

Vitor Gaspar  
Miguel St. Aubyn

## Capítulo 2

# Política orçamental, ajustamento ao euro e crescimento em Portugal e em Espanha\*

## Introdução

A análise e quantificação dos efeitos da participação na área do euro na trajectória de ajustamento de uma economia nacional é um exercício complexo e difícil. As dificuldades decorrem, em primeiro lugar, da coincidência no tempo dos efeitos da participação na área do euro com os de outras dinâmicas importantes, de que são exemplo a globalização, o aprofundamento do mercado único europeu, que conduziram ao aumento da integração comercial e financeira, e o progresso tecnológico (Fagan e Gaspar 2005; Barbosa *et al.* 1998). Em segundo lugar, as dificuldades decorrem do facto de que o ajustamento a um novo regime monetário envolve a interacção entre as regras, as instituições e as oportunidades de mercado do novo regime, as escolhas das autoridades públicas e o comportamento das empresas e das famílias. O ajustamento das autoridades políticas e dos agentes económicos depende, por sua vez, das expectativas, dos quadros perceptivos, dos costumes e hábitos desenvolvidos lentamente ao longo da história e consagrados na sua cultura.

---

\* Os autores agradecem a Vitor Constâncio, Vanda Almeida, Nuno Alves, Philippe Derveaux, Gabriel Fagan, Ricardo Félix, Ben Heijdra, Carlos Martinez-Mongay, Kieran McMorrow, Manuel Pereira, Ward Romp e Gaspar Ros-Moreno. As opiniões expressas são da responsabilidade dos autores e não reflectem necessariamente as posições da Comissão Europeia. Miguel St. Aubyn agradece o financiamento e hospitalidade do Banco de Portugal e do Bureau of European Policy Advisers (BEPA) da Comissão Europeia. A UECE é uma unidade de investigação financiada pela FCT (Fundação para a Ciência e a Tecnologia) com o projecto de financiamento plurianual POCTI/0436/2003.

Todavia, o efeito mais importante da criação da área do euro foi o de ter conduzido à convergência das taxas de juro de curto e longo prazo entre os países participantes. Deste ponto de vista, a unificação monetária está associada à integração financeira. Assim, Barbosa *et al.* (1998) e Cons-tâncio (2005) defendem que o principal efeito da participação de Portugal na área do euro decorreu da diminuição do custo de financiamento externo da nossa economia, traduzido numa redução das taxas de juro reais e nominais. Do mesmo modo, Fagan e Gaspar (2007a e 2007b) concluem que a unificação monetária conduziu a uma convergência das taxas de juro e das condições financeiras entre dois grupos distintos de países. O primeiro grupo inclui países que já antes da adopção do euro tinham taxas de juro relativamente baixas, nomeadamente a Alemanha, a Holanda, a Áustria, a Bélgica e a França, e será aqui designado como o grupo dos países do Centro. O segundo grupo inclui os países que antes do euro tinham taxas de juro relativamente altas, nomeadamente a Espanha, a Irlanda, a Itália e Portugal, e será designado como o grupo dos países em convergência. Antes disso, Blanchard e Giavazzi (2002) tinham também defendido a existência de um processo semelhante para explicar o aparecimento de desequilíbrios consideráveis nas balanças de transacções correntes dos países da área do euro.

Embora, como sublinhámos, a convergência das condições financeiras seja apenas um dos muitos aspectos que podem associar-se ao processo de criação da união monetária na Europa, ela merece atenção especial por, pelo menos, três tipos de razões. Em primeiro lugar, a convergência das condições financeiras pode ser rigorosamente documentada com base em informação estatística disponível. Em segundo lugar, os efeitos associados a esse impulso financeiro são grandes e manifestam-se clara e rapidamente, apesar de potencialmente duradouros e, portanto, difusos no tempo. Em terceiro lugar, é possível interpretar a ligação entre o impulso e os seus efeitos usando modelos macroeconómicos intertemporais correntes, como são os casos dos modelos de Blanchard e Fisher (1989), Frenkel e Razin (1996), Obstfeld e Rogoff (1996) e Heijdra e van der Ploeg (2002).

O processo de ajustamento de um país em convergência pode ser estudado a partir de um modelo intertemporal convencional. Para ilustrar alguns dos mecanismos envolvidos consideremos especificamente o processo de ajustamento no modelo de Fagan, Gaspar e Pereira (2004). Trata-se de um modelo de equilíbrio geral dinâmico com dois sectores de produção, um de bens transaccionáveis e outro de bens não transaccionáveis, com dois factores produtivos, capital e trabalho. O sector das fa-

mílias está representado através da formulação de gerações sobrepostas em tempo contínuo desenvolvida por Blanchard (1985) e Yaari (1965). Esta formulação é frequentemente adoptada, considerando a hipótese de economia aberta, uma vez que conduz a uma solução para a posição externa líquida, bem determinada e de estado estacionário.<sup>1</sup> Considera-se ainda que o sector de bens transaccionáveis é perfeitamente concorrencial e toma como dados os preços, determinados no mercado mundial. Pelo contrário, o sector dos bens não transaccionáveis é caracterizado por concorrência monopolística (Dixit e Stiglitz 1977), sendo os preços fixados pelos empresários que incorrem em custos de ajustamento dos mesmos preços (Kim 2000). Além disso, a acumulação de capital no modelo origina custos de ajustamento. Na sua versão anterior (Fagan e Gaspar 2005), o modelo incorporava ainda as hipóteses da oferta endógena de trabalho e da rigidez salarial, mas nesta versão considerar-se-á o caso mais simples com oferta de trabalho exógena e salários flexíveis.

Consideram-se quatro determinantes fundamentais para o ajustamento da economia. Em primeiro lugar, consideram-se as expectativas dos agentes económicos, supondo-se a hipótese de antevisão perfeita. Em segundo lugar, considera-se a acumulação de activos ao longo do tempo reflectida, por exemplo, na acumulação de capital e na posição externa líquida. Em terceiro lugar, consideram-se os custos de ajustamento associados à acumulação de capital. E, finalmente, considera-se determinante fundamental a rigidez dos preços dos bens não transaccionáveis. Nestas condições, o processo de ajustamento a uma redução dos custos de financiamento conduz à diminuição do custo de utilização do capital e ao aumento do investimento. No entanto, dados os custos de ajustamento associados à acumulação de capital, o aumento da oferta apenas se pode materializar gradualmente ao longo do tempo. Mas, contrariamente, os efeitos sobre a procura são imediatos. O investimento aumenta em resposta à diminuição do custo de utilização do capital e o consumo aumenta por efeito de substituição intertemporal, mas a ritmos distintos.<sup>2</sup> Assim, os efeitos sobre a despesa agregada superam os efeitos da oferta. Gera-se assim uma necessidade de financiamento externo, com

<sup>1</sup> Ao contrário do que aconteceria, por exemplo, num modelo de Ramsey (1928), de horizonte infinito.

<sup>2</sup> O consumo aumenta também por efeito riqueza. No entanto, no modelo, o efeito de substituição intertemporal é quantitativamente dominante. Por outro lado, numa versão com oferta de trabalho endógena este mesmo efeito conduziria a uma diminuição da oferta de trabalho. Este efeito levaria, se considerado isoladamente, a uma diminuição da oferta.

Quadro 2.1 – Indicadores económicos para Portugal e Espanha

	1995	2000	2005	Média 1995-2000	Média 2001-2005
<b>Portugal</b>					
PIB <i>per capita</i> em PPP (EU 27 = 100)	76,5	78,3	75,4	77,4	76,5
	(em 1997)				
Taxa de crescimento do PIB real	4,3	3,9	0,5	4,1	0,7
Taxa de crescimento do PIB potencial	2,7	2,8	1,3	2,9	1,8
Inflação (IPC harmonizado)	4,0	2,9	2,1	2,7	3,2
Taxa de desemprego (Eurostat)	7,3	4,0	7,6	5,8	5,9
Consumo privado final (% do PIB)	65,2	63,9	65,5	64,3	64,1
Formação bruta de capital fixo (% do PIB)	22,5	27,1	21,6	25,2	23,6
Da qual, em habitação	5,6	6,5	4,8	6,0	5,5
			(em 2004)		(2001-2004)
Exportações (% do PIB)	30,8	29,8	27,9	30,3	25,8
Importações (% do PIB)	34,3	40,6	37,4	36,9	36,8
Consumo público final (% do PIB)	17,9	19,3	21,1	18,4	20,3
Saldo da balança corrente (% do PIB)	-3,0	-10,7	-9,6	-6,8	-8,5
Défice orçamental (% do PIB)	-5,2	-2,9	-6,1	-3,6	-3,9
Dívida pública (% do PIB)	61,0	50,4	63,7	54,7	57,7
Dívida das famílias (% do rendimento disponível)	54,0	106,0	124,0	n. d.	n. d.
			(em 2003)		
Taxa de juro nominal de curto prazo	9,8	4,4	2,2	6,5	2,8
Taxa de juro nominal de longo prazo	11,5	5,6	3,4	7,5	4,4
Posição externa líquida (% do PIB)	14,6	44,8	69,7	25,5	60,3
			(em 2004)		(2000-2004)
<b>Espanha</b>					
PIB <i>per capita</i> em PPP (EU 25=100)	93,7	98,5	102,5	95,4	100,8
	(em 1997)			(1997-2000)	
Taxa de crescimento do PIB real	2,8	5,1	3,5	3,9	3,2
Taxa de crescimento do PIB potencial	2,7	3,5	4,2	2,9	3,9
Inflação (IPC harmonizado)	4,6	3,5	3,4	2,9	3,2
Taxa de desemprego (Eurostat)	18,4	11,1	9,2	15,3	10,5
Consumo privado final (% do PIB)	60,0	59,7	57,9	59,7	58,1
Formação bruta de capital fixo (% do PIB)	21,5	25,8	29,3	23,0	27,4
Da qual, em habitação	4,4	6,1	8,9	5,1	7,7
Exportações (% do PIB)	24,7	29,0	23,5	27,5	25,8
Importações (% do PIB)	21,9	32,2	30,9	26,2	30,0
Consumo público final (% do PIB)	18,1	17,2	18,0	17,5	17,5
Saldo da balança corrente (% do PIB)	-0,2	-4,0	-7,5	-1,3	-5,1
Défice orçamental (% do PIB)	-6,5	-0,9	1,1	-3,3	0,0
Dívida pública (% do PIB)	62,7	59,3	43,0	62,6	49,2
Dívida das famílias (% do rendimento disponível)	61,0	86,0	105,0	n. d.	n. d.
			(em 2003)		
Taxa de juro nominal de curto prazo	9,4	4,4	2,2	6,0	2,8
Taxa de juro nominal de longo prazo	11,3	5,5	3,4	7,4	4,3
Posição de investimento internacional (% do PIB)	22,5	26,7	49,1	25,5	39,5
			(em 2004)		(2000-2004)

Fontes: AMECO, excepto:

PIB *per capita* em PPP (EU 27 = 100), Eurostat.

PIB potencial (v. nota 7).

FBCF em construção para Portugal e dívida das famílias: Cardoso e Cunha (2005).

Posição externa líquida: Lane e Milesi-Ferretti (2006)

implicações no défice da balança corrente, uma apreciação real da moeda, uma vez que a procura de bens não transaccionáveis não pode ser satisfeita pelo resto do mundo, e um aumento dos salários e dos custos de produção. Depois do período de expansão inicial, a despesa doméstica abranda gradualmente, em resposta aos efeitos de riqueza negativos associados à acumulação de dívida externa, e a oferta aumenta gradualmente. Em conformidade com a hipótese de antevisão perfeita, estes efeitos materializam-se de forma exactamente atempada para garantir a sustentabilidade do ajustamento. De uma forma geral, este processo de ajustamento é inteiramente benigno (Blanchard e Giavazzi 2002).

Fagan e Gaspar (2007a e 2007b) concluíram que não existem efeitos de oferta quantitativamente significativos quando se consideram separadamente dois grupos de países, isto é, os países do Centro e os da convergência, e, conseqüentemente, propõem a análise dos efeitos da participação na área do euro como afectando somente a evolução da despesa agregada ao longo do tempo. A trajectória da oferta é então considerada exógena, como num modelo de troca pura.<sup>3</sup> No presente trabalho debruçamo-nos sobre as diferenças que prevalecem entre dois países do grupo da convergência, nomeadamente Portugal e a Espanha. A semelhança de condições das duas economias permite uma aplicação informal do método da diferença nas diferenças.<sup>4</sup> Portugal e a Espanha seguiram trajectórias com muito em comum, tendo aderido ao euro na mesma altura e em circunstâncias semelhantes. Depois de aderirem à União Europeia em 1986 entraram simultaneamente no mecanismo de câmbio do sistema monetário europeu alguns anos depois e liberalizaram os respectivos sistemas financeiros entre finais dos anos 80 e inícios dos anos 90. Iguamente, as duas economias tiveram um processo de desinflação paralelo e registaram taxas de juro nominais de curto e longo prazo consideravelmente maiores quando comparadas com as da Alemanha e de outros países do Centro. Também beneficiaram em simultâneo das melhorias das condições de financiamento a nível internacional durante o

<sup>3</sup> Fagan e Gaspar (2007a) explicam o ajustamento do ponto de vista de uma das economias em convergência considerada uma pequena economia aberta. Fagan e Gaspar (2007b) consideram o ajustamento simultâneo dos dois grupos de economias.

<sup>4</sup> Os métodos e estimadores de diferenças são frequentemente utilizados para estudar o impacto de acontecimentos únicos, como sejam os tratamentos médicos ou os efeitos de políticas localizadas. A ideia fundamental reside na comparação da diferença entre dois períodos e entre dois grupos (o grupo sujeito ao tratamento e o grupo de controlo).<sup>5</sup> Por hipótese, assume-se que a diferença não teria ocorrido na ausência da perturbação.

processo de convergência para a participação na área do euro. Este processo foi comum não só qualitativamente, como também quantitativamente. Ambos os países realizaram esforços de consolidação orçamental paralelos e com pontos de partida semelhantes. E, por último, os dois países participaram no grupo de fundadores da área do euro a 1 de Janeiro de 1999.

Entre 1995 e 2000, as economias de Portugal e da Espanha expandiram-se muito rapidamente. No entanto, a partir de 2000, enquanto a actividade económica em Espanha continuou a expandir-se, tendo até acelerado relativamente ao período anterior, a actividade económica em Portugal abrandou, tendo-se registado um período prolongado de crescimento decepcionante (quadro 2.1). De facto, o crescimento económico foi, neste período, não só inferior ao da Espanha, mas dos mais baixos da União Europeia. O que explica este contraste? Na segunda secção deste capítulo olharemos para esta questão, considerando diferenças entre as políticas orçamentais nos dois países no período de 1995-2005, para o que usaremos um modelo simples de troca pura, seguindo Fagan e Gaspar (2007a). Concluiremos que estas diferenças permitem explicar apenas uma pequena parte das diferenças observadas. Na terceira secção procedemos a alguns exercícios de contabilidade do crescimento, comparando Portugal e Espanha no que diz respeito às determinantes recentes do crescimento económico. Desta análise resulta que os factores determinantes fundamentais para as diferenças observadas decorreram do comportamento diferenciado da evolução, em Portugal e em Espanha das quantidades de trabalho e de capital utilizadas na produção. As diferenças centraram-se, assim, fundamentalmente na margem extensiva do crescimento económico. De facto, não obstante o crescimento elevado registado no período de 1995-2005, o crescimento da produtividade total de factores foi, em Espanha, muito reduzido e mesmo inferior ao verificado em Portugal. Essa diferença foi, no entanto, mais do que compensada por uma evolução muito mais dinâmica em Espanha da acumulação de capital e do emprego. Explicar estas diferenças é um desafio para investigação futura.

## **A política orçamental e o ajustamento ao euro**

No quadro 2.2 apresentamos alguns indicadores que sintetizam a natureza das políticas orçamentais seguidas em Espanha e em Portugal. Um aspecto importante que sobressai do quadro é o facto de as posições or-

**Quadro 2.2 – Indicadores de política orçamental em Portugal e em Espanha**

	1995	2000	2005	Varição 1995-2000	Varição 2000-2005
<b>Portugal</b>					
Transferências correntes	12,5%	12,9%	16,6%	0,4%	3,6%
Consumo público	16,5%	17,7%	19,8%	1,2%	2,1%
Excedente (+) ou défice (-) orçamental	-5,2%	-2,9%	-6,1%	2,2%	-3,2%
Dívida pública	61,0%	50,4%	63,7%	-10,6%	13,3%
<b>Espanha</b>					
Transferências correntes	14,6%	13,1%	12,6%	-1,5%	-0,5%
Consumo público	16,5%	15,6%	16,3%	-0,9%	0,7%
Excedente (+) ou défice (-) orçamental	-6,5%	-0,9%	1,1%	5,6%	2,0%
Dívida pública	62,7%	59,3%	43,0%	-3,4%	-16,3%

Fontes: Banco de Portugal e AMECO (Comissão Europeia).

çamentais nos dois países ibéricos partiram de posições bastante semelhantes em 1995. Com efeito, nesse ano os níveis de dívida pública estavam próximos de 60% do PIB e os dois países tinham défices orçamentais semelhantes e elevados, nomeadamente 5,2% do PIB em Portugal e 6,5% em Espanha. Do lado das despesas, o consumo público alcançava 16,5% nas duas economias, enquanto as transferências correntes em Espanha ultrapassavam um pouco o valor português, isto é, 14,6% e 12,5%, respectivamente. Todavia, a evolução da situação orçamental evoluiu de forma muito diferenciada nos anos seguintes. Em Espanha, o caminho escolhido foi o da contenção, enquanto em Portugal, ao invés, se seguiu uma trajectória de clara expansão orçamental. Os números apresentados no quadro 2.2 são a este respeito elucidativos e o período de tempo considerado, suficientemente longo, permite diminuir os efeitos do ciclo económico. O consumo público em Espanha manteve-se essencialmente constante em percentagem do PIB, ao mesmo tempo que as transferências correntes decaíram em termos relativos. Em conjunto com a evolução do lado das receitas e, portanto, do saldo orçamental, que se tornou positivo, a dívida pública baixou em quase 20 pontos percentuais em dez anos, para 43,1% em 2005. Em completo contraste, em Portugal assistiu-se a um forte crescimento das transferências correntes, de 12,5% para 16,6% em dez anos, e também do consumo público, que aumentou mais de 3 pontos percentuais no mesmo período. A prática de sucessivos défices orçamentais levou a que a dívida pública crescesse, passando para quase 64% do PIB.

O contraste entre a política orçamental espanhola e a portuguesa a partir de 1995 sugere uma interrogação sobre os efeitos dessa diferença.

Repita-se que os indicadores orçamentais eram muito semelhantes nos dois países em 1995 e que as duas economias experimentavam processos de evolução paralelos. Em particular, as trajectórias das taxas de juro de curto e de longo prazo, que interpretamos como indicador da alteração das condições de financiamento da economia, associada à participação na área do euro, eram idênticas. Nestas condições, podemos utilizar o mesmo modelo que Fagan e Gaspar (2007a) para determinar a medida em que a diferente evolução da política orçamental ajuda a explicar o diferente desempenho económico registado. Descrevemos em seguida e de forma breve o modelo utilizado para depois expor os principais resultados alcançados.

O modelo por nós adoptado deve a sua formulação original a Blanchard (1985) e a Yaari (1965). Trata-se de um modelo em que as famílias optimizam o seu consumo ao longo do tempo, tendo em conta uma probabilidade de morte que se mantém constante. Os modelos desta classe prestam-se de forma conveniente ao estudo dos efeitos de médio e de longo prazo da política orçamental (Heijdra e van der Ploeg 2002). Não existe equivalência ricardiana. Desta forma, o caso de neutralidade da dívida pública surge apenas como um caso especial. Constitui ainda uma forma de introduzir agentes heterogéneos, ao mesmo tempo que possibilita a exploração de algumas extensões eventualmente interessantes, por exemplo, no que diz respeito à oferta de trabalho ou ao crescimento económico. Na versão por nós adoptada considerámos uma pequena economia aberta, de tal forma que as importações, as exportações e o endividamento externo ocorrem sem restrições, sendo a taxa de juro uma variável exógena. Os efeitos de oferta resultantes da descida nos custos de financiamento e da política orçamental são inexistentes, por definição, e a economia é tida como de troca pura (oferta constante). Trata-se de uma hipótese simplificadora que resulta de duas constatações, uma de ordem teórica e outra de índole empírica. Por um lado, é consequência da demonstração anterior da predominância dos efeitos de procura sobre os efeitos de oferta na modelização do impacto do euro em modelos mais complexos, como sejam os de Fagan, Gaspar e Pereira (2004) e de Fagan e Gaspar (2005). Por outro, é coerente com o facto empírico, mencionado por Fagan e Gaspar (2007a e 2007b), de que o diferencial de crescimento não foi significativamente afectado nos dois grupos de países (em convergência e do Centro) na sequência do ajustamento ao euro. No presente caso torna-se crucial a especificação de uma regra de política orçamental, sendo a introdução do Estado a principal diferença em relação à modelação de Fagan e Gaspar (2007a). Essa regra é descrita em seguida.

Parta-se de um estado estacionário caracterizado por uma determinada despesa em bens e serviços,  $G_0$ , transferências para as famílias,  $Z_0$ , e um nível inicial de imposição,  $T_0$ , que conduz a um nível de dívida de estado estacionário, dado por  $B_0^*$ . Os valores iniciais deverão respeitar a seguinte identidade contabilística:

$$T_0 = rB_0 + G_0 + Z_0 \quad (1)$$

Quando esta restrição é respeitada, o valor da dívida pública permanece inalterado. Em geral, ter-se-á:

$$\frac{dB_t}{dt} = rB_t + G_t + Z_t - T_t \quad (2)$$

Por forma a assegurar a sustentabilidade consideraremos a seguinte regra para a política orçamental, já utilizada antes por Detken, Gaspar e Winkler (2004):

$$T_t = \bar{T}_0 + \beta(B_t - B_0) \quad (3)$$

Verifica-se facilmente que, de acordo com a regra,  $T_t = \bar{T}_0$  no período 0, a dívida pública permanece constante nesse período. Nesse caso, quando ocorre uma alteração em  $G$  e em  $Z$  para  $G_t$  e  $Z_t$ , o impacto no nível de estado estacionário da dívida pública é dado por:

$$B_t^* - B_0^* = \frac{(G_t - G_0) + (Z_t - Z_0)}{(\beta - r)} \quad (4)$$

Fica assim claro que, de acordo com a regra de estabilização orçamental especificada acima, as perturbações em  $G$  ou  $Z$ , partindo de um estado estacionário inicial, levam a um ajustamento orçamental que conduz à sustentabilidade. No entanto, o processo encontra-se associado a alterações de nível, no sentido em que as perturbações permanentes na despesa pública em bens e serviços ou nas transferências levam a uma alteração também permanente no nível da dívida pública. Em geral, se considerarmos que o nível de impostos é determinado de acordo com a regra acima enunciada, a sua trajectória apenas poderá ser afectada por perturbações em  $G$ ,  $Z$  ou  $r$ .

Nas simulações apresentadas em seguida consideraremos uma descida nos custos de financiamento para uma economia em convergência que participa no euro. Num dos cenários, designado por base, deixaremos a regra actuar de forma livre, tomando  $G$  e  $Z$  como constantes. Num cenário alternativo, numa representação simplificada do caso português,

deixaremos que  $G$  e  $Z$  aumentem. Finalmente, para o caso espanhol consideraremos uma diminuição de  $Z$ , ao mesmo tempo que  $G$  permanece sensivelmente constante. O modelo inclui variáveis forçantes ou exógenas. Algumas delas relacionam-se com a política orçamental, nomeadamente o consumo público, e as transferências,  $G$  e  $Z$ , respectivamente, e a taxa de juro exógena,  $r$ . Os valores de longo prazo para estas três variáveis permitem a computação de um estado estacionário caracterizado por valores constantes para o consumo das famílias, os activos externos e a dívida pública. As simulações incluem alterações tanto na taxa de juro (o impulso financeiro associado ao euro) como no consumo público e nas transferências (alterações na política orçamental). Estas perturbações exógenas implicam um estado estacionário diferente para a economia. Acresce que estamos especialmente interessados em saber como a economia se ajusta ao novo estado estacionário, com ênfase para o curto e médio prazos.

Tal como em Fagan e Gaspar (2007a), consideramos como impulso associado à participação na área do euro uma diminuição na taxa de juro real de 5% para 4%. O sector das famílias adapta-se a essa alteração em linha com as hipóteses de modelação apresentadas atrás. Nesta secção consideramos o efeito desse ajustamento juntamente com as três hipóteses alternativas de política orçamental. Em todos os casos assumimos que o estado estacionário inicial, caracterizado pelas transferências,  $Z$ , iguala 13,5% da dotação, o consumo do Estado,  $G$ , 16,5%, a dívida pública 60% e os impostos,  $T$ , 33%. Estes valores implicam que a dívida pública não se altere. É possível verificar, pelo quadro 2.2, que estes valores estão muito próximos daqueles que se observavam em Portugal e em Espanha em 1995.<sup>5</sup> Uma vez que as transferências não são tão semelhantes entre os dois países (o seu valor, em 1995, era de 12,5% do PIB em Portugal e de 14,6% em Espanha), tomámos a respectiva média como hipótese para calibrar o estado estacionário inicial.

Como se explicou acima, no cenário de base o único efeito sobre a política orçamental resulta de uma redução nas taxas de juro. Para os outros cenários aceitámos a hipótese simplificadora de que toda a alteração no consumo público e nas transferências correntes registada ao longo de 1995-2005 ocorreu em 1995. É evidente que se trata de uma hipótese

<sup>5</sup> Situar o começo da história da participação na área do euro por volta de 1995 parece ser consensual. Por exemplo, Constâncio (2005) escreve: «A descida das taxas de juro foi significativa antes de 1995 – e por essa altura a entrada na união monetária parecia mais segura. Como consequência experimentámos uma explosão do crédito.»

irrealista e por nós tomada apenas com intuítos de simplificação.<sup>6</sup> Mais concretamente, considerámos uma representação simplificada da política orçamental portuguesa em que o consumo público e as transferências correntes aumentaram 3 e 4 pontos percentuais, respectivamente, face à dotação orçamental. Denominaremos estas alterações como «política portuguesa». No caso espanhol simplificado, o consumo público permanece constante, enquanto as transferências permanecem inalteradas. As principais características do mecanismo de ajustamento podem ser apercebidas mediante a observação da trajectória da despesa ao longo do tempo de acordo com os três cenários.

A primeira comparação a ser feita é com uma simulação. Em qualquer dos cenários, as características qualitativas do ajustamento são semelhantes às obtidas por Fagan e Gaspar (2007a) para uma economia sem Estado. Assim, e para os parâmetros escolhidos, a dinâmica do ajustamento é dominada pelo ajustamento do sector privado, isto é, das famílias. O mecanismo é simples. No estado estacionário inicial, cada uma das famílias apresenta um perfil de consumo ligeiramente crescente ao longo do tempo. Com a queda na taxa de juro, este perfil altera-se e torna-se decrescente. Sem formação de hábitos, o consumo «saltaria». Com hábitos, o aumento na despesa de consumo e a acumulação de dívida das famílias são mais graduais, mas o mecanismo fundamental permanece o mesmo. Em segundo lugar, saliente-se que o ajustamento, para a economia espanhola, se encontra muito próximo da nossa regra de referência. A diminuição nas transferências auxilia a suavização do ajustamento, tornando menor o aumento inicial na despesa agregada e também a redução subsequente. No entanto, as magnitudes deste efeito são negligenciáveis. Em terceiro lugar, a política portuguesa implica desvios mais significativos face à política inalterada, seguindo a regra orçamental simples, ou seja, a política orçamental portuguesa exacerba a expansão inicial no médio prazo. Nas simulações deste capítulo, o ajustamento subsequente em resultado da operação da regra orçamental é muito lento. Assim, o défice orçamental torna-se bastante persistente, o que conduz a uma acumulação significativa de dívida pública. Dada a diminuição na poupança

---

<sup>6</sup> Qualquer desvio persistente da regra de política orçamental levanta problemas conceptuais no que diz respeito ao seu impacto nas expectativas e nas percepções. Ao assumir um impulso de política num momento bem especificado do tempo só há afastamento da hipótese de previsão perfeita num único período. Naturalmente, tal poderia ser aplicado a uma trajectória temporal. No entanto, seriam complexas as dinâmicas associadas com uma hipótese dessa natureza, pelo que escolhemos evitá-las.

pública e privada, assiste-se a um défice muito persistente na conta corrente. Em consequência, regista-se um aumento substancial na dívida externa. Desse ponto de vista, é razoável interpretar as nossas simulações como proporcionando um limite superior para os efeitos de políticas sustentáveis no caso português. No entanto, os resultados qualitativos são robustos a pequenas alterações nas hipóteses. A política portuguesa tem um impacto quantitativo significativo. Acentua quer a expansão inicial da despesa agregada, quer a correcção subsequente.

As nossas simulações apenas permitem caracterizar aspectos gerais do processo de ajustamento. Não contém informação suficiente para uma interpretação dos valores anuais obtidos, sendo mais prudente reportar apenas médias ao longo do tempo. De acordo com as nossas simulações, a política orçamental portuguesa amplificou o desvio do estado estacionário inicial, associado ao ajustamento ao euro, em 19,6%. No mesmo período de tempo, uma política como a seguida pela Espanha teria atenuado o ajustamento em 5,8%. O mesmo se verifica no longo prazo. O funcionamento da regra orçamental significa que o impacto final (negativo) da despesa é ampliado, no caso associado à expansão inicial, em 18,0%, enquanto no caso alternativo se reduz em 7,7%.

A existência de sinais opostos para o curto e o médio prazo, resultantes das expansões (ou contracções) orçamentais e dos efeitos associados de longo prazo, é uma propriedade geral de modelos intertemporais que incorporam a restrição orçamental do Estado. Vale a pena recordar que a principal determinante do padrão da despesa agregada ao longo do tempo é o impulso na taxa de juro. Este, por sua vez, determina o perfil da despesa do sector privado também ao longo do tempo. Isto verifica-se para qualquer das três alternativas de política orçamental consideradas e tanto para o médio como para o longo prazo. Desta forma, o impacto directo da política orçamental sobre a despesa agregada permite explicar apenas uma pequena parte da diferença de desempenho entre as economias de Portugal e da Espanha no período considerado.

## Factores de crescimento económico

Até ao final da década de 1990, a economia portuguesa apresentou um padrão de crescimento relativamente elevado no contexto europeu. Nomeadamente, a taxa de variação do PIB potencial, tal como calculada

pelos serviços da Comissão Europeia,<sup>7</sup> era ligeiramente maior do que a taxa da Espanha. Os dois países ibéricos revelavam um padrão de variação da taxa semelhante e ambos cresciam a um ritmo que, sendo sistematicamente superior ao da média dos países que viriam a integrar a zona do euro, assegurava a convergência real. A inspeção visual do gráfico 2.1 permite constatar que este padrão foi interrompido a partir de 1998. Este afastamento de Portugal em relação à Espanha resultou de dois fenómenos opostos. Em primeiro lugar, resultou do declínio acentuado do crescimento português, que passou de 3,2% ao ano em 1998 para 1,3% em 2006; em segundo lugar, resultou do aumento do crescimento potencial em Espanha. Neste último país, a taxa de crescimento potencial passou de 2,9% em 1998 para valores em torno dos 4% entre 2002 e 2006. De notar que o comportamento diferenciado das economias espanhola e portuguesa se desenrolou num contexto de diminuta variação do crescimento da economia da área do euro como um todo. Nesta secção recorre-se à contabilidade do crescimento para aprofundar a caracterização do crescimento dos países ibéricos e os seus marcados contrastes.

Considere-se que a produção agregada da economia é do tipo:

$$Y_t = A_t F(K_t, L_t) \quad (5)$$

em que  $Y_t$ ,  $A_t$ ,  $K_t$  e  $L_t$  representam, respectivamente, o PIB, o nível de tecnologia (ou a «produtividade total dos factores»), o *stock* de capital e o número de horas trabalhadas. Sendo  $F(\cdot)$  uma função com rendimentos constantes à escala, ter-se-á:

$$g_Y = \frac{A'}{A} + \alpha \frac{K'}{K} + (1 - \alpha) \frac{L'}{L} \quad (6)$$

em que  $g_Y = \frac{Y'}{Y}$  é a taxa de crescimento do PIB,  $\alpha$  a parte do capital no rendimento e  $1 - \alpha$  a parte do trabalho. A expressão (6) permite, assim, a decomposição da taxa de variação do produto em três componentes ou «contribuições»:

- i) a contribuição da variação percentual da produtividade total dos factores, dada por  $\frac{A'}{A}$ ;

<sup>7</sup> O cálculo do produto potencial e do hiato do produto está rodeado de dificuldades conceptuais e estatísticas (v., por exemplo, Orphanides e van Norden 2002). No entanto, os argumentos apresentados continuam válidos quando se consideram abordagens alternativas de estimação para as variáveis latentes ou mesmo as séries de contas nacionais não filtradas. No final da secção apresentaremos alguns cálculos baseados em séries alternativas.

- ii) a contribuição da variação percentual do *stock* de capital, dada por  $\alpha \frac{K}{K}$ ;
- iii) a contribuição da variação percentual das horas trabalhadas, dada por  $(1 - \alpha) \frac{L}{L}$ .

Esta decomposição é, provavelmente, a mais comum na literatura que utiliza a contabilidade do crescimento,<sup>8</sup> e também aqui se apresentam resultados baseados nela. Denotando as taxas de crescimento como  $g_x = \frac{\dot{X}}{X}$ , a expressão (6) pode ser escrita de forma mais compacta:

$$g_Y = g_A + \alpha g_K + (1 - \alpha) g_L \quad (7)$$

As horas trabalhadas podem ainda ser decompostas num conjunto de factores de interesse:

$$L = (1 - u_t) b_t a_t V_t \quad (8)$$

em que  $u_t$  é a taxa de desemprego,  $b_t$  o número de horas médias de trabalho por pessoa empregada,  $a_t$  a taxa de participação e  $V_t$  a população em idade de trabalhar.

A partir da equação (7), pode escrever-se:

$$g_Y = g_A + \alpha (g_K - g_L) + g_L \quad (9)$$

em que  $g_K - g_L$  é a taxa de crescimento do capital por unidade (hora) de trabalho, ou «capital *deepening*». Por sua vez, e tendo em conta a equação (7), a taxa de crescimento da quantidade de trabalho é dada por:

$$g_L = g_{(1-u)} + g_b + g_a + g_V \quad (10)$$

Substituindo na equação (9), obtém-se:

$$g_Y = g_A + \alpha (g_K - g_L) + g_{1-u} + g_b + g_a + g_V \quad (11)$$

ou seja, decompõe-se a variação do PIB numa parte atribuível à produtividade total dos factores numa outra proveniente da alteração do capital por unidade de trabalho e num conjunto de quatro parcelas que resultam

<sup>8</sup> V., a este propósito, Barro e Sala-i-Martin (2003), cap. 10.

da variação da quantidade de trabalho (por variação da taxa de emprego), das horas médias trabalhadas, da taxa de participação e da população em idade de trabalhar. Em geral, tem interesse não só a análise do crescimento do PIB, como também a consideração do crescimento do PIB por habitante. Será considerada a seguinte versão «por habitante» da decomposição:

$$g_Y - g_N = g_N + \alpha(g_K - g_N) + (1 - \alpha)(g_L - g_N) \quad (12)$$

Nesta última equação,  $N$  representa a população total do país. Decompõe-se o crescimento do PIB por habitante na contribuição da produtividade total dos factores, do capital por habitante e da quantidade de horas trabalhadas por habitante.

A concretização empírica das decomposições apresentadas exige não só uma escolha concreta das séries cronológicas, como também do valor para o parâmetro  $\alpha$  da função de produção. No que aos dados diz respeito, utilizaram-se dois conjuntos de séries: as séries observadas, obtidas da base de dados AMECO, actualizada em Maio de 2007, da Direcção-Geral dos Assuntos Económicos e Financeiros («DG-ECFIN»), da Comissão Europeia (CE). As séries filtradas para o produto potencial foram igualmente retiradas de uma base de dados da DG-ECFIN, da Comissão Europeia.<sup>9</sup>

O processo de filtragem das séries é descrito em detalhe por Denis, Grenouilleau, McMorro e Röger (2006). Uma série para o PIB potencial é obtida através da «abordagem da função de produção». Num primeiro passo obtém-se uma estimativa para a NAIRU («taxa de desemprego não aceleradora da inflação»), variável no tempo, e séries alisadas para as horas trabalhadas, para a taxa de participação e para a população em idade de trabalhar. Em seguida, por substituição na função de produção (5) do valor de  $L$  alcançável caso a taxa de desemprego fosse igual à NAIRU, calcula-se o produto potencial.<sup>10</sup> No que diz respeito ao *stock* de capital, utiliza-se o valor observado. O parâmetro  $\alpha$ , calibrado pela média da parte do capital no rendimento em quinze países da União Europeia entre 1960 e 2003, assume o valor 0,37 em todos os países. No quadro 2.3 compara-se a decomposição do crescimento em Portugal, em Espanha e na área do euro entre 1998 e 2006. O ano de 1998 foi escolhido

<sup>9</sup> Os dados por nós trabalhados estão disponíveis em <http://circa.europa.eu/Public/irc/ecfin/outgaps/library> (Archives: 2007-1 Spring forecast).

<sup>10</sup> Os autores citados consideram uma função de produção de Cobb-Douglas.

Quadro 2.3 – Decomposição do crescimento, Portugal, Espanha e área do euro, 1998 e 2006

		PIB potencial	PTF	Capital por unidade de trabalho	Horas médias de trabalho por trabalhador	População em idade de trabalhar	Participação	Desemprego
PT	1998	3,2	1,1	1,4	-0,4	0,5	0,5	0,1
	2006	1,3	0,5	0,5	-0,2	0,3	0,5	-0,3
	diferença	-1,9	-0,6	-0,9	0,2	-0,2	0,0	-0,4
ES	1998	2,9	0,3	0,5	-0,1	0,4	1,2	0,6
	2006	3,8	0,2	0,5	-0,5	1,2	1,4	0,8
	diferença	0,8	0,0	0,0	-0,4	0,8	0,1	0,2
Área do euro	1998	2,2	1,0	0,6	-0,4	0,2	0,6	0,1
	2006	2,1	0,9	0,5	-0,4	0,1	0,6	0,3
	diferença	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2

por ter sido o último pico do crescimento do PIB potencial em Portugal, como se pode, aliás, constatar no gráfico 2.1, e o ano de 2006 por ser o ano completo mais recente.

De notar que em 1998 existiam importantes diferenças nas fontes de crescimento de cada uma das economias ibéricas. O crescimento potencial afigurava-se apenas um pouco mais elevado em Portugal (3,2%) do que em Espanha (2,9%). Em Portugal, este crescimento resultava essencialmente da produtividade total dos factores (1,1%) e do acréscimo do capital por trabalhador (1,4%). A contribuição total do trabalho, embora positiva, resultava essencialmente de um aumento da taxa de participação e da população em idade de trabalhar, que mais do que compensavam a diminuição do número de horas médias trabalhadas. Na comparação com a área do euro, a principal diferença surge na maior importância do acréscimo do capital por trabalhador em Portugal, um resultado completamente de acordo, aliás, com o que a teoria económica prediz para um país em processo de convergência. Em Espanha, a produtividade total dos factores cresceu a taxas muito diminutas (0,2%) e a contribuição do capital por trabalhador também foi consideravelmente inferior à registada em Portugal (0,5%). Em contrapartida, foi muito importante a contribuição directamente relacionada com o factor «trabalho», nomeadamente a resultante do aumento da população em idade de trabalhar (0,4%), da diminuição do desemprego (0,6%) e do aumento da taxa de participação (1,2%).

Entre 1998 e 2006, Portugal viu a sua taxa de crescimento decair de forma acentuada. Como se pode ver no quadro 2.3 e se representa graficamente no gráfico 2.2, a diferença entre as taxas nestes dois anos é de 1,9 pontos percentuais. Esta diferença pode ser decomposta nas suas várias componentes. Assim, segundo o exercício de contabilidade de cres-

cimento que temos vindo a seguir, a diferença fica a dever-se, essencialmente, primeiro, à menor contribuição do aumento do capital por trabalhador (-0,9 pontos percentuais), em seguida, à menor produtividade total dos factores (-0,6 pontos percentuais) e também ao aumento do desemprego (-0,4 pontos percentuais). Em contrapartida, o aumento da taxa de crescimento potencial em Espanha em 0,8 pontos percentuais fica a dever-se, essencialmente, ao reforço da importância dos factores demográficos e do mercado de trabalho, como se pode igualmente observar no quadro 2.3 e no gráfico 2.2. Foi particularmente importante a contribuição do aumento da população em idade de trabalhar, que, por si só, e se tudo o resto se tivesse mantido constante, permitiria obter a totalidade da variação observada. No entanto, a taxa de participação aumentou e o desemprego diminuiu. As contribuições somadas destes dois factores (0,3 pontos percentuais) foram compensadas pela diminuição do número de horas médias de trabalho.<sup>11</sup> As importantes variações nas economias ibéricas em anos recentes não são, em geral, semelhantes às verificadas na área do euro. Nesta última o crescimento do PIB potencial permaneceu praticamente inalterado, sendo de assinalar que, tal como em Espanha, se assistiu a uma diminuição importante da taxa de desemprego.

Uma das diferenças mais importantes do comportamento das economias portuguesa e espanhola nos anos mais recentes relaciona-se com o crescimento da população. Ambos os países ganharam população de forma significativa entre 1998 e 2006. No entanto, o crescimento demográfico em Espanha foi bastante mais acentuado, onde a população aumentou 10,5% em oito anos, enquanto em Portugal esse aumento se quedou pelos 4,5% (quadro 2.4). Num contexto de população em crescimento, o PIB potencial por habitante cresce menos do que o PIB potencial total. No quadro 2.5 apresenta-se a decomposição do crescimento do PIB potencial de acordo com a equação (12). A coluna respeitante à contribuição do capital por habitante foi ainda decomposta na parte estritamente relacionada com o crescimento do *stock* de capital e na parcela que resulta do crescimento populacional. No que a Portugal diz respeito, confirma-se a importância da quebra na progressão do capital, desta vez medido por habitante. Essa quebra é responsável por mais de metade do declínio no crescimento. O gráfico 2.3, que traduz o essencial da evolu-

<sup>11</sup> A importância predominante do factor trabalho para o crescimento recente da economia espanhola é também documentada por Torres (2007), igualmente num contexto de contabilidade do crescimento.

Quadro 2.4 – População em Portugal e em Espanha  
(milhares de pessoas)

	Portugal	Espanha
1996	10 057,9	39 478,2
1997	10 091,1	39 582,4
1998	10 129,3	39 721,1
1999	10 171,9	39 926,3
2000	10 225,8	40 263,2
2001	10 293,0	40 720,5
2002	10 368,4	41 314,0
2003	10 441,1	42 004,5
2004	10 502,0	42 691,7
2005	10 549,4	43 398,1
2006	10 589,0	43 911,0
Diferença [2006]-[1998]	459,7 (+4,5%)	4 189,9 (+10,5%)

ção do quadro 2.4 para Portugal, ilustra visualmente este efeito. O fraco crescimento do *stock* de capital na economia portuguesa resulta da diminuição acentuada do investimento, como se ilustra no gráfico 2.5. A taxa de investimento por referência ao PIB potencial decaiu de 27,9% em 2000 para apenas 21,9% em 2006.

Em Espanha, o PIB potencial por habitante cresceu à mesma taxa em 1998 e 2006. Isso significa que em Espanha se deu um crescimento extensivo, explicado nesta contabilidade, em partes sensivelmente semelhantes, pelo capital *deepening* e pelo acréscimo do número de horas de trabalho por habitante, sendo diminuta a contribuição da produtividade total dos factores. Por contraste com Portugal, o gráfico 2.4 mostra um padrão essencialmente inalterado. Igualmente contrastante com Portugal é o comportamento do investimento. A taxa de investimento em Espanha foi aumentando ao longo da última década, atingindo um valor historicamente elevado, em 2006, de 28,7%.

Malo de Molina (2007) enumera um conjunto de factores que estarão na base da recente expansão espanhola. Por um lado, deverá ter-se em conta o novo regime macroeconómico resultante da pertença à área do euro, com a descida das taxas de juro e a maior estabilidade macroeconómica, acompanhadas do ancoramento das expectativas para a inflação e de moderação salarial. Estes desenvolvimentos foram acompanhados de alterações demográficas importantes, nomeadamente de fluxos elevados de imigração, com o resultante aumento do emprego e do produto potencial, e também proporcionadores de maior flexibilidade no mer-

Quadro 2.5 – Decomposição do crescimento por habitante, Portugal e Espanha, 1996-2006

		PIB potencial por habitante	PTF	Capital por habitante	Do qual: capital	Do qual: população	Horas de trabalho por habitante
PT	1996	2,4	1,3	1,0	1,1	-0,1	0,1
	1997	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,1	0,0
	1998	2,8	1,1	1,5	1,7	-0,1	0,2
	1999	2,5	0,9	1,6	1,7	-0,2	0,0
	2000	2,3	0,7	1,5	1,7	-0,2	0,0
	2001	1,9	0,6	1,3	1,5	-0,2	0,0
	2002	1,4	0,4	1,0	1,3	-0,3	-0,1
	2003	0,9	0,4	0,6	0,9	-0,3	-0,1
	2004	1,0	0,3	0,7	0,9	-0,2	0,0
	2005	0,9	0,4	0,6	0,8	-0,2	-0,1
	2006	0,9	0,5	0,5	0,6	-0,1	-0,1
	Diferença [2006]-[1998]	-1,9	-0,6	-1,1	-1,1	0,0	-0,2
ES	1996	2,4	0,4	1,0	1,1	-0,1	1,0
	1997	2,4	0,3	1,0	1,1	-0,1	1,1
	1998	2,6	0,3	1,2	1,3	-0,1	1,1
	1999	2,7	0,2	1,3	1,5	-0,2	1,2
	2000	2,6	0,2	1,2	1,5	-0,3	1,2
	2001	2,6	0,1	1,1	1,5	-0,4	1,3
	2002	2,3	0,1	0,9	1,5	-0,5	1,2
	2003	2,3	0,1	0,9	1,5	-0,6	1,3
	2004	2,3	0,1	0,9	1,5	-0,6	1,2
	2005	2,5	0,2	1,0	1,6	-0,6	1,3
	2006	2,6	0,2	1,2	1,6	-0,4	1,1
	Diferença [2006]-[1998]	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	0,0

cado de trabalho. Alterações estruturais ocorridas na economia espanhola terão também facilitado ou motivado esta expansão, nomeadamente a maior abertura da economia, a crescente eficiência e competitividade do sector financeiro e reformas do lado da oferta, incluindo as privatizações, as reformas do mercado de trabalho e a liberalização dos mercados de produtos. A estes factores pode juntar-se uma crescente qualificação da população activa, mesmo tendo em conta a crescente imigração (Torres 2007). De entre as fragilidades desta expansão, têm sido apontados a importância excessiva do sector da construção e o *boom* do mercado imobiliário (Igal 2006) e a perda de competitividade externa (Aysuso, Castro e Gómez 2004).

Os resultados até agora apresentados dependem em parte do processo de estimação específico do PIB potencial utilizado pela Comissão Euro;

peia (CE). Por isso, comparamos em seguida a decomposição do crescimento que resulta da equação (6), utilizando três alternativas distintas: a da própria Comissão, utilizando o PIB potencial, a que resulta dos métodos de Almeida e Félix (2006) (A&F) e ainda uma decomposição com base em dados da CE, mas utilizando o PIB observado. No quadro 2.6 apresentam-se os resultados da CE e os resultados de A&F resultantes da utilização de uma função de Cobb-Douglas. Do ponto de vista metodológico, devem salientar-se as seguintes diferenças entre as fontes consideradas: (i) A&F consideram uma taxa natural de desemprego constante, enquanto a CE admite a variação ao longo do tempo; (ii) os *stocks* de capital foram construídos de forma diferente, nomeadamente no que diz respeito às taxas de depreciação consideradas para diferentes tipos de capital; (iii) o trabalho é medido em horas pela CE e em número de indivíduos por A&F; (iv) seguiram-se técnicas e opções distintas de alisamento de séries. Comparando o último ano para o qual existem valores, 2006 no caso da CE e 2005 em A&F, com o ano de 1998, verificamos que a magnitude do decréscimo no PIB potencial é comparável (1,9 pontos percentuais com os dados da CE e 2,0 pontos com os valores de A&F). Com ambas as fontes conclui-se que a contribuição do trabalho é relativamente reduzida. A&F atribuem uma parte igual da queda à PTF e ao capital (0,8 pontos cada um), enquanto a CE imputa 0,6 e 1,1 pontos percentuais a cada um destes factores, respectivamente.

O quadro 2.7 apresenta a decomposição do crescimento quando se substitui o PIB potencial pelo PIB observado e se considera igualmente o emprego observado. Comparando novamente o ano de 2006 com o ano de 1998, verifica-se que as contribuições da produtividade total dos factores (PTF), do capital e do trabalho são de grandezas semelhantes, ao contrário do que acontecia na formulação anterior. A mais elevada importância do trabalho, em comparação com os resultados anteriores, deverá estar associada às diferentes posições cíclicas da economia em 1998 e em 2006.

O padrão observado de declínio da produtividade total dos factores complementa os resultados alcançados por outros autores para períodos anteriores ao aqui analisado. Nomeadamente, Lains (2003) aponta para uma quebra desta produtividade a partir de 1973, para a qual terá contribuído a crescente importância de sectores industriais de fraca produtividade. Na mesma linha, Barros (2003), estudando a produtividade industrial entre 1978 e 1996, questiona a possibilidade de um processo de convergência futuro acelerado, dado terem sido as indústrias de intensidade de investigação mais baixa a evidenciar maiores crescimentos de produtividade. Finalmente, Freitas (2007) também conclui pelo abran-

**Quadro 2.6 – Decomposição do crescimento em Portugal:  
comparação de resultados com o PIB potencial, 1996-2006**

		PIB potencial	PTF	Capital	Trabalho
CE	1996	2,7	1,3	1,1	0,2
	1997	2,9	1,2	1,4	0,2
	1998	3,2	1,1	1,7	0,4
	1999	3,0	0,9	1,7	0,3
	2000	2,8	0,7	1,7	0,4
	2001	2,5	0,6	1,5	0,4
	2002	2,1	0,4	1,3	0,4
	2003	1,6	0,4	0,9	0,4
	2004	1,6	0,3	0,9	0,4
	2005	1,3	0,4	0,8	0,2
	2006	1,3	0,5	0,6	0,2
	Diferença [2006]-[1998]	1,9	0,6	1,1	0,2
A&F	1996	3,1	1,1	0,8	1,1
	1997	2,8	1,1	1,0	0,6
	1998	3,3	1,0	1,2	1,1
	1999	2,7	0,8	1,3	0,6
	2000	3,0	0,6	1,2	1,2
	2001	2,5	0,4	1,1	1,0
	2002	2,2	0,2	0,9	1,0
	2003	1,3	0,1	0,6	0,6
	2004	0,9	0,1	0,4	0,3
	2005	1,2	0,2	0,4	0,7
		Diferença [2005]-[1998]	2,0	0,8	0,8

**Quadro 2.7 – Decomposição do crescimento em Portugal:  
resultados com o PIB observado, 1996-2006**

		PIB potencial	PTF	Capital	Trabalho
	1996	3,6	1,5	1,1	1,0
	1997	4,2	1,8	1,4	1,0
	1998	4,8	1,4	1,7	1,7
	1999	3,9	1,3	1,7	0,9
	2000	3,9	0,9	1,7	1,4
	2001	2,0	-0,6	1,5	1,1
	2002	0,8	-0,8	1,3	0,3
	2003	-0,7	-1,4	0,9	-0,2
	2004	1,3	0,4	0,9	0,1
	2005	0,5	-0,3	0,8	0,0
	2006	1,3	0,2	0,6	0,5
	Diferença [2006]-[1998]	3,5	1,2	1,1	1,2

damento importante da produtividade total dos factores em anos mais recentes, que, importante na explicação do crescimento português dos anos 60 e 70, se terá esgotado na passagem para o século XXI.

Os gráficos 2.5 e 2.6 documentam a diferença entre os dois países ibéricos no que diz respeito ao comportamento do investimento e da acumulação de capital. A partir do virar do século o investimento em percentagem do PIB declinou de forma acentuada em Portugal. Para esse decréscimo contribuiu, mas apenas em parte, a queda no investimento na habitação. A esta evolução corresponde uma forte quebra da taxa de acumulação do *stock* de capital, de uma taxa de crescimento de quase 5%, no final dos anos 90, para menos de 2%, em 2006. Ao invés, em Espanha, a taxa de acumulação de capital aumentou ligeiramente, em consequência de níveis de investimento que, em percentagem do PIB, foram sempre aumentando. Para esse aumento contribuiu de forma decisiva a progressão do investimento na habitação.<sup>12</sup>

## Conclusão

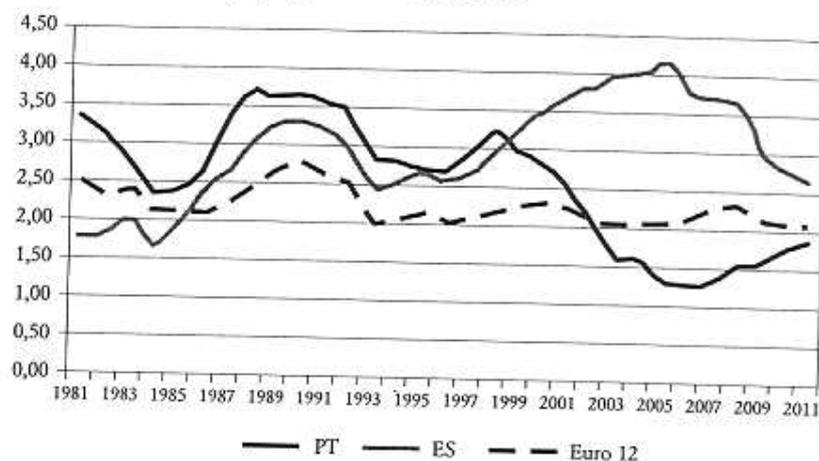
A participação na área do euro constitui para os países afectados uma importante alteração no regime económico. É, desta forma, interessante procurar determinar o ajustamento imediato das economias a esta alteração. Portugal e a Espanha pertencem ao grupo de países em convergência, que, ao contrário dos países do Centro, experimentou um ajustamento caracterizado pela aceleração da despesa agregada, pela deterioração das contas externas, pela acumulação de dívida externa e pela apreciação real da moeda, esta verificada no âmbito da moeda única através de um persistente diferencial de inflação. Este mecanismo de ajustamento pode ser interpretado, à luz de um modelo macroeconómico intertemporal comum, como envolvendo a alteração do perfil ao longo do tempo da despesa privada. No presente trabalho centramos a nossa atenção em dois dos países em convergência, Portugal e a Espanha, que apresentavam características estruturais muito semelhantes entre 1995 e 2000. No entanto, a partir de 2001 as experiências foram fortemente diferentes. Enquanto em Portugal o crescimento entrou numa fase de estagnação, em Espanha continuou em aceleração.

<sup>12</sup> A inclusão (ou não) do investimento em habitação no *stock* de capital considerado na contabilidade do crescimento levanta alguns problemas metodológicos relacionados com a medição e inclusão no PIB dos serviços de habitação própria.

Neste trabalho procurámos determinar a contribuição da política orçamental seguida nos dois países. De facto, é evidente que a política orçamental em Espanha, ao reduzir a despesa, especificamente a despesa com transferências, contribuiu para alisar o ajustamento da despesa agregada ao longo do tempo. Do mesmo modo, em Portugal, o aumento da despesa pública contribuiu para exacerbar o processo de ajustamento associado à alteração do perfil temporal da despesa privada. Qualitativamente, portanto, a política orçamental terá alisado o processo de ajustamento em Espanha e terá exagerado esse mesmo ajustamento em Portugal. No entanto, quantitativamente, a contribuição da política orçamental para as diferenças verificadas foi relativamente pequena, nomeadamente de cerca de 20%. Na realidade, o ajustamento intertemporal da despesa agregada terá sido dominado pelo ajustamento do sector privado.

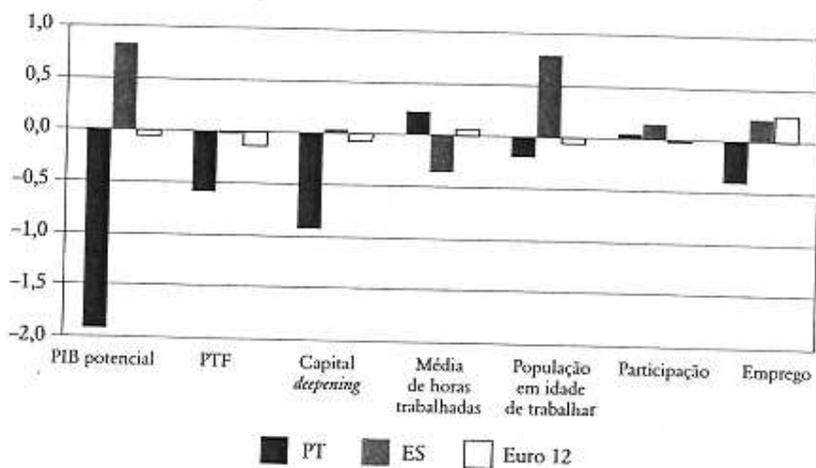
Procurámos, igualmente, olhar para a influência de factores do lado da oferta, comparando desta vez a situação em 1998 com a de 2006. Em 1998, para Portugal, o crescimento do produto potencial era de 3,2%, ou 2,8 *per capita*, enquanto para a Espanha os valores eram, respectivamente, de 2,9% e 2,6 %. Em 2006 o contraste passou a ser importante, com valores de 1,3% e 0,9% para Portugal e de 3,8% e 2,6% para a Espanha. Curiosamente, o crescimento da produtividade total dos factores foi, durante todo o período, inferior em Espanha. A diferença entre os dois países foi determinada pela evolução da utilização dos factores «capital» e «trabalho». Por exemplo, em 2006, toda a diferença registada no crescimento do produto *per capita* pode ser atribuída ao menor ritmo de acumulação de capital e ao menor (crescimento do) número de horas trabalhadas *per capita*. Desta forma, a diferença verificada registou-se na margem de crescimento extensiva. Sendo assim, para compreender os contrastes entre as experiências de crescimento de Portugal e da Espanha será necessário compreender o comportamento diferenciado quer do investimento, quer do mercado de trabalho. Estas são questões que reservamos para trabalho futuro.

Gráfico 2.1 – Crescimento do PIB potencial:  
Portugal, Espanha e área do euro

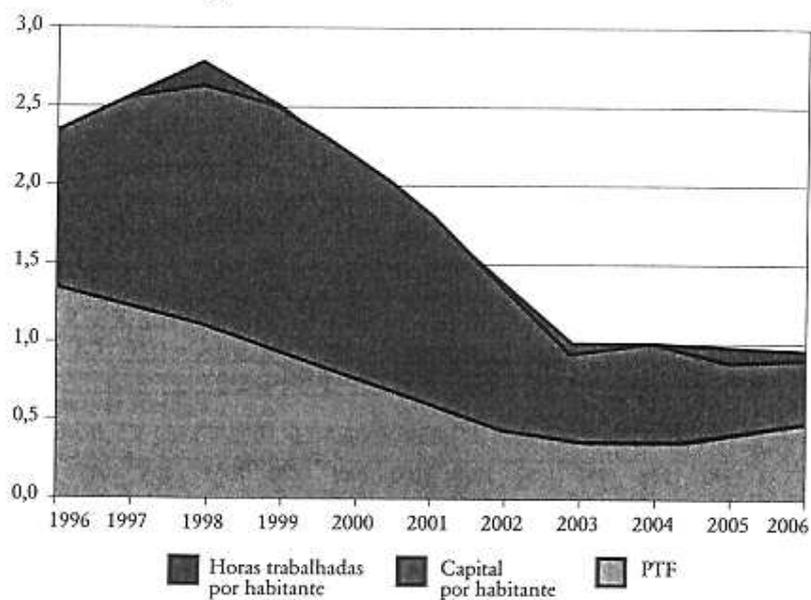


Fonte: Ecofin, Comissão Europeia.

Gráfico 2.2 – Decomposição da variação do crescimento potencial:  
1998-2006



**Gráfico 2.3 – Decomposição do crescimento potencial por habitante:  
Portugal**



**Gráfico 2.4 – Decomposição do crescimento potencial por habitante:  
Espanha**

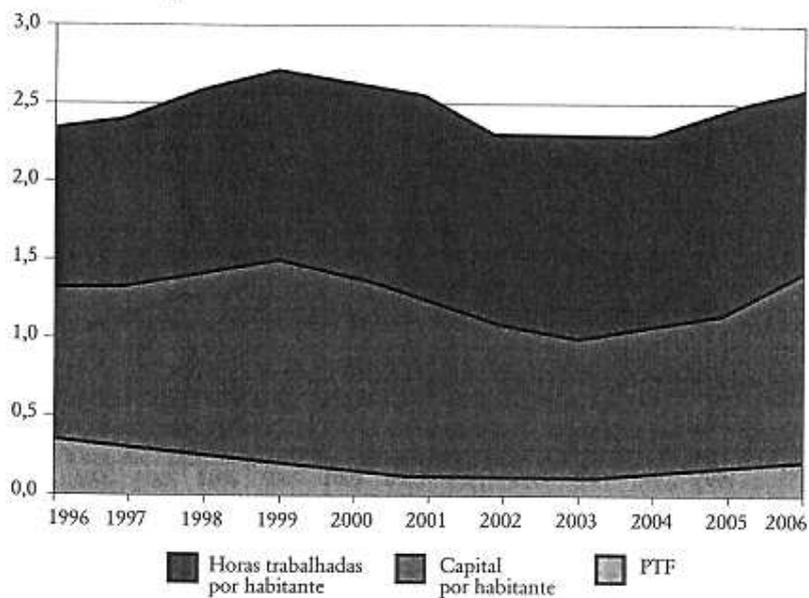


Gráfico 2.5 - Investimento em percentagem do PIB

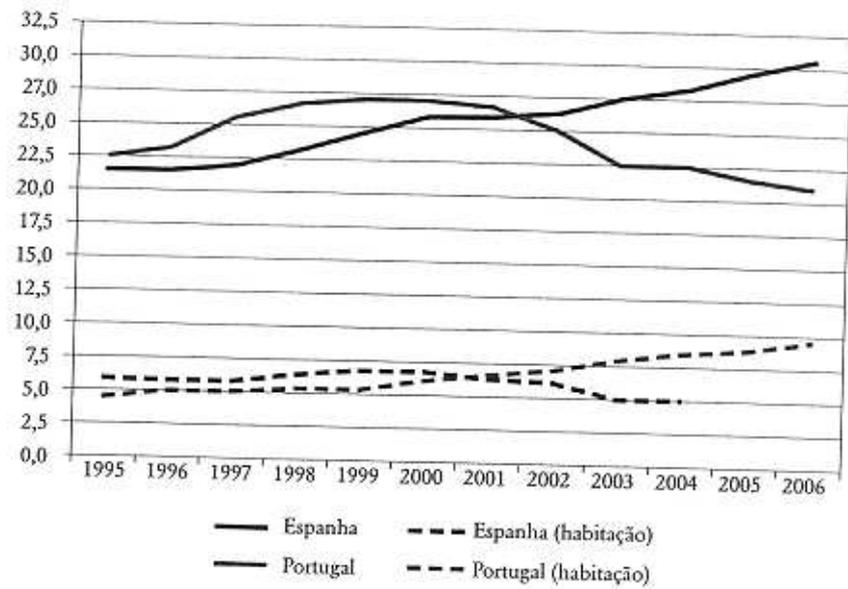
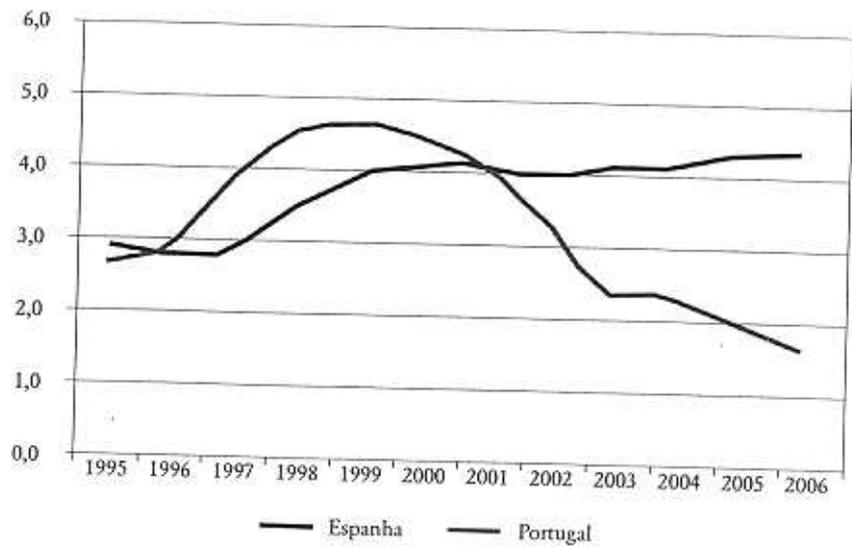


Gráfico 2.6 - Acumulação de capital



## Bibliografia

- Almeida, V. e R. Félix. 2006. «Cálculo do produto potencial e do hiato do produto para a economia portuguesa». *Boletim Económico do Banco de Portugal*, Outono.
- Ayuso, J. F. de Castro, e O. Gómez. 2004. *The Spanish Inflation Differential: a Never-ending Story*. EcFin Country Focus, I (12).
- Blanchard, O. 1985. «Debt, deficits and finite horizons». *Journal of Political Economy*, 93: 223-247.
- Blanchard, O., e F. Giavazzi. 2002. «Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle». *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Blanchard, O., e S. Fisher. 1989. *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Barro, R., e X. Sala-i-Martin. 2003. *Economic Growth*. 2.ª ed. McGraw-Hill.
- Barros, P. P. 2002. «Convergência na produtividade: Portugal e a União Europeia». In *Desenvolvimento Económico Português no Espaço Europeu: Determinantes e Políticas*. Lisboa: Banco de Portugal.
- Cardoso, F., e V. Cunha. 2005. «Household wealth in Portugal: 1980-2004», *working paper* n.º 4-05, Banco de Portugal.
- Constâncio, V. 2005. «Panel discussion». In *The New EU Member States, Convergence and Stability – Third ECB Central Banking Conference*, ed. C. Detken, V. Gaspar e G. Noblet. Frankfurt: European Central Bank.
- Denis, C., D. Grenouilleau, K. McMorrow e W. Röger. 2006. «Calculating potential output growth and output gaps: a revised production function approach», DG ECFIN *Economic Papers*, 272, January.
- Detken, C., V. Gaspar e B. Winkler. 2004. «On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union», ECB *working paper series* 420, December.
- Dixit, A., e J. Stiglitz. 1977. «Monopolistic competition and optimal product diversity». *American Economic Review*, 67 (3): 297-308.
- Fagan, G., V. Gaspar e A. Pereira. 2004. «Macroeconomic adjustment to structural change». In *Monetary Strategies for Joining the Euro*, eds. G. Szapary, J. von Hagen e Edward Elgar, 168-217.
- Fagan, G., e V. Gaspar. 2005. «Adjusting to the euro: some issues inspired by the Portuguese experience», workshop on what effects is EMU having on the euro area and its member states?, [www.ecb.int](http://www.ecb.int).
- Fagan, G., e V. Gaspar. 2007a. «Adjusting to the euro», ECB *working paper series* 716, January.
- Fagan, G., e V. Gaspar. 2007b. «Macroeconomic adjustment to monetary unification», mimeo, Julho.
- Freitas, M. L. 2007. «Sobre a perda de ímpeto no processo de convergência da economia portuguesa: uma abordagem dogmática». *Notas Económicas*, 25: 27-41.
- Frenkel, J., e A. Razin. 1996. *Fiscal Policies and Growth in the World Economy*. MIT Press.
- Heijdra e van der Ploeg. 2002. *The Foundations of Modern Macroeconomics*. Oxford: Oxford University Press.
- Igal, J. Yaniz. 2006. «The Spanish housing market: are we for a soft landing?» *EcFin Country Focus*, 3 (1).
- Kim, J. 2000. «Constructing and estimating a realistic optimizing model of monetary policy». *Journal of Monetary Economics*, 45: 329-359.

- Lains, P. 2003. «Catching up to the European core: Portuguese economic growth, 1910-1990». *Explorations in Economic History*, 40: 369-386.
- Lane, P., e G. M. Milesi-Ferretti. 2005. «The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004», WP/05/16, International Monetary Fund.
- Lucas, R. 1980. «Methods and problems in business cycle theory». *Journal of Money Credit and Banking*, 12 (November).
- Malo de Molina, J. 2007. «Adjustment for the Spanish economy. What role for structural policies?». Presentation to the seminar «The Spanish adjustment in EMU: conditions for a soft landing», Brussels, European Commission, 21 September.
- Ramsey, F. 1928. «A mathematical theory of saving». *Economic Journal*, 38 (152): 543-559.
- Orphanides, A., e S. van Norden. 2002. «The unreliability of output-gap estimates in real time». *The Review of Economics and Statistics*, 84 (4): 569-583.
- Osbstfeld e Rogoff. 1996. *Foundations of International Macroeconomics*. The MIT Press.
- Torres, A. 2007. «The characteristics of the current expansion». Presentation to the seminar «The Spanish adjustment in EMU: conditions for a soft landing», Brussels, European Commission, 21 September.
- Yaari, M. E. 1965. *Uncertain Life, Life Insurance and the Theory of the Consumer*, 32: 137-150.

## Comentários e respostas

### António Afonso

Referiu que considerava que existiam dois capítulos no mesmo trabalho. Um primeiro capítulo que se refere à parte do modelo e um segundo em que os autores apresentam os resultados das simulações. De seguida pediu um esclarecimento sobre uma das conclusões do modelo segundo a qual os autores sustentam que as diferenças em termos de política orçamental não contribuíram muito para o ajustamento subsequente da procura agregada, de acordo com as simulações. Com efeito, pode verificar-se no capítulo que, em Portugal, a política orçamental contribuiu em 19,6% para a amplificação do desvio relativamente ao estado estacionário, enquanto em Espanha essa contribuição para atenuar o desvio em relação ao estado estacionário foi de cerca de 6%. A comparação dos dois valores significa que se pode atribuir um efeito com algum significado à política orçamental portuguesa, ao contrário da interpretação dada pelos autores. A segunda questão teve a ver com as conclusões da segunda parte do texto, ou, numa outra perspectiva, com a pergunta sobre as razões do melhor comportamento da Espanha. Chamou também a atenção para divisão temporal da amostra, uma vez que não houve consolidação orçamental significativa em Portugal, mesmo nos anos 90, enquanto o contrário aconteceu em Espanha. Neste sentido, perguntou se esse factor foi relevante e se foi tido em conta.

### José da Silva Lopes

Referiu ter ficado surpreendido com a conclusão de que a política orçamental não explicava muito da diferença de comportamento entre Portugal e a Espanha, mas agora, com a referência à comparação entre o efeito de 19,4% no primeiro país e de 6% no segundo, feita por António Afonso, a ideia ficou melhor identificada. Quanto ao capítulo, em geral, perguntou se os autores, em vez de tomarem a perspectiva da contabilidade do crescimento, não deveriam ter tomado a perspectiva da procura. Isto porque,

para além da análise da evolução do produto potencial, interessava também a do produto real e essa será uma dimensão importante na comparação entre Portugal e a Espanha. Referiu mesmo considerar que o lado da procura fornece muito mais informação do que o lado da oferta, porque, no seu entender, o que se passou foi que os agentes económicos, incluindo o Estado, reagiram à baixa das taxas de juro primeiro que a Espanha. Por isso, entende que Portugal poderá estar talvez uns cinco ou seis anos adiantado em relação à Espanha no aproveitamento da baixa das taxas de juro, justificando esta posição pelo facto de, aquando da baixa das taxas de juro Portugal, se ter lançado entusiasticamente na expansão do crédito à habitação. Em Portugal o *boom* da habitação foi de 1995 a 2001; em Espanha foi sobretudo posteriormente, e por isso é que as famílias portuguesas em 2000 já estavam muito endividadas, muito mais do que as espanholas, e tiveram de restringir o seu consumo posteriormente, enquanto as famílias espanholas puderam continuar essa tendência. Os dados sobre a evolução do capital em Portugal são em grande parte influenciados pelo investimento na habitação. Apresentou ainda alguns cálculos preliminares em que se pôde verificar que a taxa de investimento bruto em Portugal aumentou 4,6 pontos percentuais de 1995 a 2000, um pouco mais do que em Espanha, mas de 2000 a 2005 em Portugal baixou 2,5 pontos e em Espanha aumentou 3,5. Simplesmente, dos 2,5 que baixaram em Portugal, 1,7 correspondem à habitação, enquanto em Espanha o crescimento da habitação aumentou 2,8 pontos percentuais. Assim, explicou que o que a Espanha teve foi realmente um *boom* na habitação, que agora está a estagnar e que faz com que, actualmente, a proporção do investimento em habitação em Espanha seja muito mais alta do que em Portugal, sendo quase o dobro. Isso poderá explicar também por que é que em Espanha a produtividade total dos factores não aumentou muito, porque uma boa parte do investimento foi para a habitação. Os espanhóis começaram a aproveitar a baixa das taxas de juro para se endividarem mais tarde do que os portugueses. Isso pode ser constatado nos dados presentes no capítulo que mostram que o endividamento das famílias espanholas é de cerca 105% e o das famílias portuguesas de cerca de 130%. Isso sustenta a ideia de que Portugal está efectivamente uns cinco anos adiantado em relação à Espanha, que assim poderá vir a atravessar as mesmas dificuldades que Portugal nos próximos cinco anos.

**Ana Balcão Reis (interrupção)**

Interrompeu para acrescentar que, ainda assim, a almofada orçamental espanhola estaria melhor.

**José da Silva Lopes (continuação)**

Concordou sem reservas, mas fez notar que esse era o único aspecto positivo, porque, para grande surpresa sua, em matéria de produtividade total dos factores, a Espanha está igual a Portugal. Daí que, quando terminar o impulso do lado da procura, os problemas surgirão com força. De seguida notou que, em matéria de poupança, a Espanha está muito melhor do que Portugal, factor ao qual, parece, não se tem dado muita ênfase. Em Portugal a poupança baixou muito, enquanto em Espanha se tem mantido. Actualmente, a poupança portuguesa rondará os 12% do PIB, e a espanhola cerca de 20% do PIB, o que desde logo significa que Portugal terá de se endividar mais do que a Espanha, embora esta esteja a aproximar-se rapidamente. No entanto, quanto ao endividamento externo líquido, os activos de Portugal detidos no estrangeiro e os passivos de Portugal com o estrangeiro apresentam uma diferença negativa da ordem dos 80%, enquanto em Espanha é de 60%. Essa diferença era muito menor apenas há uns anos. Em 2000, a Espanha estava só com 25% de *deficit*, mas Portugal estava com 40%, e já está com 82%, o que significa que o ritmo de crescimento tem sido superior. Isso faz com que os problemas trazidos pela baixa poupança sejam ainda mais importantes, uma vez que com um nível de poupança tão baixo a economia portuguesa poderá sofrer com o travão do endividamento externo. Por isso referiu mesmo que a sua interpretação pessoal era a de que a economia portuguesa não cresce há cinco ou seis anos por causa do travão do endividamento externo. Em termos de mercado, garantir anualmente 10% do PIB para financiar o investimento e o consumo em Portugal é extremamente difícil, e cada vez será mais, sobretudo agora com a crise financeira internacional. Por fim, colocou a questão de que, se esta crise implicar uma diminuição da capacidade de endividamento externo, Portugal poderá ter uma crise muito maior do que, à primeira vista, se poderá esperar. Porque procurar no mercado externo cerca de 10% do que é despesa interna significa uma dependência de 10% do exterior. Na eventualidade de, num cenário negativo por razões da crise financeira internacional, Portugal passar a endividar-se só uns 5%, o PNB português terá necessariamente de cair. Nessa situação não será já um problema de não crescimento, mas sim de queda. Por isso terminou o seu comentário dizendo que será absolutamente fundamental que a crise internacional não impeça Portugal de continuar a endividar-se a um ritmo de 10% ao ano pelo menos durante uns anos mais.

**João Ferreira do Amaral**

Perguntou primeiro se os dados de capital consideram os abates do *stock* de capital nos dois países. Quanto às amortizações de capital, não há grandes problemas de medição na comparação entre os dois países, mas sim quanto aos abates, porque, provavelmente, as deslocalizações e, portanto, os abates ao *stock* de capital, que José da Silva Lopes apontou, serão proporcionalmente maiores em Portugal, em alguns sectores, do que em Espanha. Daí perguntar se os dados actualizados têm ou não em conta uma função de abate dos *stocks* de capital, de vida dos equipamentos, e, se tiverem, considerou poder não ser estranho que o *stock* de capital cresça menos. A seguir manifestou estranheza perante os resultados, dado não conseguir encontrar uma explicação. Numa altura em que o custo do capital desceu fortemente em Portugal não só devido à queda da taxa de juro, como também pelo impacto dos fundos estruturais que se fez sentir, pelo menos, no capital privado, não houve substituição do trabalho por capital e isso parecia-lhe estranho. Aparentemente, o trabalho reduziu um pouco a sua participação devido à redução do horário de trabalho, mas também houve uma queda na participação do capital.

**Helena Marques**

Começou por referir que o seu comentário ia de encontro ao de José da Silva Lopes, por estar também relacionado com o investimento em habitação, ligando-o também à questão do mercado de trabalho. Com base em testemunhos de alguns economistas espanhóis, destacou que existe um certo consenso entre estes de que o crescimento em Espanha pode não ser suficientemente sustentado, mas antes uma bolha de crescimento, fomentado pelo mercado de habitação, dado que neste momento a oferta começa a ser substancialmente maior do que a procura. Grande parte da procura do sector tem sido estimulada pela imigração, e daí que a questão do mercado de trabalho seja fundamental. Neste sentido, perguntou até que ponto será possível continuar com este crescimento de oferta no mercado da habitação. Por isso manifestou o seu acordo com a possibilidade de, eventualmente, a Espanha poder vir a passar por aquilo que Portugal tem passado.

**Elias Soukiazis**

Apresentou como elemento adicional para a análise deste estudo, na perspectiva da comparação entre Portugal e a Espanha, o comportamento do comércio externo dos dois países, nomeadamente da procura externa, colocando a hipótese de este ser também um aspecto em que a Espanha poderá ter vantagem face a Portugal.

**Ana Balcão Reis**

Colocou uma questão acerca da ponte entre o modelo de análise e a componente empírica. O modelo teórico é sobretudo um modelo do lado da procura e, todavia, os autores recorrem na análise empírica à contabilidade do crescimento, que é uma análise do lado da oferta, da produção.

**Álvaro Pina**

Em relação à questão do investimento em construção, colocou a hipótese de haver factores de procura que expliquem o desempenho diferenciado a partir de 2001. A política orçamental espanhola, a partir de 2001, pode ter tido um impacto expansionista na economia, ainda que moderado, uma vez que houve uma diminuição do peso da despesa pública (total e primária) até 2001, seguindo-se um aumento do peso da despesa primária a partir desse ano, particularmente forte em determinadas rubricas, como a formação bruta de capital fixo (FBCF). Este aspecto pode ter tido um efeito importante, que devia ser analisado. Por outro lado, também houve um aumento da receita fiscal em Espanha e, portanto, o défice não se agravou; conviria ver em que medida aquele aumento de receita esteve ligado a bolhas especulativas.

**Pedro Pita Barros**

Em primeiro lugar, perguntou se não faltaria neste estudo a participação no mercado de trabalho, tal como já foi referido anteriormente. Depois referiu que Portugal está melhor do que a Espanha no crescimento da produtividade total de factores e do capital por habitante, que só caiu a partir de 2000. Como tal, é no número de horas de trabalho por habitante que há uma diferença maior, favorável à Espanha, diferença que decorre tanto de uma maior participação da população activa no mercado de trabalho como de mais horas por trabalhador. Assim, se fosse retirado este aspecto, o retrato entre Portugal e a Espanha não seria assim tão diferente e, a longo prazo, até pareceria que Portugal estaria numa melhor posição, dada a vantagem na produtividade total de factores. Parecia-lhe também apropriado, no seguimento de comentários anteriores, que os autores apresentassem a perspectiva do lado da oferta, incluindo alterações na participação no mercado de trabalho. O que poderia ser um pouco contra a corrente quanto à questão da procura.

**Francesco Franco**

O meu primeiro comentário diz respeito a conclusões quantitativas baseadas num modelo puramente calibrado. Penso que este modelo é

muito útil para uma intuição numérica, mas para poder obter números reais é preciso calculá-lo econometricamente, utilizando a máxima verosimilhança (métodos MLE ou FIML). Penso que o modelo é interessante para pensar acerca da política orçamental. Escolheram um modelo de gerações sobrepostas em que a equivalência ricardiana é válida e com mecanismos intergeracionais. No entanto, poderão querer ser coerentes entre a teoria e os dados em termos de frequência. Finalmente, o que se passa com o PIB potencial nos dois países parece resultar essencialmente de componentes de emprego e demográficas, até mesmo no que diz respeito à política orçamental. Daí a sugestão de que seria mais interessante verificar que parte do PIB potencial seria explicada pela diminuição da taxa natural de emprego e pelo aumento da população através da imigração.

**Francisco Torres**

Referiu a existência de um forte aumento da população em Espanha, de 10%, em comparação com Portugal, que foi de apenas 5%, que pode ter contribuído para dilatar a especulação imobiliária, mas que deve ser analisado em conjunto com o mercado de trabalho. Sobre o lado da procura, uma vez que, como já tinha aludido **António Afonso**, a consolidação orçamental nos anos 90 se processou mais rapidamente em Espanha do que em Portugal e que o recurso ao crédito começou mais cedo em Portugal, como igualmente recordou **José da Silva Lopes**, o ajustamento ao euro poder também ter começado em momentos diferentes. Por isso, questionou também, se o período de análise recuasse para, por exemplo, 1995 ou 1996, se isso não poderia ajudar a captar alguns fenómenos de ajustamento anteriores, porque se sabia que o euro ia acontecer em 1999. Seria igualmente interessante esperar pelo ajustamento espanhol ao fim da bolha especulativa no mercado imobiliário (claramente mais significativa em Espanha do que em Portugal) para beneficiar de um período de análise mais longo, por exemplo, 1996-2009, e com *timings* de ajustamento diferentes.

**Miguel Lebre de Freitas**

Referiu também pensar que existem dois capítulos, um do lado da procura e outro do lado da oferta, e que, eventualmente, os dois não casariam muito bem. Referiu ainda que os números dão a ideia de que a Espanha está cinco anos atrasada relativamente a Portugal, isto é, que a Espanha terá também um arrefecimento da procura interna. Por conseguinte, muito do que agora é o diagnóstico em Portugal ainda não é vi-

sível do lado da Espanha, mas eventualmente virá a sê-lo, pois a Espanha também tem um problema de apreciação real e de défice externo elevado. Neste período, enquanto Portugal esteve na fronteira das suas possibilidades de produção, a Espanha teve um decréscimo do desemprego muito grande. O facto de a Espanha não estar na sua fronteira dá-lhe um potencial de crescimento muito maior do que aquele que aconteceria para um país que estivesse a crescer à medida que crescia a sua fronteira. Esse fenómeno ocorreu também na Irlanda, que cresceu muito, mas vinha de baixo, isto é, o seu PIB potencial era muito superior ao inicial. Ainda sobre a questão da dinâmica em Espanha, acrescentou que esta se poderia avaliar pela taxa de investimento, que foi de cerca de 30% do PIB. Sendo uma taxa relativamente elevada, terá porventura de baixar. Sobre o caso de Portugal, considerou que os dados do exercício são consistentes com a tese de que, inicialmente, o rácio entre o capital físico e o capital humano em Portugal seria muito baixo. Ou seja, Portugal era relativamente mais dotado de capital humano do que de capital físico, pelo que ao longo das últimas três décadas houve um crescimento maior do capital físico do que do capital humano, em resposta ao decréscimo do preço relativo do capital físico, possibilitado pela abertura ao exterior, pela liberalização dos movimentos de capital e pela adesão ao euro. Referiu que esses elementos sustentam a ideia de que há um ajustamento de mercado no sentido de uma relação capital físico-capital humano mais alinhada com a média dos países da OCDE. Por último, fez notar que o facto de o capital físico por trabalhador estar a abrandar em Portugal significaria, numa interpretação neoclássica, que Portugal estaria a aproximar-se de um estado estacionário.

#### **Resposta de Miguel St. Aubyn**

Em resposta a **António Afonso**, reconheceu que, por uma questão de precisão, o mais correcto será não usar as palavras «pouco» ou «muito», mas antes usar as percentagens estimadas, nomeadamente, que a política orçamental explica, em Portugal, um afastamento de 19%, em termos do estado estacionário, enquanto em Espanha explica uma aproximação de 6%. Em relação aos conteúdos, concordou com a eventual existência de dois capítulos. Estes poderiam ser lidos em separado. Ganham, no entanto, na apresentação conjunta porque vêm na sequência um do outro: o segundo é motivado pelos resultados da primeiro.

Em resposta a **José da Silva Lopes**, reconheceu a pertinência das observações, no sentido em que o modelo apresentado no texto assenta na

premissa de uma mesma economia sujeita alternativamente a uma política «à espanhola» ou a uma política «à portuguesa», e isto constitui uma simplificação muito grande. Também considerou inequivocamente valiosa a ideia de que os portugueses reagiram mais depressa do que os espanhóis e por isso Portugal poderá estar uns cinco anos à frente na antecipação da crise. Assumiu ter um problema por não saber modelizar esta diferenciação entre a economia espanhola e a portuguesa. Também considerou importante a distinção entre os tipos de investimento, nomeadamente a distinção entre investimento total e investimento em habitação.

Com base nos dados que constam do estudo, referiu que a ideia de **Silva Lopes** está correcta, porque entre 2001 e 2006 o aumento do investimento em Espanha tem que ver em parte considerável com o investimento em habitação. Já para Portugal há um declínio do investimento que vai para lá do declínio do investimento em habitação, o que também necessita de uma explicação própria. Em resposta às deficiências apontadas por **João Ferreira do Amaral** da medida de capital, referiu estar ciente do problema da medição dos abates de capital. Ainda assim, explicou que os autores fizeram o mesmo exercício com séries alternativas, calculadas de outra forma, nomeadamente pelo Banco de Portugal, não tendo os resultados sido fundamentalmente diferentes. De igual modo, uma decomposição em contabilidade do crescimento utilizando o PIB observado, e não o PIB potencial, proporcionou resultados, na essência, semelhantes. Assim, considerou haver um cenário que, em termos qualitativos, se apresenta robusto face às alternativas referidas.

Quanto ao comentário de **Helena Marques**, referiu conhecer a interpretação proveniente de economistas espanhóis. Porém, acrescentou que algo de extremamente importante se passou em Espanha que vai para além do conceito de bolha especulativa, como seja o facto de a taxa de desemprego em Espanha ter descido de valores próximos dos 20% para valores semelhantes aos portugueses, próximos dos 7%-10%. Trata-se de pessoas que não estavam a trabalhar e agora estão a trabalhar, o que constitui um desenvolvimento extremamente importante. Por isso aceitou que o mercado de trabalho precisa também de ser estudado.

Em relação ao comentário de **Ana Balcão Reis**, procurou explicar a ponte entre a procura ser o importante e o posterior enfoque na oferta por via da contabilidade do crescimento, apresentando alguns elementos. Quando se estuda o mero efeito de ajustamento ao euro, isto é, o efeito da descida das taxas de juro, os autores defendem que aí a procura é que é importante e que, portanto, o padrão principal é aquele que resulta do

ajustamento do sector privado. Quando se junta a esse comportamento do sector privado, modelizado exactamente nos mesmos termos, uma política orçamental que é diferenciada, existe alguma diferença nos resultados, mas que não é estrondosa, entre os 20% e os 30%, como já foi precisado. No entanto, quando depois se verifica a diferença de crescimento económico entre Portugal e a Espanha, esta é bastante significativa. A magnitude desta diferença lança a suspeita de que há outros factores responsáveis por essa evolução diferenciada, para além de uma política orçamental que foi diferente, mas que também não poderá ter tido um impacto tão significativo. Assim, justificou a referida «ponte», não como uma conexão formalizada, mas antes como uma sugestão de relação que aos autores pareceu importante.