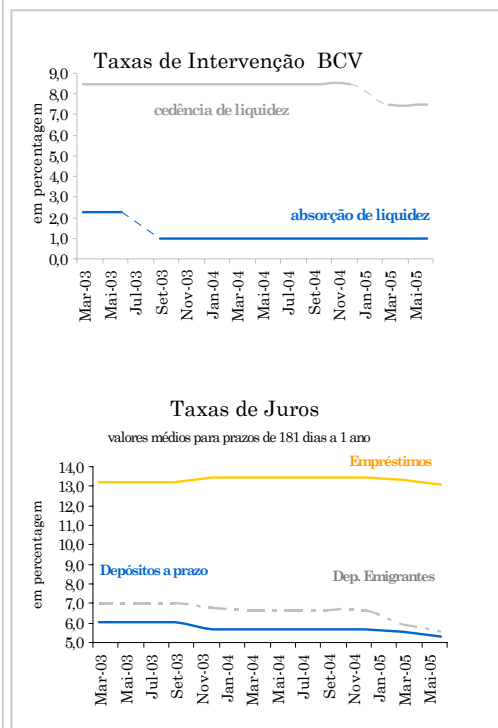
Fonte: <http://iea.org/>

3. Políticas Macroeconómicas

Política Monetária do Banco de Cabo Verde

- Nos últimos seis meses, a política monetária do Banco de Cabo Verde, orientada para o objectivo da estabilidade de preços, manteve a postura de afrouxamento das condições monetárias iniciada em Dezembro de 2004⁴, com a redução, em Março de 2005, da taxa de cedência de 8,5% para 7,5%. O efeito combinado dessas medidas de política traduziu-se na baixa das taxas de juro médias dos bancos comerciais, ainda que em pontos percentuais reduzidos.

Os principais agregados monetários apresentaram, no mesmo período, uma trajectória positiva, com destaque para o contínuo reforço das reservas internacionais líquidas do Banco de Cabo Verde que, em Junho, cresceram à taxa de 32,3%, traduzindo as entradas de divisas para o Estado e para projectos, bem como a evolução líquida positiva do mercado interbancário de divisas. Em termos absolutos, as reservas internacionais líquidas do BCV atingiram 14.945,6 milhões de escudos (16,4% do PIB), no final de Junho, contribuindo para o aumento dos activos externos líquidos do sistema na ordem dos 34,1%.



Fonte: Banco de Cabo Verde

Quadro 2

Evolução dos Principais Indicadores Monetários (milhões de CVE)
Saldos em fim de período

	Dez/03	Mar/04	Jun/04	Dez/04	Mar/05	Jun/05
1 - Activos Externos Líquidos do Sistema	10.154,1	10.892,9	11.330,4	13.546,9	14.670,2	18.164,3
1.1 - Reservas Internacionais Líquidas	8.172,8	8.478,8	9.320,7	11.295,7	12.069,6	14.945,6
2 - Crédito Interno Líquido	53.684,4	54.024,4	54.310,2	56.488,4	56.837,4	57.287,8
2.1 - Crédito Líq. ao SPA	24.785,8	24.676,9	24.069,8	24.853,3	24.640,0	24.704,8
2.2 - Crédito à Economia	28.861,9	29.311,3	30.191,1	31.591,4	32.164,8	32.552,2
2.3 - Crédito Inst. Financ. n/ Monet.	36,7	36,2	49,3	43,7	32,6	30,8
3 - Outros Activos Líquidos	-6.955,0	-6.947,9	-6.726,4	-7.187,0	-7.611,8	-9.136,3
4 - M2	56.883,4	57.969,4	58.914,2	62.848,3	63.895,8	66.315,9

Fonte: Banco de Cabo Verde

⁴ Diminuição da taxa de remuneração das disponibilidades mínimas de caixa de 19% para 18%. Em Abril de 2005, as taxas das DMC, voltaram a decrescer, para 17%.

- A massa monetária apresentou uma taxa de crescimento de 5,5% em igual período, reflectindo o comportamento positivo dos principais factores de criação monetária. A análise das suas componentes revela uma diminuição da circulação monetária de 6,2% e um aumento de 5,7% nos depósitos à ordem em moeda nacional. Em Junho, os passivos quase monetários cresceram 7,5%, fixando-se em 41.335,3 milhões de escudos, em termos absolutos, traduzindo, particularmente, a evolução dos depósitos de emigrantes, o mais representativo dos passivos quase monetários, que cresceram a 4,4%, no período em análise.
- O crédito interno atingiu os 57.287,8 milhões de escudos em Junho, crescendo 1,4% em relação a Dezembro, reflectindo, essencialmente, a evolução positiva do crédito à economia (3%). A evolução do crédito à economia resulta, fundamentalmente, do acréscimo de 2,7% do crédito à habitação, cujo peso no total do crédito ascende a 45%. O crédito ao comércio, restaurantes e hotéis apresentou, igualmente, uma evolução positiva, com um crescimento de 7,9%, enquanto que o crédito à indústria transformadora e aos serviços sociais e pessoais acusam variações negativas de 7,1% e 3,5%, respectivamente.
- Para o conjunto do ano, prevê-se um crescimento de 8% para a massa monetária, em linha com o crescimento esperado para o PIB nominal, a atender à manutenção do nível de velocidade da circulação da moeda, em torno dos 1,2%. As reservas líquidas do sistema deverão crescer à taxa de 9%, reflectindo, essencialmente, o aumento das remessas de emigrantes e o desembolso de recursos ligados a empréstimos externos, ajuda alimentar e ajuda orçamental. Por último, o crédito interno deverá crescer em torno de 5,7%, reflectindo, na sua globalidade, o crescimento previsto do crédito à economia.

Política Orçamental

- No primeiro semestre de 2005 a política orçamental teve uma orientação expansionista, contrariando a tendência restritiva do ano anterior. Assim, não obstante as receitas terem mantido um ritmo de crescimento acentuado (22%), o aumento significativo das despesas (26,9%) levou à deterioração do saldo global em cerca de 1,7% do PIB (1% do PIB no período homólogo). Igualmente, registou-se, em resultado do aumento das despesas com os juros da dívida, um agravamento de 1,8 p.p. do défice primário (indicador da análise da sustentabilidade da dívida).

Quadro 3**Contas do Sector Público Administrativo** (milhões de escudos)

	2003	2004	2005 ^o	1º S 04	1º S 05	var (%)
Receitas Totais	20.812	24.227	30.208	9.824	11.989	22,0
Receitas orçamentais	16.372	18.716	23.450	8.752	9.765	11,6
Receitas correntes	16.354	18.467	19.876	8.712	9.733	11,7
Receitas tributárias	15.063	16.637	16.921	7.514	8.688	15,6
Receitas não tributárias	1.291	1.830	2.955	1.198	1.045	-12,8
Reembolsos de capital por EP	18	249	0	40	32	-21,0
Donativos	4.400	5.335	6.759	1.015	2.224	119,2
Transf. de OFN	40	177	0	57	0	-100,0
Despesas Totais	24.256	25.353	35.285	10.666	13.539	26,9
Despesas de funcionamento	16.582	16.796	18.791	8.290	9.383	13,2
das quais: Juros da dívida	1.994	2.056	1.589	857	901	5,1
Despesas de investimento	7.674	8.557	16.209	2.377	4.156	74,9
Saldo Total	-3.444	-1.126	-5.077	-842	-1.550	84,0
<i>Por memória:</i>	em percentagem do PIB					var (p.p.)
Saldo Total incl. Donativos	-4,3	-1,3	-5,6	-1,0	-1,7	-0,7
Saldo Total excl. Donativos	-9,8	-7,7	-13,0	-2,2	-4,1	-1,9
Saldo Corrente	-0,3	2,0	1,2	0,5	0,4	-0,1
Saldo Primário	-7,4	-5,5	-11,2	-1,3	-3,1	-1,9
Saldo Orçamental	-0,3	2,3	5,1	0,6	0,4	-0,1

Fonte: Ministério das Finanças e BCV

^o Orçamentado

- Para o aumento das despesas públicas contribuíram em 13,2% as despesas correntes, em resultado do aumento de 8,7% das despesas com pessoal (a implementação da carreira médica, entre outros factores), dos acréscimos de 29,6% nas despesas com a aquisição de bens e serviços e de 10,7% das transferências correntes para as administrações públicas e outros sectores.

As despesas de investimento, igualmente, registaram um aumento significativo no período (76,9%), representando maioritariamente gastos de projectos ligados ao

desenvolvimento das infra-estruturas e transportes; à consolidação, modernização e expansão do sistema educativo; à protecção e conservação do ambiente e à promoção e reforço do saneamento básico.

- No que concerne às receitas, verificou-se um aumento de 15,6% das receitas fiscais, em resultado de melhorias na cobrança da generalidade dos impostos (dos quais se destacam os impostos sobre o rendimento, em 22,8%, em resultado da reforma do regime de retenção e o imposto sobre valor acrescentado, em 19,4%) e uma entrada, em termos nominais, de donativos externos, no valor global de 2.224 milhões de escudos (1.014,7 milhões no mesmo período do ano anterior).
- Para o final do ano, a manter a actual orientação orçamental, o Banco de Cabo Verde estima que o défice global atinja os 2,4% do PIB (1,1p.p. acima do verificado no ano anterior) podendo, inclusivamente, agravar-se com a execução do Orçamento Rectificativo, prevendo-se entre outros factos, um aumento das despesas com a instalação de novos municípios.

Actividade Económica Nacional

- A análise dos dados disponíveis para o 1º semestre, confirma as projecções do Banco de Cabo Verde, que prevê uma evolução favorável da actividade económica nacional, com o produto a crescer em torno dos 6,5% (4,9% em 2004).

A aceleração da actividade económica reflecte um maior contributo da procura interna, que traduz comportamentos mais dinâmicos do consumo privado e dos investimentos. Da procura externa líquida, contudo, espera-se um contributo negativo, com um acréscimo superior das importações, relativamente às exportações.

Quadro 4

Produto Interno Bruto e Componentes

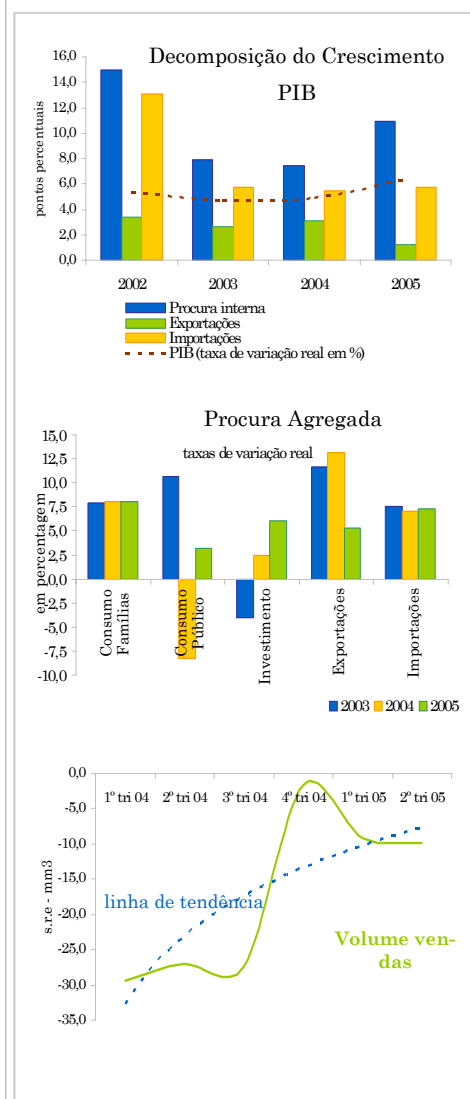
	2002	2003 ^E	2004 ^E	2005 ^E
Consumo Famílias	6,2	7,9	8,0	8,0
Consumo Público	9,6	10,7	-8,3	3,2
Investimento	18,5	-4,0	2,5	6,0
Público	41,1	-2,2	3,4	8,3
Privado	14,6	-4,5	2,1	5,0
Exportações	16,7	11,7	13,1	5,3
Importações	17,7	7,5	7,1	7,3
PIB	5,4	4,7	4,9	6,5

Fonte: INE e Banco de Cabo Verde

^E Estimativas do Banco de Cabo Verde a partir das Contas Nacionais do INE até 2002

Consumo Privado, Rendimento Disponível e Poupança

- O consumo privado deve apresentar uma taxa de crescimento em torno dos 8%, segundo as estimativas do Banco de Cabo Verde, uma evolução que supera o previsto aumento do rendimento disponível real das famílias (5,8%), originando, assim, um recuo na taxa da poupança das famílias em cerca de 2,1 p.p.. O acréscimo previsto no consumo das famílias é de certa forma confirmado pela evolução positiva das vendas no comércio a retalho, segundo o inquérito ao comércio efectuado pelo Instituto Nacional de Estatísticas (INE), nos dois primeiros trimestres do ano.



Fonte: Banco de Cabo Verde e Instituto Nacional de Estatísticas

Quadro 5

Rendimento Disponível dos Particulares ^E

Taxa de Variação Real, em percentagem

	2003	2004	2005
Remunerações do Trabalho	2,5	1,0	2,0
Rendimentos de Empresas e Propriedade	4,7	4,6	9,5
Transferências Internas	12,3	1,0	3,2
Transferências Externas	-0,2	9,5	11,4
Rendimento Disponível (líq. de imp. contrib. sociais)	3,5	3,9	7,2
<i>Por memória:</i>			
Consumo Privado	9,2	6,0	9,5
Taxa de poupança (em % do rendimento disponível)	0,6	-1,4	-3,5
Índice de Preços no consumidor	1,2	-1,9	1,4

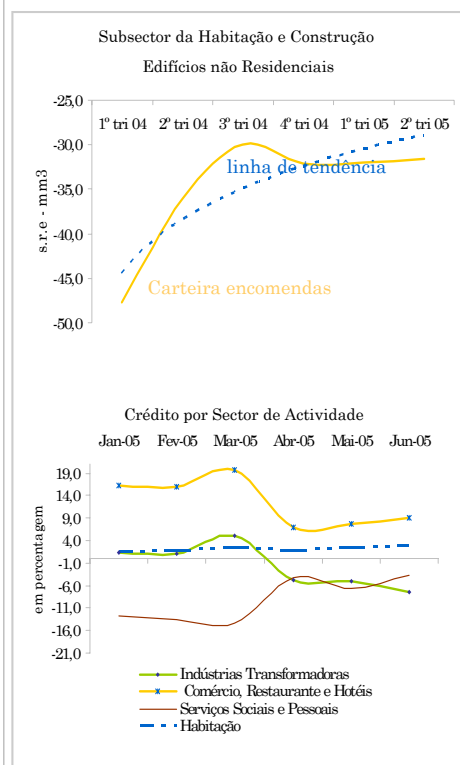
Fonte: Banco de Cabo Verde

^E Estimativas do Banco de Cabo Verde**Formação Bruta de Capital Fixo**

- Após uma queda acentuada em 2003 e uma modesta recuperação em 2004, as projecções do BCV apontam para uma aceleração do investimento em 2005, reflectindo evoluções favoráveis do investimento privado e do investimento público.

Para o investimento privado prevê-se um acréscimo de 5%, em resultado de aumentos na FBCF de materiais de transporte e de construção, embora este último em desaceleração relativamente ao ano anterior. A evolução positiva, no primeiro semestre do ano, das importações de materiais de transporte e materiais de construção, enquanto indicadores do investimento privado, bem como alguns indicadores conjunturais do INE, designadamente, a carteira de encomendas nos subsectores da habitação e a construção de edifícios não residenciais, comprovam as projecções realizadas para o corrente ano. Em termos de investimento empresarial, este continua a ser dirigido maioritariamente para os sectores do comércio e turismo, de acordo com informações da Cabo Verde Investimentos com a distribuição sectorial do crédito à economia.

O investimento público, por seu turno, deverá acelerar-se (de 3,4% para 8,3%), a atender pelas informações do Ministério das Finanças, segundo as quais os investimentos públicos até o 2º trimestre tinham acumulado um aumento de 76,9% face ao período homólogo, financiados em cerca de 87,7% por recursos externos (distribuídos entre donativos e empréstimos, 49,4% e



Fonte: Instituto Nacional de Estatísticas, Banco de Cabo Verde

38,3%, respectivamente).

Quadro 6

Indicadores de Investimento

Taxa de Variação Real, em percentagem

	2003	2004	2005 ^P	1º Sem.05
Import. Materiais de Construção	1,4	27,6	9,4	20,4
Import. de Cimento	13	11,6	6,1	11,3
Import. de Ferro e Aço	13,1	21,7	4,6	11,7
Import. Outros Materiais de Construção	-29,4	75,4	20,7	47,6
Import. Bens de Equipamentos (máquinas)	-24,7	26,7	-0,4	-0,8
Import. de Materiais de Transporte	-16,8	-9,2	35,2	89,2

Fonte: Direcção Geral das Alfândegas; e projecções do Banco de Cabo Verde

^P Projecção

Exportações e Importações

- As exportações cabo-verdianas devem apresentar um crescimento moderado em 2005, de acordo com as projecções do BCV. Assim, após um crescimento de 13,1% em 2004, o ritmo de evolução das exportações deve abrandar para 5,3%, determinado, essencialmente, pela desaceleração das exportações de serviços, porquanto se prevê um comportamento favorável para as exportações de bens, a atender pelas informações do primeiro semestre do ano.

No primeiro semestre do ano, as reexportações de combustíveis e víveres (que representam cerca de 70% das exportações totais de bens) acumulavam uma taxa de crescimento na ordem dos 63%, em termos homólogos, reflectindo, em parte, os elevados custos internacionais de combustíveis. Igualmente, as exportações de produtos tradicionais, particularmente pescado, cresceram exponencialmente (mais de 100%, em termos relativos), no mesmo período, com o término do bloqueio da União Europeia aos produtos marítimos nacionais.

Contudo, as exportações de serviços, especialmente sensíveis à evolução da situação económica internacional, particularmente da Zona Euro, desaceleraram, nos primeiros seis meses do ano, essencialmente, devido ao abrandamento das viagens por motivo de turismo, de 11,7% para 3,4%.

- Para as importações, a projecção do BCV reflecte a

evolução das componentes da despesa, cujo conteúdo importado é muito significativo (consumo de bens duradouros e semi-duradouros, investimento e exportação de bens). Assim, prevê-se uma aceleração das importações na ordem dos 9,6%, em termos nominais (4% em 2004), especialmente de bens intermédios e de capital, que no primeiro semestre acumulavam crescimentos homólogos na ordem dos 17,5% e 49,9%, respectivamente. As importações de serviços, igualmente, devem acelerar-se, particularmente os serviços relacionados com os transportes, a atender às informações do primeiro semestre (aumento em cerca de 7%, em termos homólogos), reflectindo as contínuas subidas nos preços de combustíveis.

Quadro 7

Evolução das Importações de Bens (milhões de escudos)

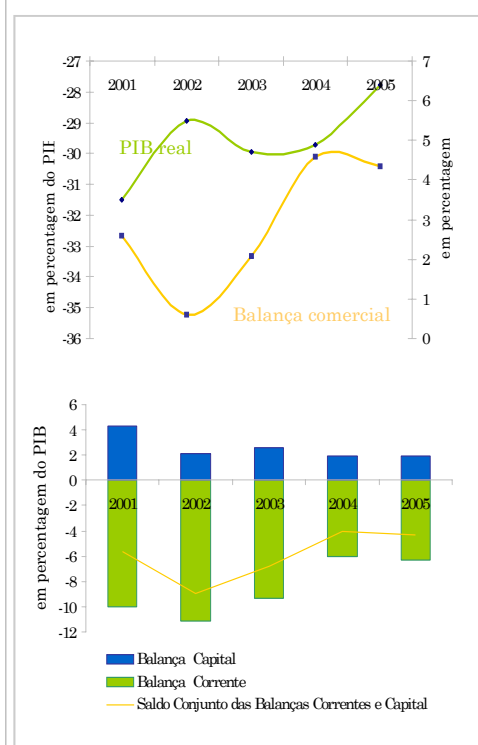
	2003		2004		2005
	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.
Bens de Consumo	6.878,2	6.525,1	6.535,3	7.967,5	6.968,3
Bens Intermédios	3.410,2	3.726,3	3.861,6	4.691,9	4.537,1
Bens de Capital	2.394,5	2.252,8	2.361,2	2.810,3	3.539,0
Combustíveis	2.897,0	1.432,3	1.573,9	1.287,9	1.425,5
Artigos Diversos	2.209,9	2.486,7	1.420,3	1.816,5	1.546,1
Total	17.789,8	16.423,1	15.752,4	18.574,0	18.016,0

Fonte: Direcção Geral das Alfândegas

Balança Corrente e de Capital

- De acordo com os dados disponíveis para o primeiro semestre, a necessidade de financiamento da economia cabo-verdiana, medida pelo saldo conjunto das balanças corrente e de capital, reduziu-se para 1,2% do PIB (3% do PIB no semestre homólogo), traduzindo uma melhoria no estrutural défice corrente, que passou a representar 2,7% do PIB (4,1% do PIB em igual período do ano passado).

Para o comportamento da balança corrente contribuíram, principalmente, as transferências correntes, cuja aceleração (37%), em resultado do aumento dos donativos oficiais (52%) e das remessas de emigrantes (que atingem 6% do PIB), compensou o agravamento da balança comercial de bens e serviços (7,9%). O défice resultante da evolução das balanças



Fonte: Banco de Cabo Verde

que compõem a conta corrente foi financiado em 43,4% pelas transferências de capital públicas, destinadas a obras públicas de infra estruturação, entre outros projectos públicos estruturantes. O défice remanescente foi financiado pelo excedente de fluxos financeiros entre Cabo Verde e o resto do mundo (4.039,1 milhões de escudos), maioritariamente privados (70,8%).

Quadro 8

Financiamento Déficit Corrente (em percentagem)

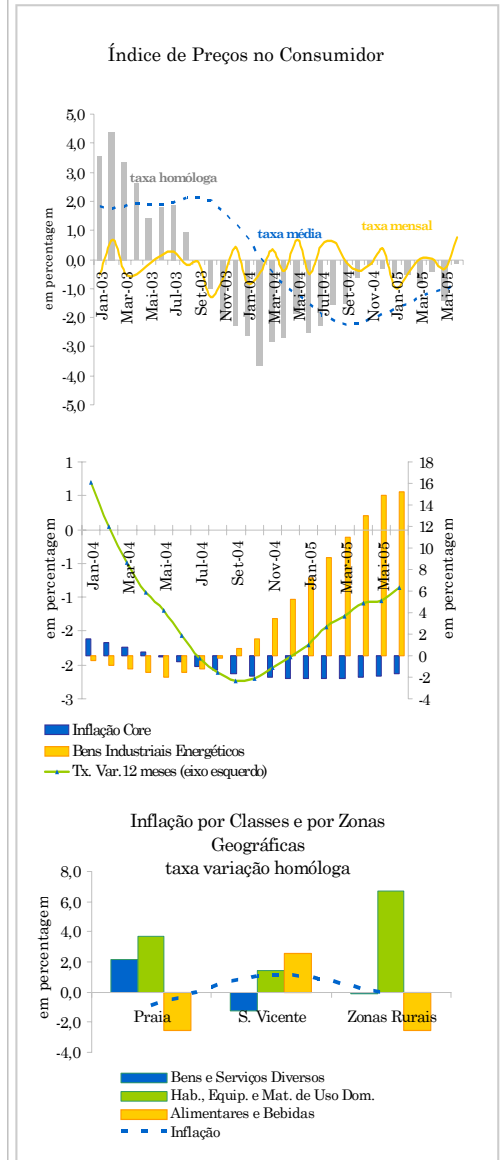
	2003		2004		2005
	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.
Transferências de Capital	78,3	91,2	26,1	40,8	43,4
Investimento Externo	15,3	22,1	27,1	49,1	41,5
Depósitos de Emigrantes	32,7	11,2	37,1	94,8	69,5
Dívida Externa Pública (líq.)	25,4	-8,4	22,6	-39,6	58,3

Fonte: Banco de Cabo Verde

- Para o final do ano, prevê-se um alargamento do desequilíbrio externo da economia cabo-verdiana, por via do agravamento do défice comercial de bens e serviços (8% do PIB), em termos nominais, em linha com a evolução da procura interna. Ainda, a deterioração da balança de bens e serviços deverá reflectir o impacto do aumento exponencial do preço do petróleo das últimas semanas, bem como o abrandamento do ritmo de crescimento dos principais parceiros económicos. Prevê-se a manutenção do actual ritmo de crescimento das remessas de emigrantes, no entanto, espera-se um abrandamento do ritmo de captação de transferências públicas, tanto correntes, como de capital, na segunda metade do ano. Assim, estima-se que as necessidades líquidas de financiamento da economia ascendam a 4,3% do PIB. Os fluxos de entradas de IDE, embora em desaceleração, e os depósitos de emigrantes garantem o financiamento das necessidades do sector privado, enquanto que um maior recurso ao endividamento deverá financiar as necessidades públicas de consumo e investimento.

Inflação

- A inflação, medida pelo Índice de Preços no Consumidor (IPC) registou, de acordo com os dados do INE, uma tendência menos deflacionária no primeiro semestre, tendo a taxa média anual atingido 1,1% negativos em Junho (1,9% negativos em Dezembro de 2004). A interrupção da cadência descendente da inflação resultou do comportamento dos produtos da classe dos bens industriais energéticos que, no período em análise, cresceram em média 12,3%. A taxa de variação homóloga do IPC apresentou, por seu turno, um perfil errático, mas os valores situaram-se em geral em torno dos 0,1% negativos, traduzindo o comportamento das componentes mais voláteis da classe alimentares, nomeadamente dos itens de maior peso, legumes frescos e cereais.
- A inflação *core* (taxa de inflação expurgada do efeito dos bens alimentares não transformados e dos bens industriais energéticos) apresentou uma tendência idêntica ao do índice total, tendo em Junho atingido a taxa média de 1,7% negativos, reflectindo, essencialmente, a evolução da classe dos bens industriais não energéticos.
- As estimativas do BCV apontam para uma taxa média de inflação no intervalo de 1% a 1,4%, para o conjunto do ano. No cenário previsto para a evolução de preços, espera-se que a inflação *core* atinja 1% até finais de 2005.



Texto

Evolução da Inflação no Contexto da Paridade Fixa com o Euro

Sumário Executivo

O presente trabalho procura analisar a evolução da inflação cabo-verdiana num contexto de paridade fixa com o euro, tendo em atenção que, em termos estatutários, o BCV está comprometido com os objectivos da estabilidade de preços. Procurar-se-á aduzir alguma teorização monetária que sirva de fundamento a esta actuação, em particular, de forma a estabelecer-se os limites de influência dos regimes cambiais ou dos canais de transmissão sobre a inflação.

A escolha entre diferentes regimes cambiais resulta, em grande parte, do facto das taxas de câmbio poderem, de entre outras funções, desempenhar um papel importante como instrumento anti - inflacionário, quando a moeda de um país está vinculando à moeda de outro país com uma forte tradição de baixa inflação. Com a adopção do *peg* fixo esse dilema fica resolvido até porque, hoje, o princípio básico que norteia a política monetária é o da neutralidade da moeda no longo prazo, pelo que a estabilidade dos preços torna-se o objectivo principal da autoridade monetária. Em particular, podemos afirmar que, no contexto de paridade fixa do CVE ao EUR a política monetária em Cabo Verde, passa a ter uma autonomia reduzida, em virtude do compromisso com a estabilidade de preços, ficando, sobretudo, subordinada ao objectivo intermédio da balança de pagamentos.

Considerando que a capacidade de modelização do DEE está ainda em processo de construção, a metodologia utilizada para responder ao trabalho solicitado é, fundamentalmente, analítica, em que a correlação entre o regime de paridade fixa e a inflação será abordada efectuando uma análise comparativa da evolução dos preços dos produtos importados e sua influência na determinação dos preços internos, uma análise da evolução dos preços em Portugal versus Cabo Verde, bem como à evolução de preços versus défice publico em percentagem do PIB e/ou massa monetária.

Convém realçar que, estabelecer uma correlação ou relação de causalidade entre um regime cambial de paridade fixa ou flutuante com a inflação é uma tarefa, essencialmente, empírica, que envolve a construção e a consolidação de séries cronológicas longas e a aplicação de ferramentas estatísticas adequadas.

A análise comparativa das taxas de inflação entre Cabo Verde e Portugal (como *proxy* para a Zona Euro) revela uma tendência de estabilização na taxa de inflação em Cabo Verde, convergindo para a média da Zona. Contudo, e, em particular, a partir da fixação da moeda nacional ao euro, com excepção do ano de 2001, Cabo Verde passou a viver um período de deflação afastando-se do *trend* da Zona Euro. Se a deflação, registada em 2000, poderá estar ligada

aos efeitos dos bons anos agrícolas (98/99), a tendência deflacionária que se assiste poderá ser explicada, em parte, pela reconfiguração do comércio retalhista em Cabo Verde.

Sendo Cabo Verde uma pequena economia aberta e, quando cerca de 70% das importações são provenientes da Zona Euro, seria de se esperar a incidência da componente importada na inflação nacional. Contudo, utilizando a variação do índice de preços de produtos importados, como variável próxima, constata-se uma evolução contrária ao esperado. De igual modo, a análise da possível convergência dos indicadores nominais pela aplicação do *fiscal/money view* revela resultados mistos.

Por outro lado, o estudo de previsão do DEE, ainda que em fase de teste, mostra que a taxa de inflação de longo termo é influenciada, sobretudo, pela produção agrícola, pela inflação passada e pelos salários, indiciando assim que a inércia originada pela fragilidade do sector produtivo poderá ser uma das possíveis determinantes da inflação, para além das expectativas dos agentes económicos e a rigidez estrutural existente, nomeadamente ao nível do mercado de trabalho, factores que afectam as relações de expectativa entre inflação passada e futura.

Da análise da problemática da inflação num contexto de paridade fixa do escudo caboverdiano ao euro, conclui-se que a análise das relações entre *peg* fixo e inflação encerra um conjunto de limitações que dificultam uma conclusão definitiva sobre a relação de causalidade. Em particular, é de referir que qualquer leitura da evolução do nível preços em Cabo Verde encontra-se limitada por aspectos metodológicos inerentes à construção do índice, nomeadamente pelos enviesamentos introduzidos pelas ponderações, desactualização do cabaz, bem como a reconfiguração do perfil do consumidor cabo-verdiano, com novos hábitos e produtos.

2. Contextualização Teórica

A escolha entre diferentes regimes cambiais resulta, em grande parte, do facto das taxas de câmbio poderem, teoricamente, desempenhar duas funções distintas, mas às vezes conflituosas. Primeiro, as taxas de câmbio, conjuntamente com outras medidas de política, desempenham um papel importante no apoio à competitividade internacional, desde que as condições de Marshall Lerner sejam preenchidas. Segundo, podem ser um instrumento disciplinador, *ceterius paribus*, para uma política anti - inflacionária que se quer seguir, importando a necessária credibilidade, vinculando a moeda à de um país com moeda forte. Neste contexto, a estabilização macro - económica processa-se pelo lado da procura, agindo sobre a despesa, nomeadamente, por conta da consolidação fiscal e, pelo lado da oferta, particularmente com ajustamentos no mercado do trabalho e produtividade, que permitam aumentar a flexibilidade na determinação dos preços e salários enquanto variáveis catalisadoras de variação de preços .

No entanto, quando um país opta pelo *peg* unilateral, (*super fix* ou in extremis o *currency board*), perde a possibilidade de utilização do instrumento cambial no quadro da política monetária, nomeadamente para efeitos de políticas de desvalorização competitivas e o *assignment problem* fica resolvido, até porque, hoje, o princípio básico que norteia a política monetária é o da neutralidade da moeda no longo prazo, pelo que a estabilidade dos preços torna-se objectivo principal da autoridade monetária.

De referir que muitos países em desenvolvimento que, por circunstâncias específicas, decidiram prosseguir o objectivo da estabilidade de preços, a opção de regime cambial mais frequentemente¹ adoptada tem sido o sistema de *peg* fixo, no qual o valor da moeda nacional é fixado em relação ao de um país cuja taxa de inflação é comparativamente mais baixa. A taxa de câmbio, nesse caso, funciona como âncora nominal e tem a vantagem de ser um regime simples e facilmente compreendido pelo público e também de permitir a convergência nominal de alguns indicadores (inflação e taxas de juro). Para além disso, a sua aplicação é facilitada quando o país tem fortes ligações comerciais com o outro com o qual pretende atrelar a sua moeda. De realçar, que a convergência (das taxas de juro e taxas de inflação) é tanto mais eficaz, quanto há uma crescente integração dos mercados financeiros e de produtos e prossecução de políticas macroeconómicas orientadas para a estabilidade. Neste quadro, seguindo de perto Mundel-Fleming, havendo liberdade na circulação de capitais, sobretudo, no curto prazo, a taxa de juro é determinada pela taxa do país a que se faz o *peg*, mais o diferencial de risco.

Em termos teóricos, quando um pequeno país opta pelo *peg* unilateral, a política monetária passa a estar subordinada à manutenção do *peg* e, para que o regime tenha credibilidade, o banco central tem de ter as condições necessárias para defender a paridade, intervindo no mercado sempre que necessário, o que passa, nomeadamente, por dispor de um *stock* suficiente de reservas em divisas. Contudo, a desvantagem desta estratégia, conforme Maurice Obstfeld, reside na incapacidade do país se proteger de choques externos, ou ainda, na medida em que havendo liberdade de movimento de capitais, a defesa do *peg* pode muitas vezes significar o aumento das taxas de juro com efeitos contracionistas sobre o volume de investimentos ou na apreciação da moeda nacional, o que pode pôr em causa a competitividade externa (*Dutch disease*).

Por último, a condição *sine qua non* para o sucesso do regime de paridade fixa é o equilíbrio do défice orçamental, de forma que a política monetária possa ser orientada para o equilíbrio da balança de pagamentos. De facto, neste tipo de regime, a manutenção da paridade só faz sentido se os *fundamentals* da economia estiverem em equilíbrio. Evidências empíricas mostram que a inconsistência política e a falta de credibilidade do regime, normalmente resultam na perda de credibilidade e, eventualmente, no colapso do *peg*.

¹ A *inflation targeting* ou agregados monetários tem um nível de exigência incompatível com o estágio de desenvolvimento dos mercados financeiros dos países menos desenvolvidos.

3. Os Determinantes da Inflação

O conhecimento dos determinantes da inflação é crucial para a autoridade monetária, uma vez que o seu objectivo é garantir a estabilidade da moeda nacional, sendo portanto, lógica a necessidade de conhecer as causas da inflação. M. Friedman defendeu a tese alguns anos atrás, que a inflação, no longo prazo, é um fenómeno puramente monetário (*money view*) e Fischer complementou a abordagem de Friedman acrescentando que a inflação é também um fenómeno fiscal (*fiscal view*).

Para o conhecimento das causas da inflação, torna-se fundamental, em primeira-mão, conhecer os mecanismos de transmissão da política monetária. Nos modelos económicos tradicionais, os canais de transmissão via taxas de juro, podem ser estruturados de acordo com a **fig. 1**. A alteração das taxas de juro (cedência) repercutem-se com maior ou menor intensidade e com *lags* sobre as taxas de juro de mercado, preços dos activos, crédito, expectativas etc. Esses canais podem ser modelados de diversas formas e com diferentes graus de detalhe, dependendo do estágio de desenvolvimento do país.

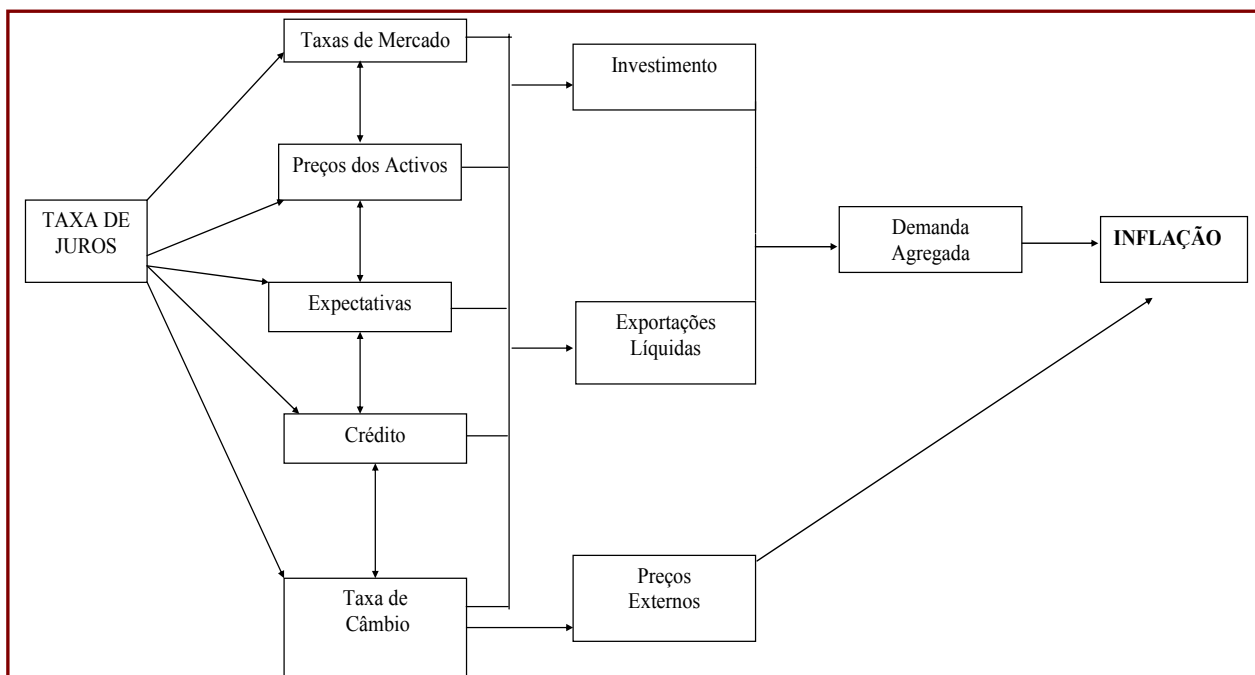
No Brasil, por exemplo, o canal de câmbio e das expectativas tem mais importância que outros canais². Neste país, estudos empíricos indicam que uma depreciação cambial de 10% aumenta a inflação com um desfasamento de 12 meses em 1,6 p.p. e o aumento da expectativa em 1 p.p. conduz a variação dos preços em 0,55 p.p. Em Moçambique³, o efeito da alteração das taxas do banco central sobre o canal câmbio é rápido, forte e directo, com o coeficiente de ajustamento de 0,74, enquanto que sobre os preços dos activos é lento e fraco, devido à inexistência dos mercados de capitais.

Em Cabo Verde, não existe uma estimativa empírica dos possíveis canais de transmissão da política monetária ou dos coeficientes de ajustamentos das variáveis, especialmente o conhecimento dos seus *lags* e força do impacto da medida de política implementada. Como a paridade é fixa, pode-se supor que, relativamente ao euro, o canal de taxa de câmbio não seja muito importante. O que não quer dizer que o canal taxa de câmbio não seja importante, tendo em conta o papel que o dólar americano desempenha nos pagamentos internacionais (petróleo e dívida externa). Presume-se que o canal crédito tenha um coeficiente de ajustamento baixo, devido a estrutura do sector bancário e o canal juros de mercado tenha um ajustamento mais rápido, mas com um *lag* médio de alguns meses. Adianta-se que o canal expectativa pode ter ajustamento rápido e directo sobre a inflação e o salário pode ser utilizado como um *proxy* na formação das expectativas.

² Política Monetária, Inflação e Actividade Económica no Brasil - 14º Encontro de Governadores -Praia, 2004

³ Política Monetária e Economia Real: Experiência de Moçambique- Encontro Governadores - Praia, 2004

Fig. 1 - Dinâmica dos Mecanismos de Transmissão da Política Monetária



A experiência dos últimos anos mostra que factores não monetários (derivados de choques de oferta, i.e. petróleo, ou de procura com a expansão do produto para além do potencial) podem contribuir para desencadear a inflação ou estagflação. Estudos recentes (Sargent e Wallace) apontam o papel das expectativas como um dos determinantes da inflação, através, nomeadamente, da antecipação dos aumentos salariais gerando uma espiral inflacionária em torno da curva de Phillips.

Com base nestes desenvolvimentos, os estudos empíricos, que analisaram a correlação entre regimes cambiais e determinantes da inflação, incluíram nas análises as seguintes variáveis:

- Da abordagem orçamental (*fiscal view*), massa monetária e taxa de câmbio;
- *Output gap*, analisando o efeito do sobreaquecimento da economia sobre a inflação;
- Variações nos preços de petróleo e preços das *commodities*, para estimar choque de oferta;
- Inflação passada, de forma a se reflectir a inércia inflacionária.

O DEE iniciou um projecto de construção de modelo simples tipo IS-LM-AD-AS para uma pequena economia aberta, o que levou à estimação de algumas equações de comportamento, nomeadamente, a inflação.

Convém salientar que o recurso a modelos econométricos é sempre a metodologia mais fiável, dada a necessidade de decompor a inflação nas suas várias componentes principais, nomeadamente, tendência (*trend*), que é o comportamento dos preços no longo prazo e sazonalidade ou variações cíclicas, que resultam de choques da procura ou da oferta. Em qualquer dos casos, a abordagem econométrica auto - regressiva pressupõe a existência de séries cronológicas longas, de forma a que os *outputs* tenham significância estatística. Modelos econométricos

auto - regressivos são aplicados para determinar a força da elasticidade dos coeficientes das variáveis especificadas.

O modelo estimado para a inflação, após o teste Engle-Granger, permitiu constatar que as variáveis são co - integradas, pelo que se deteve as que estatisticamente se revelaram mais significativas para efeito de previsão. Feita a estimação da regressão, obteve-se a seguinte relação pelo Método das Variáveis Instrumentais:

$$p_t = .0076 + .12E-05t^2 + 1.54p_{t-1} - .90p_{t-2} + .15E-05(Y_t - Y_p)_t + .59E-04W_{t-1} - .10E-04Prodag_t + U_t$$

t (3.86) (1.45) (31.32) (-18.25) (2.37) (2.91) (-4.76)

R² = 0,967; **n** = 62; **R² Ajustado**=0,964; **Durbin- Watson (DW)**: .607109, **P-valor**: [.000,.000]; **Teste Engle-Granger**(CT, 61, 4); **T-statistic**: -11.86277; **P-valor**: 000000.

onde:

p_t – designa a Taxa de Inflação no período t;

b₀ – a constante ou o termo independente;

t – Tendência;

p_{t-i} – Taxa de inflação no período t-i, com i=1, 2;

(Y_t - Y_p)_t – Diferença entre o produto observado e o produto potencial no período t-i;

W_{t-1} – Variação Salarial no período t-1;

Prodag_t – Nível da produção agrícola no período t

U_t – os erros estatísticos

Com base nesses resultados e, após verificação dos sinais esperados dos coeficientes e havendo co - integração das variáveis, conclui-se que a regressão entre as variáveis faz sentido, isto é, não é espúria, pelo que há um ajustamento estreito entre os dados observados e os estimados, evidenciando que com as limitações existente no respeitante ao tratamento das séries, a regressão obtida é válida para efeitos de previsão.

4. A Paridade do Escudo face ao Euro – Antecedentes

Historicamente pode-se considerar que o escudo de Cabo Verde esteve sempre ligado à moeda portuguesa, primeiro por uma paridade fixa nos primeiros anos de independência até 1977, para, numa fase posterior, até 1998, a taxa de câmbio passar a ser determinada com base num cabaz de 9 moedas ponderadas pelo peso do comércio externo e remessas de emigrantes, com preponderância do escudo português no conjunto das moedas, devido ao peso do comércio com Portugal.

Em 1998, Cabo Verde assinou o Acordo de Cooperação Cambial com Portugal, acordo esse que visa, essencialmente, criar condições que permitam viabilizar a convertibilidade da moe-

da cabo-verdiana (CVE), através de uma política cambial inicialmente ancorada ao escudo português (PTE) e, posteriormente, ao euro (EUR), numa dupla perspectiva de apoio a desequilíbrios momentâneos da balança de pagamentos e à criação de condições para uma maior integração económica, nomeadamente, via fluxos de investimento externo. O *peg* fixo unilateral ou *super fix* substituiu o sistema de indexação da taxa de câmbio do CVE a um cabaz de moedas que vinha sendo utilizado, desde 1978. Deste modo, a moeda cabo-verdiana passou a estar ligada ao PTE desde o início do segundo semestre de 1998, ficando oficialmente cotada em 0,55 CVE por unidade do PTE.

Em termos práticos, o acordo é suportado pela disponibilização por parte do tesouro português de uma facilidade de linha de crédito, montante esse mobilizável a título de antecipação de reservas cambiais e utilizável no financiamento de importações ou na liquidação da dívida externa, reembolsável a curto prazo.

Para a sustentabilidade dos objectivos inerentes ao Acordo, as autoridades nacionais passaram a adoptar orientações macro - económicas de estabilização, tendo por referência os critérios de convergência da União Europeia, nomeadamente, taxas de inflação não superior a 3%, rácio défice orçamental/PIB de 3% e rácio dívida pública em relação ao PIB de 60%.

O *peg* fixo ao euro (escudo português) para além de garantir uma âncora nominal à moeda cabo-verdiana, visando a previsibilidade do escudo cabo-verdiano, permitiria o controlo da inflação desde que devidamente acompanhado por políticas fiscais adequadas. A monitorização da evolução das reservas externas passa a ser um elemento disciplinador da política monetária sendo certo que, do nível de reservas de divisas do banco central dependeria a credibilidade do *peg*.

Assim, a partir de 1998, Cabo Verde obrigar-se-ia a observar um conjunto de condições macro - económicas, traduzidas numa política orçamental de contenção das despesas e numa política monetária restritiva, de modo a garantir a estabilidade dos preços e o equilíbrio externo.

5. Paridade Fixa e Convergência de Indicadores Nominais

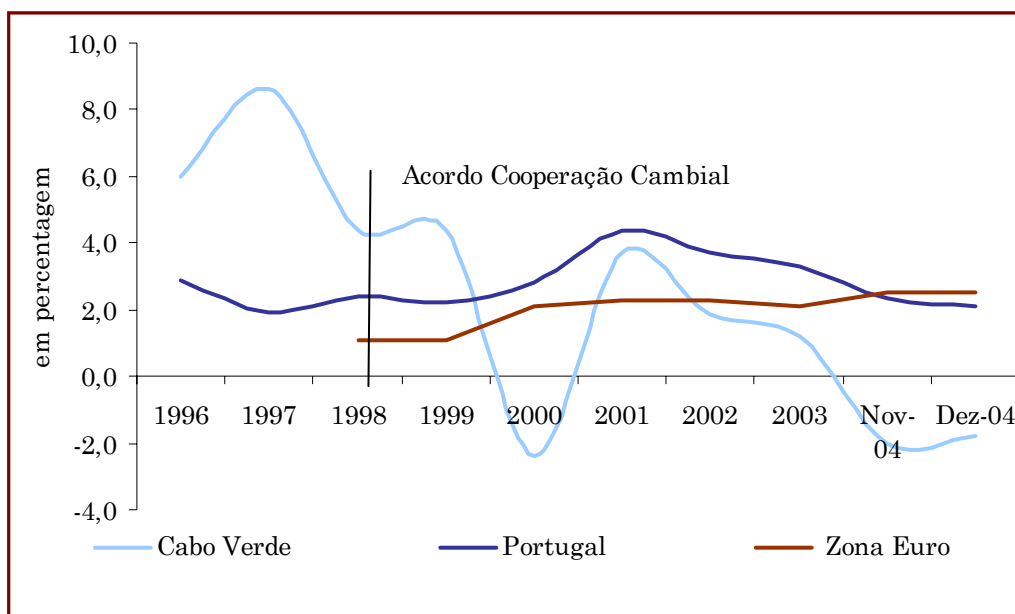
Conforme se disse anteriormente, o uso da moeda como âncora nominal garantiria que a inflação doméstica convergisse para a taxa de inflação do país emissor da moeda ao qual a moeda nacional está vinculada. Por outro lado, também se esperaria uma convergência nominal das taxas de juro que passariam a ser determinadas pela taxa de juro do país com o qual se fez o *peg* mais o risco soberano, risco esse que determinaria, sobremaneira, os movimentos de capitais a curto prazo.

Análise da Evolução da Inflação

A análise comparativa dos indicadores de Cabo Verde e Portugal resulta, naturalmente, do peso das relações comerciais entre os dois países, porque por imperativo do Pacto de Estabilidade, deverá haver convergência de indicadores entre os países da Zona Euro. Neste contexto, com base na avaliação do IPC (**Gráfico 1**) nota-se que a partir do Acordo de Cooperação Cambial com Portugal, regista-se uma trajectória de maior estabilidade de preços no país, tendo a taxa de inflação média evoluído de forma moderada com tendência de baixa nos últimos anos, com excepção de 2001, quando se esgotaram os efeitos dos dois bons anos agrícolas que contribuíram para a deflação registada em 2000.

A taxa de inflação harmonizada em Portugal⁴ (HIPC), no mesmo período, regista uma menor variabilidade, mantendo-se ligeiramente acima da registada no país.

Gráfico 1- Índice de Preços no Consumidor
taxas de variação média dos 12 meses



Contudo, a comparação da evolução da inflação da Zona Euro, em especial a portuguesa face à cabo-verdiana, deixa transparecer alguma contradição no *trend* inflacionário, nomeadamente, quando no período anterior ao *peg* se nota alguma convergência da inflação cabo-verdiana com a portuguesa, sendo, no entanto, de destacar que o ritmo de desaceleração dos preços foi mais acentuado no nosso país do que naquele.

⁴ O HIPC baseia-se nos gastos finais em consumo das famílias com o objectivo de obter uma boa estimativa da inflação dos países da Zona Euro. O HIPC cobre os preços pagos para bens e serviços nas transacções monetárias. Não há um cabaz uniformizado para todos os países. O HIPC reflecte a realidade de cada país consubstanciada nos seus hábitos e padrões de consumo. O objectivo principal do HIPC é monitorizar a estabilidade de preços na Zona Euro e a convergência da taxa de inflação, um dos requisitos para fazer parte da União Monetária e Económica.

Após 1998, Cabo Verde passou a viver um período tendencialmente deflacionário (excepto 2001) com a previsão da inflação para 2004 em 1,8 negativos o que em termos práticos traduziu-se numa divergência no *path* inflacionário dos dois países.

Se a deflação registada em 2000 pode estar ligada aos efeitos dos bons anos agrícolas (98/99), para o período seguinte é de destacar, de entre outros aspectos, a reconfiguração do comércio retalhista em Cabo Verde, em particular com a entrada em força dos produtos chineses e brasileiros, que têm tido uma contribuição positiva para a baixa generalizada de preços no país. Convém mencionar, contudo, que esta comparação tem sérias limitações, pelo facto dos índices não serem comparáveis por não terem bases harmonizadas.

Uma vez que os dois índices não são harmonizados, como forma de se fazer uma análise mais sólida, pode-se sempre recorrer à utilização de uma *proxy*, o qual, para este caso, afigura-se apropriado, como sendo a utilização do índice de preço dos produtos importados, que se justifica pelo facto de Cabo Verde ser um país completamente aberto ao exterior, com o rácio das importações sobre o PIB na ordem dos 42,3% em 2003. A fraca capacidade produtiva interna determina que a maior parte do consumo advém das importações, particularmente de Portugal (Quadro 1 e Gráfico 2).

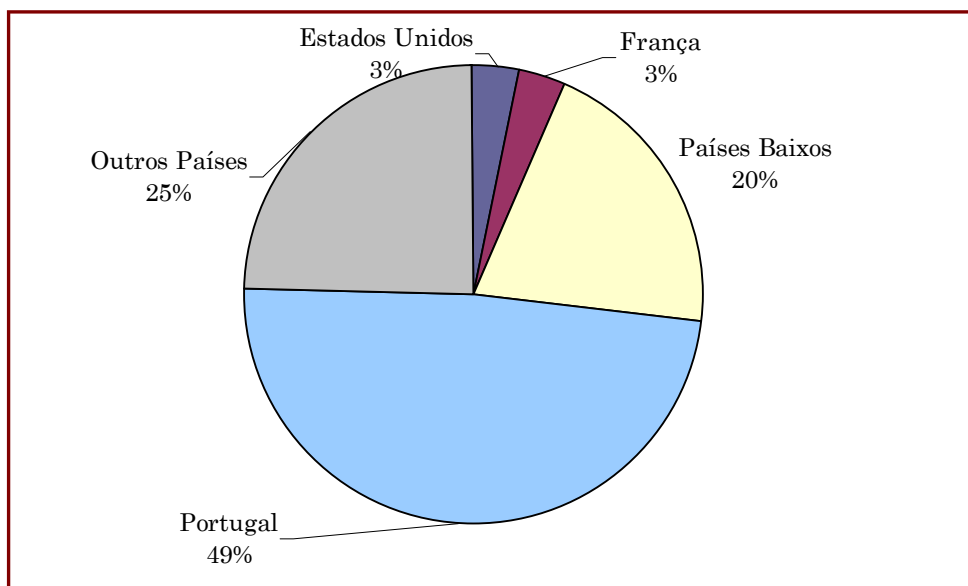
Quadro 1 - Importação por Países de Origem
estrutura em percentagem

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Estados Unidos	3,3	3,6	9,4	5,6	3,4	3,6	2,3	3,3	3,4
França	4,0	5,6	9,2	5,0	2,4	4,4	3,2	2,1	3,1
Países Baixos	7,9	7,6	11,1	6,8	17,8	13,0	22,0	18,1	20,3
Portugal	39,8	40,9	42,8	46,9	52,7	52,4	52,1	55,3	48,4
Outros Países	45,1	42,2	27,5	35,7	23,7	26,7	20,4	21,2	24,7

Fonte: Direcção Geral das Alfândegas

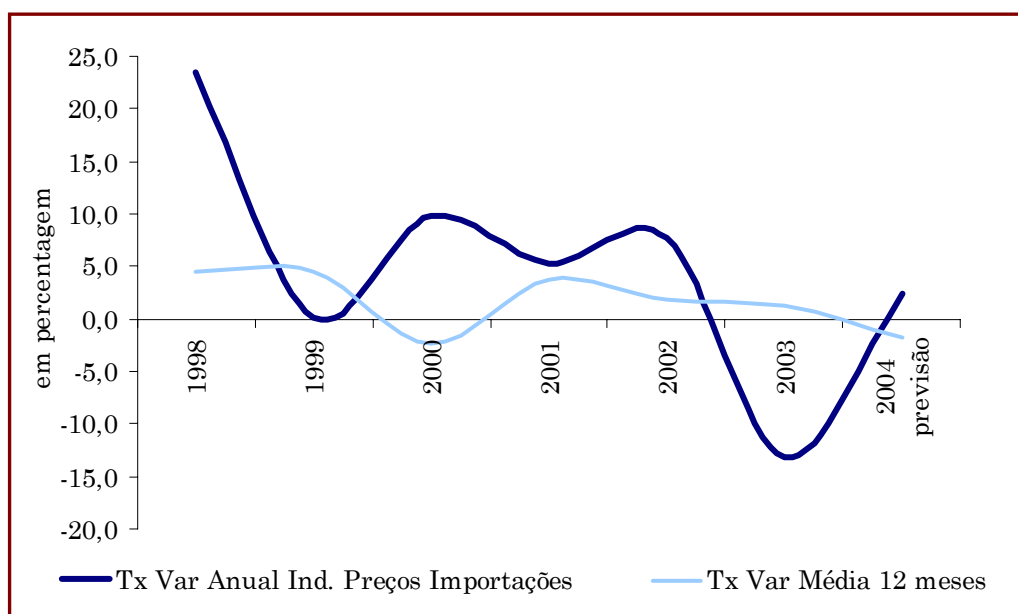
Observa-se que os países da Zona Euro representam mais de 70% das importações de Cabo Verde, sendo que Portugal ganha cada vez maior dimensão como principal parceiro de Cabo Verde, o que sugere que o regime de *peg* fixo, embora não se traduzindo na constituição de uma zona monetária óptima, tende a promover uma maior abertura comercial e uma maior integração económica com o país ou países da moeda âncora, por intermédio dos fluxos de comércio e de investimento externo, destacando-se no caso, Itália e Portugal.

Gráfico 2 – Importação (CIF) por Países de Origem em 2003



Decorrente dos fluxos de comércio externo, seria de esperar que a inflação importada tivesse algum peso na determinação dos preços internos, pelo menos dos bens transaccionáveis. Contudo, da análise do **Gráfico 3**, nota-se que não obstante se admitir a repercussão da componente importada, o comportamento da inflação em Cabo Verde espelha uma evolução por vezes adversa ao esperado, comparativamente à taxa da variação dos preços importados, o que indicia a existência de mecanismos de absorção dessas variações. A deflação de 2000 e 2004 apresentam trajectórias diferentes da variação dos preços dos produtos importados.

Gráfico 3 - Taxa de Variação dos Preços das Importações vs Taxa de Inflação



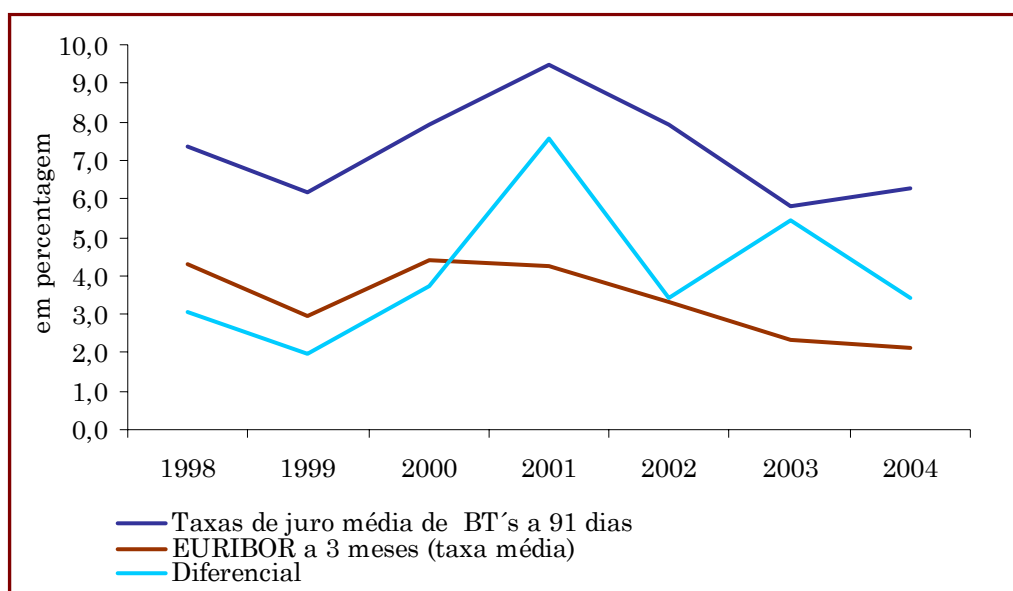
Assumindo a hipótese de que os principais indicadores (taxa de inflação) de Portugal são uma *proxy* representativa da Zona Euro, a inexistência de estudos econométricos, bem como a

decomposição⁵ da inflação por bens transaccionáveis e não transaccionáveis, impossibilitam-nos de quantificar qual o grau de co - integração existente entre a inflação na Zona Euro (em Portugal) e a cabo-verdiana, indicador esse que permitiria saber em que medida as oscilações nos preços, por exemplo em Portugal, seriam repercutidas sobre o nível de preços em Cabo Verde via importação.

Taxas de Juro

A análise da convergência das taxas de juro não será aqui abordada em detalhe, mas avança-se que a ausência de convergência poderá ser explicada pelo factor risco, uma vez que, conforme o gráfico indica, apesar do diferencial ser favorável a Cabo Verde, a falta de arbitragem impede a realização da paridade das taxas de juro.

Gráfico 4 - Taxas de Juro Cabo Verde vs Zona Euro



6. Fiscal View ou Money View?

O crescimento rápido do défice orçamental constitui, na maior parte das vezes, uma das principais causas do desequilíbrio macro - económico, devido à forma como o défice é financiado. O financiamento do défice pelo sistema bancário normalmente conduz ao aumento da massa monetária, gerando, desta forma, pressões inflacionistas, validando a tese de Friedman / Fischer que a inflação é um fenómeno monetário, em parte induzido pela monetização do défice público.

Argumentos vários têm sido apontados para justificar a existência de causalidade entre a inflação e o défice orçamental, dos quais se destacam a insipiência do mercado de capitais e a

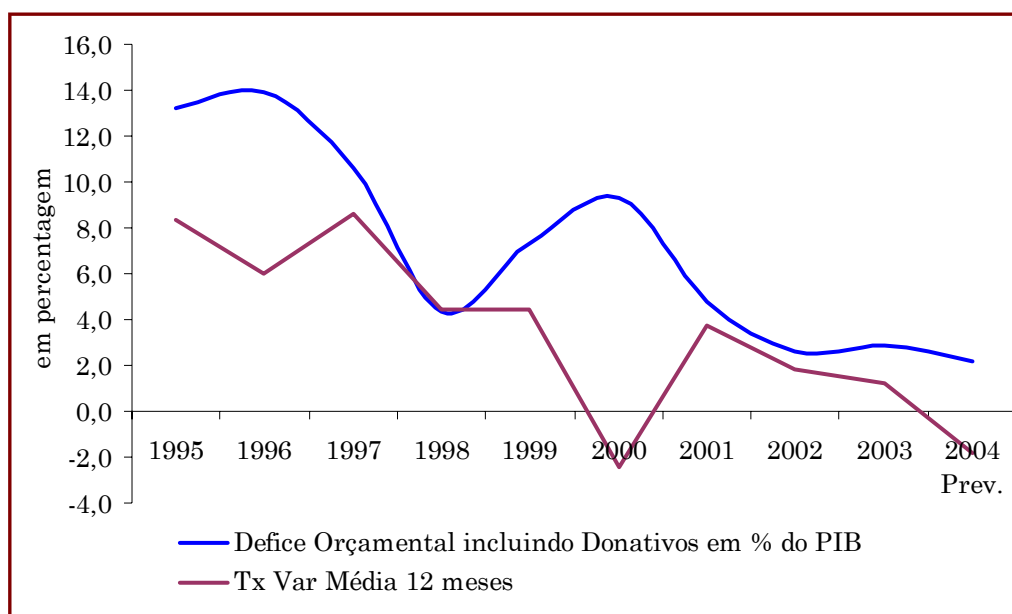
dominância fiscal sobre a autoridade monetária. Estudos empíricos realizados pelo International Monetary Fund (IMF), abrangendo um conjunto de países em desenvolvimento concluíram que, em geral, o crescimento da massa monetária é responsável por mais de dois terços da variância da inflação, tanto no curto como no longo prazo.

A aplicação desta abordagem, utilizando o défice orçamental como *proxy* para Cabo Verde, revela um resultado misto: de acordo com o Gráfico, pode-se ver que, tanto a inflação como o défice orçamental, apresentam trajectórias idênticas, excepção feita aos anos 1996 e 2000, se considerarmos que nos anos de 1996 e 2000 a componente sazonal da inflação poderá ter interferido com a *trend* normal de longo termo. Em períodos de pico ou de alta do défice orçamental (1996 e 2000), observa-se uma queda na taxa de inflação, sobretudo em 2000 em que se registou uma deflação de 2,4%.

Uma possível explicação para tal comportamento poderá ser encontrada no facto de que nesses períodos de tensão orçamental a válvula de escape encontrada terá sido o reforço das reservas externas, por via das privatizações, o que contribuiu para afrouxar as tensões da despesa sobre a balança de pagamentos e, por essa via, suportar a taxa de câmbio, permitindo assim que a tendência deflacionista continuasse.

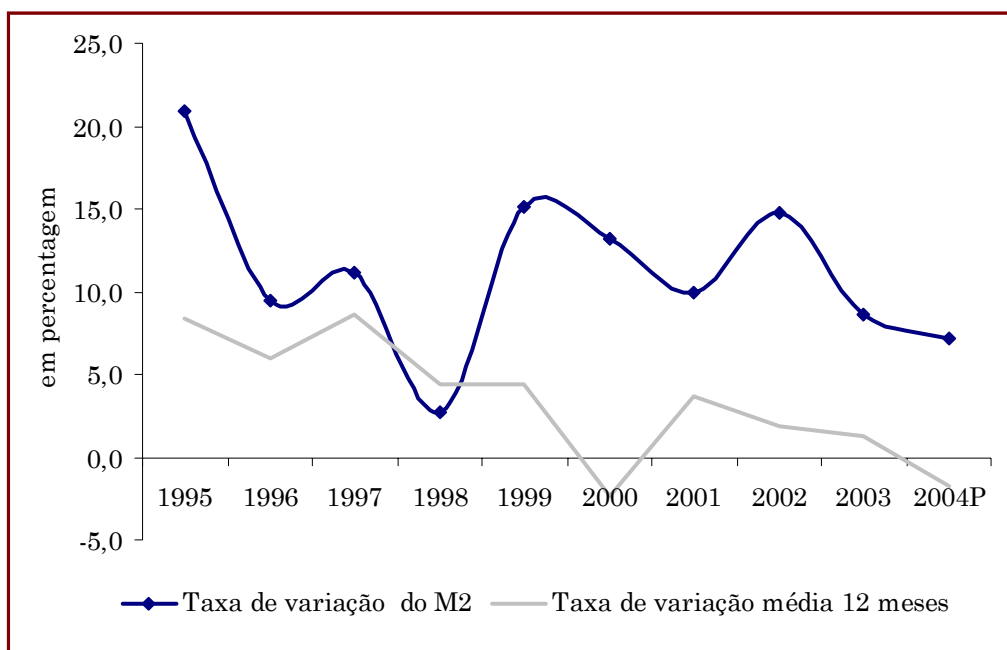
Admite-se também que, pela forma como está estruturado o IPC, é normal haver quebras na estrutura, desviando a inflação da sua *trend* de longo prazo. Com efeito, o IPC de Cabo Verde é muito sensível a choques que afectam a produção agrícola, dado que os produtos alimentares têm uma representatividade de 63% no cabaz de bens. A confirmar esse facto, no modelo de previsão da inflação do DEE, a produção agrícola é a variável com coeficiente estatisticamente (*t - student*) mais significativa no conjunto das variáveis explicativas de previsão utilizadas, com a inflação a relacionar-se negativamente com os aumentos da oferta da produção agrícola.

Gráfico 5 - Déficit Orçamental incluindo Donativos vs Taxa de Inflação



Por outro lado, analisando a evolução da massa monetária, constatamos que o gráfico não esclarece a abordagem fiscal da inflação, pois, tanto em 1999 como em 2002, atinge pontos máximos com a inflação em queda. Uma possível explicação para tal pode residir no facto de que com o *peg* fixo a taxa de crescimento da massa passou a ser residual, pois o objectivo intermédio para a inflação passou a ser a manutenção do *peg* fixo. Neste sentido, a taxa de crescimento do M2 passou a flutuar dependente da variação que se registar nas disponibilidades líquidas externas e na evolução do crédito interno, consubstanciando na prática a aplicação da abordagem monetária à balança de pagamentos, segundo a qual as reservas externas acabam por absorver a criação monetária.

Gráfico 6 - Evolução da Massa Monetária vs Inflação



7. As Limitações da Análise

Apesar de se reconhecer que o regime de paridade fixa possa desempenhar um papel importante na promoção da estabilidade de preços, a tentativa de se estimar as relações entre *peg* fixo, inflação e desinflação encerra um conjunto de limitações que devem ser levadas em conta nas conclusões e leituras que se queira fazer.

Do ponto de vista teórico, esta problemática é bastante complexa, pois a inflação e o regime cambial podem relacionar-se entre si sem que haja causalidade nos termos de Granger. Na realidade, mesmo que os requisitos de J. Williamsom para o estabelecimento do *peg* fixo (pequenez, importância do comércio externo com o país com o qual a moeda é ancorada e os arranjos institucionais que credibilizam o *peg*) sejam satisfeitos, um conjunto de questões permanecem em aberto, na óptica de Sebastian Edwards, em particular, em que medida o *peg* unilateral em si funciona como uma restrição à política orça-

mental ou impõe outro tipo de *reputational constraints* à autoridade fiscal.

Em termos mais práticos, um outro facto que limita uma análise comparativa clara reside nos problemas metodológicos do cálculo da inflação em Cabo Verde e, cujos determinantes quer-se conhecer. Das limitações metodológicas frequentemente apontadas às estimativas dos preços destacam-se:

- a. o enviesamento resultante da sobre-representação das zonas rurais (63%) na determinação do índice nacional;
- b. os novos produtos e a alteração do hábitos (novo perfil do consumidor), sem a correspondente alteração nas ponderações.

A essas limitações acrescentam-se as deficiências intrínsecas ao IPC, resultante do enviesamento logarítmico da natureza estatística, pelo facto do índice Laspeyeres não levar em consideração, nem o efeito de substituição derivado das oscilações de preços, nem a introdução da melhoria da qualidade dos produtos. Por exemplo, estudos efectuados nos EUA mostram que o IPC sobrestima em cerca de 1 ponto percentual o crescimento dos preços ao não tomar em consideração a melhoria da qualidade dos produtos.

8. Que Leitura ?

No capítulo anterior foram apontadas as limitações que uma análise das relações entre *peg* fixo e a inflação encerram, o que dificulta uma conclusão definitiva sobre a relação de causalidade, daí que possíveis leituras possam ser, assim resumidas:

1. A análise das variáveis fiscais mostra-nos que períodos de contenção orçamental correspondem a períodos de inflação normalmente mais baixas, embora a componente cíclica da inflação nos impossibilite fazer uma leitura segura do impacto do défice sobre a inflação. Resultados de outros estudos indicam que nas economias de inflação moderada, as variáveis fiscais têm um peso reduzido na determinação da inflação.
2. A análise da convergência da inflação, nomeadamente com Portugal, o maior parceiro comercial, após o *peg* ao euro, não nos permite tirar qualquer conclusão definitiva, dada a trajectória deflacionária de Cabo Verde, contrária ao *trend* português. No entanto, resultados empíricos sobre o impacto dos regimes cambiais sobre a inflação são, no mínimo, ambíguos. É que a estabilidade monetária pode ser o resultado de outras medidas de política e não o produto deste ou daquele regime cambial.
3. O estudo de previsão do DEE, ainda que em fase de teste, mostra que a taxa de inflação de longo termo é influenciado, sobretudo, pela produção agrícola, inflação passada e salários. Apesar das limitações deste modelo, uma vez que os dados históricos do IPC têm limitações, os resultados mostram que uma das possíveis determinantes da inflação pode ser a inércia originada pela fragilidade do sector produtivo e por alguma rigidez estrutural existente, nomeadamente, no mercado do trabalho, que afectam as relações de expectativas entre inflação passada e futura.
4. Por último, o peso das relações comerciais de Cabo Verde com os países da Zona Euro e, por conseguinte, o impacto de alguma inflação importada, não poderá ser negligenciado.



Banco de Cabo Verde

C.P. 50. Av. Amílcar Cabral, Praia, Cabo Verde
Tel: +238 60 70 00. Fax: +238 60 70 00. www.bcv.cv