



Escola de Ciências Sociais e Humanas
Departamento de Economia Política

**ÂNCORA CAMBIAL, SUAS VANTAGENS E DESVANTAGENS:
O CASO DE SÃO TOMÉ E PRINCIPE**

Esperança Santiago da Costa

Dissertação submetida como requisito parcial para a obtenção do grau de
Mestre em Economia Monetária e Financeira

Orientador:
Doutor Sérgio Chilra Lagoa, Professor Auxiliar
ISCTE-IUL

Outubro, 2015

ÍNDICE

ÍNDICE DE GRÁFICOS	ii
AGRADECIMENTOS.....	vi
RESUMO.....	vii
ABSTRACT.....	viii
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO I	3
1.1 Revisão da literatura	3
1.1.1 Noção e o papel na estabilização de economias inflacionárias	3
1.1.2 Pré-requisitos para a adopção da âncora Cambial	4
1.1.3 A âncora cambial e as suas implicações	5
1.2 Enquadramento Teórico	6
1.2.1 Breve resumo sobre a Teoria de Áreas Monetárias Ótimas	6
1.2.2 Fundamentos das Crises Cambiais	8
CAPÍTULO II	10
2.1 Descrição Geral da Economia	10
2.2 Resumo.....	11
CAPÍTULO III	12
3.1 Natureza e Tipo de Pesquisa	12
3.2 Fontes de Informação e Período da Pesquisa	12
3.3 Variáveis de Estudo e Critérios de Análise.....	12
3.4 Recolha e Tratamento de Dados.....	13
O ACORDO DE COOPERAÇÃO ECONÓMICA COM PORTUGAL (ACE)	14
4.1 Os Objectivos do Acordo de Cooperação Económica (ACE)	15
4.2 Resumo	15
CAPÍTULO V	17
ANÁLISE COMPARADA E EMPÍRICA	17
5.1 O caso de Cabo-Verde (CV).....	17
5.1.1 Os Instrumentos do ACC	18
5.1.2 Impactos Macroeconómicos	18
5.2 AVALIAÇÃO ECONÓMICA DA ESTABILIDADE CAMBIAL EM STP	23
5.2.1 Impactos Macroeconómicos	23
5.3 Análise Empírica	32
5.3.1 Teste - Zona Monetária Ótima	32
5.3.1.1 Análise Tradicional (Mundell-1961).....	32
5.3.1.2 Análise Moderna	33
5.3.2 Teste-Modelos de crises cambiais	35
5.3.2.1 Modelo de 1. ^a Geração	35
5.3.2.2. Modelo de 2. ^a Geração	37
5.3.2.3 Modelo de 3. ^a Geração	37
5.4 Resumo	40
6. CONCLUSÕES	44
ANEXOS	50
Anexo A:.....	50
Anexo B:.....	51
Anexo C:.....	54
Anexo D:.....	58
Anexo E:.....	58
Anexo F.....	62

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Volatilidade da Taxa de Câmbio Bilateral (2000-2013).....	14
Gráfico 2 - PIB real em Cabo-Verde	18
Gráfico 3 - Taxa de Inflação	19
Gráfico 4 - Taxa de Câmbio real	20
Gráfico 5 - PIB Real - STP	23
Gráfico 6 - PIB per capita PPP de STP	24
Gráfico 7 - Variação anual do IPC (%) 2003-2013.....	26
Gráfico 8 - Inflação Homóloga de STP –Portugal (%)	26
Gráfico 9 - Índice Taxa de Câmbio real de STP.....	27
Gráfico 10 Taxas de juro média anual ativas e passivas bancárias (%)	28
Gráfico 11 - Saldos Orçamentais em % PIB	28
Gráfico 12 - Saldos Externos em % PIB	29
Gráfico 13 - Reservas Cambiais	29
Gráfico 14 - Reservas Cambiais	30
Gráfico 15 Dívida Externa em % PIB	31
Gráfico 16 - Grau de Abertura (%)	34
Gráfico 17 - Estrutura do Ativo/ Crédito	38
Gráfico 18 - Estrutura do Passivo / Depósitos por Moeda	39
Gráfico 19 - Evolução das Taxas de Juro	61
Gráfico A.1 1 IDE/ Receitas de Turismo/ Remessas de Emigrantes-CV.....	64
Gráfico A.1 2 Taxas de Juro Ativas e Passivas das Operações Bancárias - CV	64
Gráfico A.1 3 Saldos Orçamentais em % PIB- CV.....	64
Gráfico A.1 4 Entrada de IDE/ Receitas do Turismo/ Remessas de Emigrantes - STP	66
Gráfico A.1 5 Financiamento do Défice em % do PIB STP	67
Gráfico A.1 6 Distribuição Geográfica da Balança Comercial.....	67
Gráfico A.1 7 Estrutura da Carteira por Moeda/Qualidade da Carteira	70
Gráfico A.1 8 Estrutura dos Depósitos por Maturidade/Rácio de Transformação	70
Gráfico A.1 9 Liquidez / Gaps de liquidez	71

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1. Saldo da Balança de Bens e Serviços em % PIB	27
Tabela 2 - Transação com o Exterior	33
Tabela 3- Quota das Transações com o Exterior	33
Tabela 4. Factores de Expansão da Massa Monetária (M_3).....	35
Tabela 5. Resumo da evolução de variáveis-chave após o acordo cambial	41
Tabela 6 - Elementos de risco cambial em STP	41
Tabela 7. Vantagens vs desvantagens da Âncora Cambial	42
Tabela A.1 1 Histórico de Regimes Cambiais em STP.....	50
Tabela A.1 2 Vantagens vs Desvantagens da Âncora Cambial	51
Tabela A.1 3 Principais Indicadores Económicos	57
Tabela A.1 4- Critérios de desempenho ao abrigo do Programa do FMI para 2013	57
Tabela A.1 5 Taxa de crescimento do PIB nos PEI 1993-1998 (em %)	63
Tabela A.1 6 PIB nos PEI 1999-2005 (em %).....	63
Tabela A.1 7 PIB nos PEI 2006-2012 (em %).....	63
Tabela A.1 8 Análise SHIFT-SHARE do crescimento setorial de STP (em percentagem)	65
Tabela A.1 9 Taxas de câmbio médias anuais	66
Tabela A.1 10 Balança Comercial (milhares de USD)	68
Tabela A.1 11 Síntese Monetária 2002-2008.....	69
Tabela A.1 12 Síntese Monetária 2009-2013.....	69

GLOSSÁRIO DE SIGLAS

ACC - Acordo de Cooperação Cambial

ACE - Acordo de Cooperação Económica

BAD - Banco Africano de Desenvolvimento

BADEA - Banco Árabe de Desenvolvimento em África

BAI - Banco Angolano de Investimento

BC - Balança Corrente

BC - Banco Central

BCSTP - Banco Central de São Tomé e Príncipe

BCV - Banco de Cabo verde

BISTP - Banco Internacional de São Tomé e Príncipe

BM - Base Monetária

CE - Crédito à Economia

CEMAC - Comunidade Económica Monetária de África Central

COMACE - Comissão de Acompanhamento Macroeconómico do Acordo de Cooperação Económica

CVE - Escudo Cabo-Verdiano

ECF - Extended Credit Facility

FIDA - Fundo Internacional de Desenvolvimento Agrícola

FMI - Fundo Monetário Internacional

GPEARI - Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais MF, Portugal

HIPC - Iniciativas destinadas aos Países Pobres mais Endividados

IDA - Associação para o Desenvolvimento Internacional

IDE - Investimento Direto Estrangeiro

IVA - Imposto sobre Valor Acrescentado

MCI - Mercado Cambial Interbancário

ME - Moeda Estrangeira

MMI - Mercado Monetário Interbancário

MN - Moeda Nacional

NAP - Norma de Aplicação Permanente do BCSTP

OMA - Operações de Mercado Aberto

OMC - Organização Mundial de Comércio

PAE - Programa de Ajustamento Estrutural

PALOP - Países de Língua Oficial Portuguesa

PEI - Pequenos Estados Insulares

PIB - Produto Interno Bruto

PNUD - Programa das Nações Unidas para Desenvolvimento

PTE - Escudo Português

RIL - Reservas Internacionais Líquidas

RMC - Reservas Mínimas de Caixa

SIDS - Pequenos Estados Insulares em Desenvolvimento

SME - Sistema Monetário Europeu

SME - Sistema Monetário Europeu

STD/USD - Dobra são-tomense / Dólar Americano

STP - São Tomé e Príncipe

UAM - Unidade de Acompanhamento Macroeconómico

ZE - Zona Euro

AGRADECIMENTOS

Professores, amigos, colegas de trabalho e família participaram de uma forma ou de outra na realização desta tese.

Agradeço profundamente ao Professor Sérgio Lagoa, meu orientador, que esteve presente em todos os momentos da realização deste trabalho, pelo grande apoio, pela compreensão, sabedoria e, especialmente, pelo incentivo. Gostaria de dizer que, além de ter sido um bom professor, muito me honrou com a sua orientação. Na mesma sequência, agradeço ao meu bom amigo e professor, Fernando D'Alva, pelas reflexões e indicação de novos caminhos de pesquisa. A minha sobrinha, Karanini Ferreira, gostaria de dizer que grande parte da realização deste Mestrado deve-se ao seu suporte.

Agradecimentos especiais ao Dr. Luís Saramago, membro da UAM pela parte do Banco de Portugal, pelas prestimosas informações e ensinamentos.

A todos os que estiveram ao meu lado nesta longa caminhada, tolerando todas as manifestações de stress e ansiedade, deixo o meu mais sincero agradecimento.

Muito obrigada!

RESUMO

Este trabalho de investigação tem como objetivo analisar as vantagens e os diversos riscos inerentes a adoção de uma âncora cambial para S. Tomé e Príncipe, tomando-se como referência o exemplo de Cabo - Verde que tem sido um caso de sucesso há mais de dez anos. Procurou-se determinar os impactos macroeconómicos do regime retirando os principais elementos que constituem o sucesso de Cabo-Verde nesta matéria. Os resultados revelaram que embora os três anos de experiência da âncora seja um período relativamente curto para avaliar os efeitos a longo prazo, o caso de STP mais se aproxima de um caso de sucesso, do que, de um possível colapso cambial. Através de uma análise empírica e descritiva, observou-se o comportamento das variáveis económicas em relação as actividades económicas intra-regional, de acordo com os argumentos teóricos da Área Monetária Ótima, constatou-se que a capacidade de resistência a choques exógenos continua bastante limitada, fator que coloca STP como uma Área Monetária Incompleta. Seguiu-se a análise do grau de resiliência da economia em relação aos principais fundamentos das crises cambiais e as análises indicam que a evolução dos agregados monetários e a variação do crédito doméstico não destacam potenciais riscos destas causarem um desequilíbrio a estabilidade de preços. Contudo, os resultados obtidos apontam para algumas fragilidades no sistema financeiro, decorrentes do risco do crédito e do risco de gaps de liquidez, sugerindo que o estudo para a devida mensuração destes riscos deva ser aprofundado.

Palavras-chave: âncora cambial, estabilidade macroeconómica, regime cambial, crises cambiais.

Classificação JEL: E31, E63, F15.

ABSTRACT

The present research aims to analyze the advantages and the various risks inherent to the adoption of a fixed exchange rate regime for São Tomé and Príncipe with reference to Cape Verde as the case study of success for over ten years.

It was assessed the macroeconomic impacts of the exchange rate regime considering the main elements that makes the Cape Verde's case successful on that regard. The results has showed that although the three years since the adoption of the peg regime with euro is a relatively short time series to assess long-term effects, the case study for STP's exchange rate regime suggests a successful case *vis a vis* price stabilization and peg credibility rather than a break of the peg.

Through an empirical and descriptive analysis, we have observed the behavior of economic variables with regard to intra-regional economic activities according to the arguments of the Theory of Optimal Currency Area, and the result suggests a very limited resilience of STP economy to exogenous shocks, a fact that puts the country in a position of Incomplete Currency Area.

Followed by the analysis of the degree of resilience of the economy with regard to the main fundamentals of currency crises, the findings has appointed that the performance of monetary aggregates and the changes in domestic credit not highlight potential risks of these can cause an imbalance to price stability and undermine the exchange rate regime.

The results has however appointed to some weaknesses in the financial system arising from the credit risk and liquidity risk gaps, suggesting that the presente research on STP Exchange rate regime should be deepened for proper and more accurate measurement of these risks.

Keywords: exchange rate anchor, macroeconomic stability, exchange rate regime, currency crisis.

JEL Classification: E31, E63, F15.

INTRODUÇÃO

O principal objectivo da política monetária do Banco Central de São Tomé e Príncipe, doravante designado por BCSTP, é a estabilização dos preços, visando promover o crescimento económico e a criação do emprego.

Para materializar esta pretensão foi necessário o envolvimento de São Tomé e Príncipe (STP) num vasto processo de reformas e ajustamentos macroeconómicos. Na prossecução destas reformas foi considerada de grande importância a adoção de um regime que permita atingir a estabilidade cambial, tomando em conta que o aprofundamento dos laços económicos com a zona Euro possibilitam a intensificação dos fluxos bilaterais de comércio e de investimentos, segundo o documento assinado em 2010, designado Acordo de Cooperação Económica entre Portugal e São Tomé e Príncipe (ACE), assente numa paridade fixa entre a dobra e o euro, e que propunha também como objectivo reforçar a estabilidade macroeconómica e financeira de São Tomé e Príncipe.

Historicamente, após a Independência Nacional em 1975, as autoridades governamentais, de acordo com os vários objetivos de políticas económicas, foram experimentando vários regimes cambiais (cf. Tabela A.11 em anexo A). A escolha da âncora cambial para São Tomé e Príncipe é o resultado de uma sequência de inúmeras tentativas para se atingir a estabilidade dos preços.

O regime cambial de paridade fixa entre a Dobra e o Euro configura a subordinação de todas as políticas macroeconómicas ao objectivo de manutenção da estabilidade cambial, tendo sido construído com base nas medidas para combater os desequilíbrios fiscais, associando-se a essas, as medidas que tinham como objectivo reverter as expectativas inflacionárias, o que implicou, paralelamente, a concretização de várias reformas monetárias e ao nível dos fundamentos externos. A ancoragem a uma moeda internacional sólida, observando-se todas as medidas de reformas acima referidas, tende a reforçar a segurança financeira interna e a confiança dos agentes externos, potenciando a captação de comércio e investimento internacionais.

No entanto, existem diversos riscos inerentes à adoção desta estratégia de política monetária, e as evidências empíricas demonstram que em alguns casos (a experiência da âncora cambial no Brasil), esse processo acaba por gerar uma total incompatibilidade entre o valor real gerado pelos países e o valor nominal da sua moeda, forçando a uma desvalorização da moeda, fator financeiro na origem de muitas crises económicas.

Uma análise cuidada da temática, permitiu identificar várias questões, de entre as quais se destacam as seguintes:

- A. Quais são as principais vantagens e desvantagens da ancoragem cambial para os países em desenvolvimento?
- B. Quais os impactos na economia são-tomense, que é muito frágil e dependente de mercados e parceiros externos?
- C. Como melhorar as potencialidades deste regime cambial, para que se torne eficaz para o crescimento sustentado da economia?

O objetivo central da nossa abordagem é retratar o impacto do regime de peg da dobra são-tomense ao euro e a sua contribuição para o crescimento, considerando a problemática da crise do euro, o elevado nível de endividamento externo e os riscos associados à possibilidade das ilhas se tornarem exportadoras do petróleo.

A investigação será centrada num período compreendido entre 1998 a 2013. Pretende-se através de uma metodologia exploratória e descritiva, recorrendo a dados estatísticos, documentais e estudo de casos, indicar as vantagens e desvantagens proporcionadas pelo regime adotado, tentando descrever e dar a conhecer o comportamento assumido pelos fundamentos macroeconómicos num regime de câmbio fixo baseado numa âncora cambial. Os resultados deste estudo, poderão contribuir para uma melhor reflexão sobre as potencialidades do regime e os riscos implícitos, e fornecer uma base mais alargada de estudos para os pequenos países insulares com acentuados desequilíbrios macroeconómicos.

A nossa proposta de investigação está estruturada em cinco capítulos e um anexo estatístico.

Partindo-se do contexto introdutório, delinea-se no capítulo I a revisão bibliográfica e um breve enquadramento teórico. No capítulo II faz-se uma abordagem da economia de São Tomé e Príncipe, procurando descrever as características do Programa de Ajustamento Estrutural (PAE), bem como a política cambial e as suas implicações para a estabilidade de preços. A metodologia utilizada neste trabalho de investigação é descrita no capítulo III. O capítulo IV tem o propósito de analisar o acordo cambial entre Portugal/São Tomé e Príncipe (STP), descrevendo os seus objetivos e instrumentos, o que permite entender e sistematizar os impactos macroeconómicos da política monetária. No capítulo V procurou-se analisar a âncora cambial numa perspectiva que considera a experiência de Cabo-Verde. O objetivo é estudar as diversas fragilidades inerentes à adoção da âncora cambial, mas com uma focalização que considera também os aspetos estruturais de economia são-tomense, tendo em conta a sua forte dependência dos recursos externos, o seu elevado nível de endividamento e a sua instabilidade política. À luz dos resultados identificados, procurou-se sistematizar através de uma análise experimental e descritiva, os problemas centrais inerentes à construção e implementação dos procedimentos ligados ao processo da adoção de uma âncora cambial, atendendo as especificidades da economia são-tomense e tentando encontrar mecanismos para a sua otimização e melhoria contínuas.

CAPÍTULO I

QUADRO TEÓRICO

1.1 Revisão da literatura

Nesta seção propõe-se apresentar o quadro teórico que sustenta a investigação e, as principais contribuições teóricas sobre o tema da presente dissertação, extraindo informações relevantes dos estudos realizados. Assim, inspirou-se nessa linha de pesquisa nos trabalhos de Leão et al (2013), Mendonça et al (1988), Bruno (1991), Calvo e Végh (1993), Edwards (1996), Dornbusch (1986), Netto (1999), Franco (1999), Arida (1999), Beluzzo (1999), Simonsen (1992), Krugman (1996), Mundell (1961), entre outros.

Muitos autores desenvolveram estudos e trabalharam sobre o tema, mas, neste trabalho procurou-se focalizar as análises que aprofundaram a problemática dos impactos negativos inerentes à adoção de uma âncora cambial nos países em desenvolvimento.

1.1.1 Noção e o papel na estabilização de economias inflacionárias

De acordo com Leão et al (2013), uma âncora cambial é uma estratégia de política monetária que adota como objectivo a fixação da taxa de câmbio da moeda nacional em relação à moeda de um dado país ou espaço económico. Argumentam que existem diversas razões que podem levar um país a querer fixar a sua taxa de câmbio. Destacam como um caso particularmente importante o facto de países com taxas de inflação altas, a partir de determinado momento, pretenderem reduzi-las rapidamente e atingir a estabilidade de preços. Destacam igualmente que, nos casos em que os governos têm a tentação de seguir políticas orçamentais excessivamente expansionistas, a âncora cambial pode ter a seguinte vantagem: cria um “colete-de-forças” que os impede de promoverem tais políticas geradoras de inflação.

Na perspectiva de Ribeiro et al (2008), a fixação da taxa de câmbio é uma estratégia particularmente atraente para pequenos países com grande dependência das importações. Nesses países a evolução do índice de preços ao consumidor é, essencialmente, determinada pela evolução dos preços das importações. Logo, ao existir uma garantia da estabilidade cambial entre a moeda desses países contra o Euro, está-se a garantir a importação de baixos níveis de inflação e, conseqüentemente, registam-se variações reduzidas do índice agregado de preços no consumidor.

Como foi apontado por Rebelo e Végh (1995) e Calvo e Végh (1998), um dos principais papéis da âncora cambial no controlo dos preços é o de atrelar a inflação que recai sobre os bens transacionáveis.

Dornbusch (1986), ao descrever a âncora cambial, sublinha que o seu efeito disciplinador sobre os preços processa-se através de dois canais. Descreve que, em primeiro lugar, a fixação da taxa de câmbio afetarà as expectativas, particularmente as expectativas dos agentes definidores de preços (*price setters*).

E, em segundo lugar, associado à inflação relativa aos bens transacionáveis, a fixação cambial exerce uma importante influência sobre o crescimento dos preços internos, decorrente da competitividade proveniente das mercadorias importadas. Mas afirma que, nesse caso, supõe-se que a economia em análise é aberta ao comércio exterior (Dornbusch -1986).

Edwards (1996), defende que a âncora cambial corresponde à adoção de uma pré-determinada taxa de desvalorização cambial e o seu sucesso para combater a inflação depende da credibilidade da política monetária e fiscal; caso o governo detenha credibilidade, a inércia inflacionária cederá; por outro lado, caso o público não acredite no comprometimento do governo com nova política cambial, a inércia inflacionária será pouco afectada.

1.1.2 Pré-requisitos para a adopção da âncora Cambial

Para conferir credibilidade à âncora cambial é fundamental que sejam observadas condições prévias, acima de tudo, que os agentes económicos tenham expectativas no sucesso no longo prazo da política de estabilidade dos preços assente numa âncora cambial.

Como sublinha Lima (1995), o sucesso da adoção de uma âncora cambial depende do reconhecimento prévio de uma série de condições, destacando-se um forte ajustamento fiscal, o estabelecimento de tarifas públicas realistas, isto é, prevendo a proibição de ajustes dos preços ou dos contratos em função da inflação, de uma política cambial realista (sem recursos a súbitas desvalorizações cambiais no momento da adoção da âncora) e de um volume de reservas internacionais suficientes para responder a eventuais choques externos.

Segundo Soares (2006), a construção da âncora cambial no caso brasileiro foi possibilitada por três fatores principais: a reabertura do mercado financeiro do País aos capitais estrangeiros, o elevado diferencial positivo entre as taxas de juros internas e internacionais e a valorização da moeda nacional a partir da introdução do plano de estabilização.

Na afirmação de Bruno (1991), a eliminação de processos de alta inflação necessita de medidas ortodoxas, como o ajustamento fiscal com possível acerto de desequilíbrios externos, além da total eliminação de qualquer ajuste dos preços em função da inflação. Porém, o autor argumenta que essas medidas não são suficientes para mudar o nível ou eliminar completamente a inflação, sendo igualmente necessária uma rápida mudança na condução da política económica.

Como declarava Simonsen (1992), a grande parte dos problemas económicos são causados por erros de política económica; na sua perspectiva os défices públicos elevados são um dos maiores obstáculos à estabilização da economia.

Calvo e Végh (1993) realçam ainda que um objetivo de estabilidade dos preços construído a partir da ancoragem cambial para que seja sustentável é imprescindível que o governo tenha credibilidade (rigor fiscal e monetário).

1.1.3 A âncora cambial e as suas implicações

A adoção de um regime cambial assente numa âncora cambial nem sempre é uma medida consensual, na medida em que muitos defendem a existência de outros mecanismos para combater a inflação. Nesta perspectiva, e apesar da sua importância, não é uma medida unanimemente aceite pelos economistas.

Leão et al (2013) apontam três implicações importantes para a economia. Uma delas refere-se às dificuldades do sector de bens transaccionáveis - o processo de desinflação gerado acaba por ter consequências negativas sobre a economia no curto prazo, como consequência da redução das margens do sector dos bens transaccionáveis e, conseqüentemente, na falência das empresas menos eficientes desse sector e no aumento do desemprego. Outra implicação está relacionada com a perda do instrumento taxa de juro - o Banco Central deixa de ter controlo sobre a taxa de juro interna, essa passa a ser determinada em função da taxa de juro externa (quando há liberdade de circulação de capitais). No caso de haver livre mobilidade de capitais financeiros entre o país e o exterior, o risco de fuga de capitais em situações de desequilíbrios é inevitável. Finalmente, a terceira implicação destaca as dificuldades na gestão macroeconómica - o Banco Central deixa de poder usar a taxa de juro para combater eventuais desequilíbrios na conjuntura interna; deixa de poder descer a taxa de juro para combater o desemprego; e deixa de poder subir a taxa de juro para combater a inflação.

Calvo e Végh (1993) apontam como negativo, o fato de o regime de câmbios fixos exigir uma excessiva observância da credibilidade do governo, desenvolvendo que, se a expectativa dos agentes económicos quanto à desaceleração da taxa de desvalorização cambial for revertida, dois resultados centrais ocorrerão: (i) a inflação residual será superior à taxa de desvalorização cambial anunciada pelo governo, propiciando uma valorização da taxa de câmbio real; e (ii) a origem de um ciclo de negócios associado ao plano de estabilização, particularmente de um aumento do consumo de bens transaccionáveis, em especial dos bens de consumo duráveis. Afirmam que os dois fatores podem conduzir à descontinuidade do programa decorrente dos desequilíbrios na balança corrente e de capital, levando a um possível recrudescimento do processo inflacionário.

Netto (1999) destaca que a opção pelo ajustamento fiscal associado à política monetária contracionista sem o devido ajustamento cambial, "não garante a consistência dinâmica no financiamento de elevados défices externos na balança corrente, gerando restrições ao crescimento económico".

Belluzzo (1999) afirma que a política de adoção de um regime cambial assente numa âncora cambial associada a uma política monetária acentuadamente contracionista leva a um contínuo processo de endividamento sem o respectivo impacto em termos de crescimento económico.

Na percepção de Cerqueira Lima (1995), a ideia de que a adoção de uma âncora cambial seria capaz, por si só, de impor uma "camisa-de-força" ao governo, obrigando-o a equilibrar as suas finanças, não parece encontrar suporte nas evidências históricas. Refere que, em vários países, o governo continuou a registrar défices, levando à posterior revisão da taxa de câmbio. E afirma que,

nos países em que se conseguiu manter a taxa de câmbio fixa, o governo já revelava o compromisso de seguir uma política de austeridade fiscal antes da adoção da âncora.

Para apreciação do conjunto, a tabela A.12 do anexo A resume as principais vantagens e desvantagens originadas por um regime de câmbios fixos.

1.2 Enquadramento Teórico

Esta seção tem como objectivo apresentar o referencial teórico que ajuda a compreender a análise proposta nesta tese. Assim, inspirando na teoria sobre a área Monetária Ótima, procurar-se-á mostrar a eficiência do regime de câmbio fixo e buscar-se-á especificar se a economia são-tomense é propensa à ocorrência de crises cambiais, recorrendo a literatura económica sobre os modelos de crises cambiais.

1.2.1 Breve resumo sobre a Teoria de Áreas Monetárias Ótimas

A adoção de uma âncora cambial, segundo a teoria das Áreas Monetárias Ótimas, é similar a uma união monetária incompleta, na qual os países decidem manter as taxas de câmbio fixas mas não se abdicam das suas moedas nacionais.

A literatura acerca das Zonas Monetárias Ótimas apresenta duas análises centrais: análise tradicional das zonas monetárias (Mundell, 1961) e a análise moderna da teoria das zonas monetárias ótimas (McKinnon, 1963 e Kenen, 1969).

A análise tradicional das zonas monetárias debruça-se sobre os custos decorrentes da constituição da mesma, ou seja, sobre a minimização de custos para que a união monetária possa ser considerada ótima. No início dos anos 60, Mundell formulou uma estrutura teórica de arranjo cambial ótimo que se tornou referência para a teoria de Áreas Monetárias Ótimas.

Mundell (1961) centrou as atenções num regime cambial no qual dois (ou mais) países fixam a taxa de câmbio entre eles, como condição para manter a estabilidade dos preços relativos e promover a integração da região. Partindo do pressuposto de que o principal objetivo da política económica consiste em manter o equilíbrio externo num contexto de pleno emprego, Mundell argumentava que o grau de mobilidade dos fatores de produção - trabalho e capital - seriam os principais indicadores para determinar o regime cambial ótimo.

No anexo B.1, descrevem-se os vários exemplos de determinação do regime cambial ótimo, via minimização de custos, na perspetiva de Mundell.

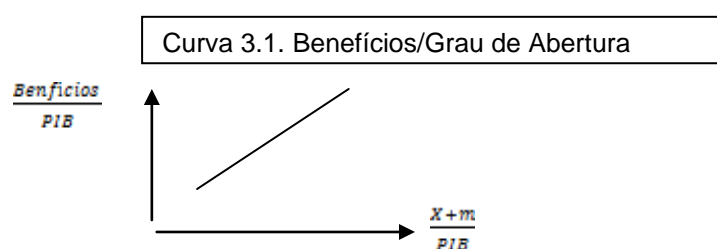
A análise moderna da teoria das zonas monetárias ótimas apresenta importantes contribuições à análise pioneira de Mundell. McKinnon (1963) enfatizou a relevância do tamanho e abertura das economias para determinar a eficiência do sistema cambial. De acordo com este autor, quanto maior e mais aberta for a economia de um país, mais eficiente é o sistema de câmbio fixo para restaurar o equilíbrio externo e manter a estabilidade interna.

Kenen (1969) argumentou que quanto maior for a diversificação de uma economia em termos de atividade produtiva e capacidade ocupacional, menores são os seus custos de desemprego e

inflacionário decorrentes de choques econômicos imprevistos, ou seja, as características estruturais de uma economia são fundamentais para determinar a escolha do regime de câmbio ótimo, uma vez que são estas que capacitam a economia a absorver os choques exógenos.

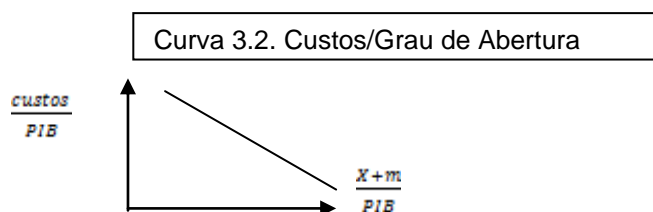
Nesta perspectiva, a análise moderna considera não só os custos mas também os benefícios resultantes de uma integração. Esses benefícios estão associados à redução dos custos de transação e das incertezas que estão associados às operações cambiais, assim como, à expansão do comércio intra- zona, à redução da inflação e das taxas de juro.

Adiciona-se a essas vantagens a relação entre os benefícios e o grau da abertura dos países: quanto mais aberto, maior o benefício para o país que adere à moeda única. O grau de abertura é definido como o rácio entre o somatório das exportações (X) e importações (M) em relação ao PIB (Produto Interno Bruto). Esta relação pode ser representada, conforme o gráfico seguinte:

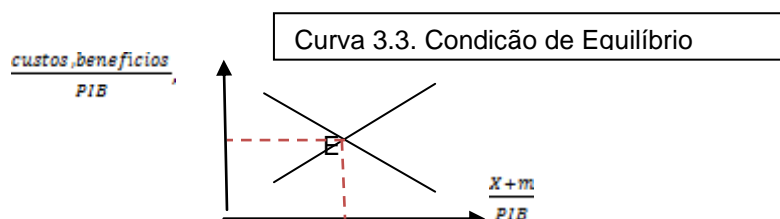


De fato, os países mais abertos são os que enfrentam maiores riscos cambiais, pois as exportações destinam-se a diversos mercados, logo serão estas economias mais abertas que mais ganharão com a eliminação do risco cambial.

Deve-se igualmente notar neste caso que as economias mais abertas são as que têm menores custos caso prescindam de moeda própria, conforme se evidencia no gráfico seguinte:



À luz da teoria das zonas monetárias ótimas, a adesão de um país a uma zona de integração monetária deve exigir a avaliação dos custos e dos benefícios atrás mencionados. Assim, sobrepondo os dois gráficos tem-se que:



Observa-se que existe um ponto de indiferença (E) para o qual o grau de abertura de uma economia se revela acertada com a adesão a uma união monetária.

A partir deste ponto os benefícios da adesão sobrepõem-se aos custos pelo que os países mais abertos ganharão com a eliminação do risco cambial.

Em síntese, de acordo com a teoria de Áreas Monetárias Ótimas, as condições económicas para a adoção de uma união monetária são as seguintes:

- 1) Tamanho e a abertura da economia envolvida no comércio internacional;
- 2) Livre movimento dos fatores de produção – capital e trabalho;
- 3) Elevado nível do comércio intra-regional e da diversidade da produção;
- 4) Capacidade de ajustamento da economia face às suscetibilidades de choques assimétricos.

Árida (1999) critica o regime de câmbios fixos baseados numa âncora cambial ao afirmar que as autoridades monetárias, ao manterem esse propósito a qualquer custo, com base em elevadas taxas de juros, propiciam uma aparente tranquilidade nos mercados que, no entanto, ao longo do tempo, se traduz numa sobrevalorização cambial e, por fim, numa inexorável e fatal crise cambial.

1.2.2 Fundamentos das Crises Cambiais

Nesta secção apresentam-se algumas contribuições da literatura económica acerca dos pressupostos sobre a origem das crises cambiais, destacando-se as diferentes formas pelas quais os regimes de câmbios fixos entram em crise.

Analisando o modelo de 1.^a geração, observa-se que traduz a existência de divergências entre a política monetária e o regime de câmbios fixos. Parte de uma visão do modelo monetário com câmbios flexíveis, isto é, atendendo que a variação do stock de moeda tende a ser igual às variações das reservas cambiais e do crédito bancário, um aumento do crédito doméstico apenas implicará um stock de moeda constante se ocorrer uma depreciação da taxa de câmbio; com câmbios fixos o BC é obrigado a vender divisas, o que leva a uma perda de divisas pelo BC e mais tarde a uma crise cambial.

Krugman, no seu artigo de 1979, desenvolveu um dos primeiros trabalhos sobre as crises cambiais determinadas por desequilíbrios macroeconómicos de um país, demonstrando que a expansão do crédito é uma das principais fontes dos ataques especulativos.

O modelo de 2.^a geração demonstra a credibilidade da política monetária no contexto de um regime de câmbios fixos (Krugman, 1996). Este modelo assenta na credibilidade do regime de câmbios fixos; se o Governo desvalorizar a moeda, levará à perda de credibilidade nos mercados, obrigando o país a pagar maiores taxas de juro no futuro, como consequência da perda associada ao prémio de risco cambial e ao aumento da desconfiança dos investidores, implicando conseqüentemente o aumento da dificuldade do Governo em defender o regime de câmbios fixos.

Esta situação leva à existência de desequilíbrios múltiplos e os especuladores acabam por forçar o equilíbrio de crise cambial. Este modelo explicativo vem na sequência da crise do Sistema Monetário Europeu (1992-1993), verificando-se uma subida das taxas de juro na Alemanha (reunificação alemã), que levou a que os outros países fossem obrigados a aumentar as suas taxas de juro, causando elevados défices orçamentais e aumento das taxas de desemprego nas economias mais fracas. A consequência mais notada foi a retirada do Reino Unido do SME.

O modelo de 3.^a geração descreve o desequilíbrio estrutural e incentivos perversos – Crise Asiática (1997-1998); este evidencia a ligação entre o mercado cambial e os problemas no sistema bancário que apresentavam, na estrutura do balanço, activos de fraca qualidade em contrapartida de um passivo cujos empréstimos eram de alta exigibilidade, e contemplando uma carteira de depósitos essencialmente representada em divisas. Os Bancos pediam empréstimos em moeda estrangeira para emprestar em moeda nacional a empresas ineficientes, ficando expostos ao risco cambial e ao aumento de créditos mal parados, levando à falta de liquidez e à fuga de capitais. Destaca-se aqui que um crescimento do crédito sem a devida regulação bancária pode resultar em crises financeiras que se alastram para crises cambiais (as chamadas crises gêmeas).

CAPÍTULO II

A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA DE STP

2.1 Descrição Geral da Economia

São Tomé e Príncipe é um pequeno estado insular¹ (PEI), localizado no Golfo da Guiné, a 300 quilómetros do continente africano, composto por duas ilhas, São Tomé e Príncipe. A superfície total do país é de 1.001km². A língua oficial é o Português, embora existam línguas crioulas, nomeadamente o *ngolá* e o *fôro* em São Tomé e o *lunguíé* no Príncipe. A moeda é a Dobra.

Com pouco mais de 187.000 habitantes², São Tomé e Príncipe faz parte do grupo dos países menos avançados. De acordo com os dados do Relatório de Desenvolvimento Humano do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD) de 2011, STP encontrava-se no 144º lugar numa lista de 187 países. Em 2009, cerca de 90% da população estava alfabetizada.

Os indicadores económicos³ mostram que STP é um pequeno país com uma economia aberta, mas muito vulnerável a choques externos. A sua estrutura de produção é fraca, pouco diversificada e assente em 1.000 empresas, das quais 90% são microempresas.

A estrutura económica do país permanece frágil (com as características que lhe foram conferidas desde finais do Século XIX e início do XX), tanto ao nível do seu mercado interno como externo.

O PIB *per capita* de STP é um dos mais baixos de África. De acordo com os dados do Banco Central, em 2012, estimava-se em 1.535 Euros, com uma taxa de crescimento real estimada em 4,0%.

O sector agrícola continua a ter um peso importante na economia, sobretudo a cultura de cacau que representa mais de 80% das exportações. Embora o Governo prossiga esforços para diversificar e aumentar as exportações, incrementando a produção de café, coco, pimenta e baunilha, a agricultura permanece fundamentalmente artesanal e pouco desenvolvida por falta de recursos técnicos e financeiros, contribuindo para que o país seja fortemente dependente da importação de produtos alimentares.

A indústria é quase inexistente: além da produção de cerveja, referência apenas para algumas indústrias: serrações, cerâmicas, chocolate, e pouco mais.

A estratégia nacional é a de transformar o país não apenas num país agrícola, mas também num país produtor e exportador de serviços com margens importantes de valor acrescentado.

De assinalar que, embora o turismo represente o principal sector de serviços e contribua para uma entrada significativa de divisas, a sua exploração continua a ser marginal e longe de conseguir desenvolver todo o seu potencial.

¹ PEI: países membros da ONU, caracterizados por estados insulares de pequena dimensão, elevada dependência externa (vulnerável a choques externos) e isolados geograficamente dos mercados potenciais (vide listas de países no anexo A.1).

² Resultados do INE para o Censo 2012.

³ Vide principais indicadores económicos e as metas quantitativas do FMI no anexo C (cf. Tab.A. 13 e Tab. A.14)

No futuro, o país espera ser capaz de melhorar as suas taxas de crescimento, através de rendimentos esperados da exploração do petróleo na zona da ilha de Príncipe.

No entanto, o país continuará a necessitar de financiamentos externos, razão pela qual terá necessidade de continuar a beneficiar das iniciativas destinadas aos Países Pobres mais Endividados (HIPC), bem como do apoio financeiro da *Extended Credit Facility* (ECF) do FMI (Fundo Monetário Internacional).

No anexo C, descreve-se detalhadamente o desenvolvimento económico, perspectivas e a estrutura do sistema financeiro.

2.2 Resumo

As reformas encetadas pelas autoridades nacionais visando a estabilidade macroeconómica, culminaram com a adoção do regime de câmbio fixo, materializado numa paridade fixa entre a dobra e o euro. Como consequência o país tem vindo a registar uma progressiva redução da inflação, tendo esta atingido mínimos históricos (7,1% em 2013). A capacidade produtiva do país continua frágil, levando a que o país seja extremamente vulnerável a choques do lado da oferta.

As incertezas decorrentes da conjuntura internacional, com realce para a zona euro, têm condicionado a redução significativa da ajuda pública ao desenvolvimento do país, assim como a captação do investimento direto estrangeiro, factores chave para garantir o crescimento económico.

CAPÍTULO III

METODOLOGIA

Apresenta-se neste capítulo a descrição da metodologia utilizada neste trabalho de investigação, tentando expor as etapas percorridas desde o levantamento dos dados até as técnicas de análise.

3.1 Natureza e Tipo de Pesquisa

Considerando os objetivos e as finalidades do estudo em apreço, optou-se por realizar uma pesquisa de natureza exploratória e descritiva; exploratória, porque embora a adoção da âncora cambial em STP já tenha sido alvo de alguns estudos, não se verificou a existência de estudos que abordem o tema sob o ponto de vista do impacto em termos de vantagens e desvantagens; descritiva, porque este visa descrever o funcionamento da âncora cambial em STP, bem como entender o seu comportamento para permitir a formulação de estratégias futuras, através da observação sistemática sobre as reformas desencadeadas no âmbito da introdução deste regime cambial. Assim, a primeira fase da pesquisa a ser desenvolvida terá um carácter qualitativo em função da necessidade de se realizar o estudo exploratório.

Embora existam algumas limitações relacionadas com esta metodologia, a escolha relaciona-se com o fato de as informações captadas serem extremamente ricas e frutíferas, e permitirem aprofundar e compreender o funcionamento do regime em STP.

3.2. Fontes de Informação e Período da Pesquisa

Para a realização do estudo utilizaram-se diversas fontes: (i) pesquisa bibliográfica para a fundamentação teórica; foram realizadas investigações sobre âncora cambial, União Económica Monetária (UEM) e modelos de crises cambiais, recorrendo a livros, dissertações e artigos; (ii) pesquisa documental, utilizando documentos internos do BCSTP e diversas publicações estatísticas referentes a dados macroeconómicos produzidas por BCSTP, Instituto Nacional de Estatísticas (INESTP), Banco de Cabo-Verde (BCV), Gabinete de Estatísticas da União Europeia (*EUROSTAT*) e *World Economic Outlook* (WEO); (iii) pesquisa de campo; em Cabo Verde (CV) e STP e observação sistemática realizada dentro do BCSTP; (iv) estudo de caso da experiência da âncora cambial vivida por CV.

3.3 Variáveis de Estudo e Critérios de Análise

Atendendo que o estudo centra-se na avaliação do impacto macroeconómico e nos testes à teoria da Zona Monetária Ótima e aos modelos de crises cambiais, as variáveis utilizadas serão macroeconómicas, isto é, as relacionadas com os setores, real, fiscal, monetário e externo.

A escolha destas variáveis atendeu a três critérios: (i) Critério teórico: buscou-se determinar quais são as variáveis exploradas nas análises de política económica e integração monetária e pelos modelos de crises cambiais;

(ii) Critério da análise descritiva: análise descritiva dos indicadores macroeconómicos; esta análise permitiu identificar alguns riscos potenciais; (iii) Critério empírico: relacionado com os testes da teoria da Zona Monetária ótima e dos modelos de crises cambiais.

As variáveis selecionadas foram fragmentadas entre os setores externo, fiscal e monetário (cf. Anexo D).

3.4 Recolha e Tratamento de Dados

Para esta investigação, tratando-se de um caso de estudo, foram escolhidos os procedimentos mais usuais para a recolha de dados, que são a observação, a análise de documentos e o historial sobre a experiência vivida (Gil, 1991).

Começou-se pela pesquisa bibliográfica em livros, dissertações, teses, revistas especializadas, artigos e várias publicações científicas sobre o tema, visando ilustrar o ponto de vista de vários autores que estudaram sobre o regime de câmbios fixos, o que permitiu uma maior compreensão sobre o tema, tomado como referência para a pesquisa de campo. A pesquisa documental foi realizada através de relatórios anuais do BCSTP e do BCV, pesquisas internas do BCSTP (arquivos e pela intranet), o que permitiu conhecer todo o historial sobre o BCSTP e o sistema bancário do BCV, as diretrizes e as estratégias de política monetária, e as várias reformas adotadas no âmbito da adoção da paridade fixa com o euro, tendo sido complementadas com conversas informais com alguns membros da Comissão do Acordo de Cooperação Económica com Portugal (COMACE) e da Unidade de Acompanhamento Macroeconómico (UAM).

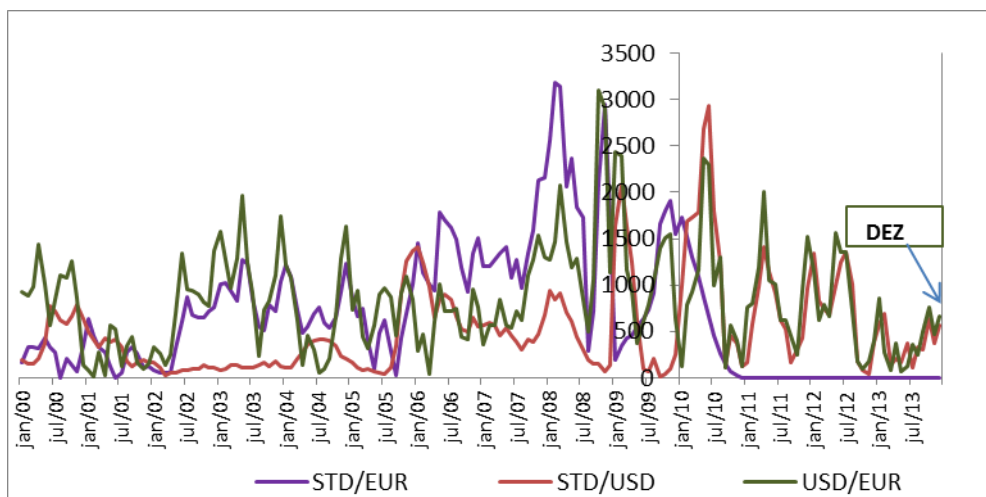
CAPÍTULO IV

O ACORDO DE COOPERAÇÃO ECONÓMICA COM PORTUGAL (ACE)⁴

Desde a década de 80 que as políticas económicas das autoridades São-Tomenses definiram como prioritário a obtenção da estabilidade macroeconómica e financeira. Tendo presente este objetivo, a economia tem sido guiada pelo *Bretton Wood System* (apoio do BM e do FMI), e São Tomé e Príncipe optou por um regime de câmbio flexível para atingir a estabilidade macroeconómica (vide a tabela A.11 relativa ao histórico dos regimes cambiais praticados pelo Banco Central apartir dos anos 70). Na mesma sequência foi prosseguindo um regime comercial de total abertura para o exterior. Contudo, as características estruturais da economia STP, caracterizadas, pela fraca capacidade produtiva e exportadora, forte dependência das importações e tomadora de preços internacionais (bens alimentares, equipamentos e bens de investimento) conduzem à vulnerabilidade da economia a choques exógenos.

Observando o gráfico 1, que ilustra a volatilidade das taxas de câmbio bilaterais (medida pelo desvio padrão em relação a médias móveis⁵), pode-se constatar a elevada volatilidade tanto da taxa de câmbio STD/EUR, como da taxa de câmbio STD/Dólar, antes de 2010, porém, após a paridade fixa com o Euro, o comportamento do mercado tornou-se mais eficiente, refletindo uma forte correção entre as taxas de câmbio STD/USD e USD/EUR.

Gráfico 1 - Volatilidade da Taxa de Câmbio Bilateral (2000-2013)



Fonte: BCSTP, cálculos da autora.

⁴ Decreto Presidencial n.º16/2009 - RDSTP, 24 de Novembro de 2009; Decreto n.º 7/2010, de 23 de Abril de 2010- in Diário da República Portuguesa n.º79 de 23 de Abril de 2010.

⁵ $\sqrt{\left(X_t - \frac{\sum_{i=0}^{11} X_{t-i}}{12}\right)^2}$ = Desvio Padrão

Reavaliada a situação macroeconómica em 2009, dadas as características estruturais da economia que é dependente em 63% das importações originárias da Zona Euro (ZE) (Portugal 60% das importações); considerando, ainda, os laços históricos e de cooperação que unem Portugal e STP, a estabilidade nominal e cambial de Portugal asseguradas pela integração económica e, por último, os desafios decorrentes das incertezas da conjuntura internacional e da captação de financiamento externo; associando a esses fatos a necessidade de assegurar maiores receitas de exportação e de maiores entradas de capitais duradouros, garantidos pelos investimentos diretos estrangeiros, o governo concluiu que a política macroeconómica mais apropriada ao contexto seria a adoção de um Acordo de Cooperação Económica com o principal parceiro económico - Portugal.

4.1 Os Objectivos do Acordo de Cooperação Económica (ACE)

Em Julho de 2009, e em obediência à Recomendação da Comissão 2009/918/CE, foi assinado o ACE entre a República Portuguesa e a República Democrática de STP e, em Janeiro de 2010, o mesmo entrou em vigor. O acordo consagrou o objetivo de aprofundamento das relações económicas bilaterais, particularmente através da criação de condições para o fomento das transacções comerciais e do investimento e a garantia da prossecução das reformas económicas, tendentes ao ajustamento, à abertura e à expansão sustentada da economia.

Em termos estratégicos para São Tomé e Príncipe, o ACE vem garantir a adoção de um modelo económico assente na estabilidade nominal, assegurada pela credibilidade governamental (moderação monetária e rigor nas finanças públicas). Por outro lado, a adoção duma âncora cambial sólida previne os ciclos viciosos de inflação/desvalorização, reduzindo a incerteza cambial, fator potenciador das relações económicas estáveis entre as regiões e elemento propiciador dum crescimento sustentado na competitividade externa.

Em suma, o ACE consagrou os elementos centrais da estratégia económica e financeira nacional: obtenção da estabilidade macroeconómica, crescimento e desenvolvimento económico.

No anexo E, apresentam-se detalhadamente os instrumentos do Acordo de Cooperação Económica (ACE)⁶ bem como o seu funcionamento.

4.2 Resumo

A paridade fixa da dobra em relação ao euro tem funcionado bem, ao longo dos últimos três anos não ocorreram episódios de insuficiências cambiais e nunca foi necessário accionar a facilidade de crédito no âmbito do ACE.

As reformas que têm sido implementadas gradualmente na economia e os instrumentos utilizados para assegurar a paridade têm sido eficazes, embora possam carecer de alguns ajustamentos dadas as incertezas associadas à conjuntura macroeconómica da Zona Euro (ZE), mais concretamente de Portugal.

⁶ Decreto n.º 7/2010- diário da República Portuguesa n.º 79-23 de Abril 2010 e Normativos do BCSTP

Embora exista uma quase perfeita mobilidade de capitais graças à característica estrutural da economia são-tomense, o risco de mobilidade de capitais tem sido nulo até à presente data.

A avaliação feita pelo Corpo Técnico do FMI⁷, no âmbito do programa *ECF* sobre a evolução económica recente, resume o seguinte: “ o desempenho macroeconómico tem sido positivo, embora fraco para apoiar a redução da pobreza. A atividade económica registou uma ligeira aceleração para 4,5% 2014. Sustentada pelo regime de câmbio fixo, que tem sido muito adequado para STP, a inflação alcançou um mínimo anual histórico de 6,4% em 2014 e deverá reduzir para 5,5% em 2015”.

Na mesma sequência, numa publicação do Banco de Portugal⁸- entidade envolvida na conceção e no funcionamento da experiência de cooperação cambial e económica com Cabo-Verde e São Tomé e Príncipe -, por ocasião da celebração dos 25 anos de cooperação com os bancos centrais dos países da CPLP, foi dedicado um artigo sobre a experiência da paridade cambial no qual concluem, com base nos dados e informações disponíveis sobre o período de vigência dos dois acordos (ACE-STP e ACC-CV), “que parece possível afirmar que estes acordos terão dado um contributo relevante para a estabilidade macroeconómica e consolidação das relações económico-financeiras com Portugal e a ZE.

Concluíram ainda que trata-se de experiências extremamente válidas, combinando eficácia e eficiência, uma vez que os progressos dos objetivos estabelecidos são patentes e os recursos financeiros e humanos envolvidos foram relativamente modestos.

⁷ Relatório do FMI n.º 15/196, julho de 2015.

⁸ Cadernos de Cooperação, publicação semestral n.º 6 . ano IV . abril 2015

CAPÍTULO V

ANÁLISE COMPARADA E EMPÍRICA

Este capítulo cumpre dois objectivos. Por um lado, visa realizar uma análise comparada em relação aos países⁹ cujo regime cambial mais se aproxima do regime adotado por STP, tentando retirar contribuições que possam ser significativas para o desempenho do regime cambial no país. Por outro lado, tenta-se determinar através de uma análise empírica o grau de resiliência da economia de STP. Dos países anteriormente referidos, a análise será feita tendo como referência Cabo-Verde, pelo facto do ACE entre STP e Portugal ter sido introduzido doze anos depois, essencialmente devido à percepção do sucesso do regime cambial de Cabo-Verde. Além disso, os dois países apresentam uma economia com características estruturais similares (percurso histórico, pequena economia, muito aberta ao exterior, dependente das importações, tomadora dos preços internacionais e com as transações comerciais concentradas na Zona Euro e Portugal). Tem-se ainda em conta que, no tocante aos objetivos fundamentais assumidos pelas partes, tanto o Acordo Cambial cabo-verdiano (ACC) como o Acordo de Cooperação Económica são-tomense (ACE) visam contribuir para a consolidação da estabilidade macroeconómica e para o fomento das suas relações económicas e financeiras com Portugal e a ZE.

5.1 O caso de Cabo-Verde (CV)

Em Março de 1998, foi assinado o Acordo Cambial de Cabo-Verde (ACC), viabilizando o regime de peg fixo ao PTE/Euro, tendo entrado em vigor em Janeiro de 1999. Num contexto macroeconómico marcado por fortes pressões sobre reservas externas e escassez de divisas, o ACC foi estabelecido tendo em vista o aprofundamento dos laços económicos entre esses dois países e, por outro lado, permitir a criação de condições tendentes à condução das reformas estruturais em curso (abertura e modernização da economia). Significa que o ACC tinha como finalidade a viabilização da convertibilidade do escudo cabo-verdiano, para a qual a criação de um ambiente macroeconómico estável era condição necessária. O ACC consagrava, assim, as estratégias de Cabo-Verde para o respetivo processo de crescimento e desenvolvimento económico, na medida em que, era visto como opção estratégica de ancoragem à Europa para assegurar condições de desenvolvimento (atração de fluxos financiadores de investimentos no país, fomento do turismo e exportações de bens).

⁹ De entre eles, destacam-se os países da CEMAC (Zona do Franco CFA), Cabo-Verde e as Ilhas Comores.

5.1.1 Os Instrumentos do ACC

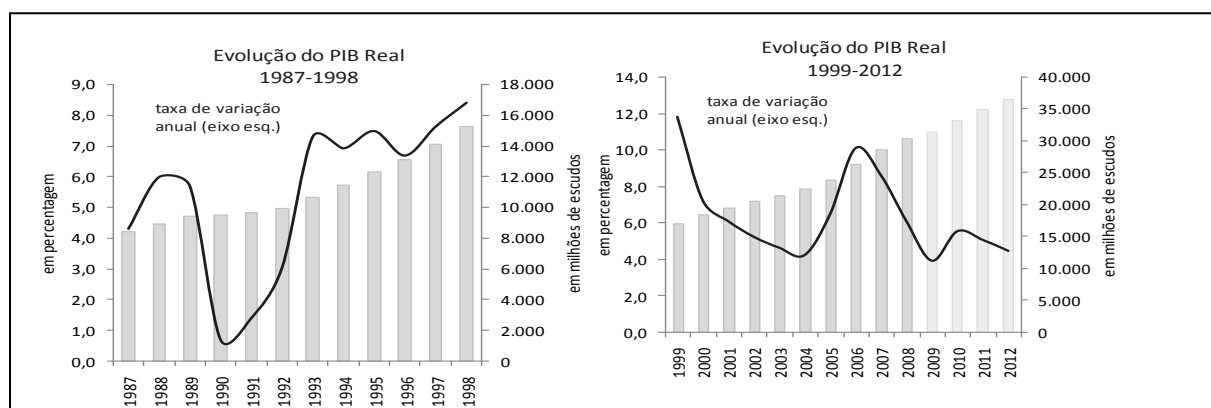
Tal como previsto no ACE em São Tomé e Príncipe, o ACC em Cabo-Verde (CV) é constituído por três elementos: (a) fixação duma paridade fixa do CVE ao PTE (em 0.55CVE/PTE); (b) uma facilidade de crédito (condicional) de até 9000 milhões de PTE, do Tesouro da República Portuguesa à República de Cabo Verde, para reforço das respectivas reservas cambiais; (c) adopção pelo Governo da República de Cabo Verde dos critérios macroeconómicos de referência dos Estados-membros da EU.

Detalha-se o funcionamento da âncora cambial em CV, no anexo F.

5.1.2 Impactos Macroeconómicos

Os dados disponíveis mostram que o ACC não foi um travão ao crescimento económico em Cabo-Verde, bem pelo contrário, comparando os dados do gráfico 2, este mostra taxas de crescimento no período do ACC no mínimo semelhantes às taxas de crescimento nos períodos precedentes, sendo este crescimento é impulsionado pelas receitas do turismo e do IDE. Antes do ACC, durante o período compreendido entre 1993-1998, a taxa de crescimento média anual do PIB era de 7,4%, significativamente acima da taxa de crescimento verificada por uma grande parte dos PEI (cf. Tabelas A.15, A.16 e A.17 do Anexo F), e durante o ACC esta manteve-se com a mesma dinâmica de crescimento (crescimento médio anual de 7,1% entre 1999-2008, e acima dos PEI) até a eclosão da crise internacional.

Gráfico 2 - PIB real em Cabo-Verde



Fonte:BCV

Outro dos objetivos do ACC era criar um ambiente que facilitasse o aprofundamento das relações económicas e financeiras de Cabo-Verde com Portugal e a Zona Euro, sendo expetável que o peg conduziria a redução do risco cambial e obrigaria a condução de políticas macroeconómicas sãs. Os indicadores demonstram que os dez anos de estabilidade cambial permitiram aprofundar a integração da economia cabo-verdiana com a europeia; são exemplos: (a) o aumento do número de produtos importados e exportados; (b) tanto o destino das exportações como a proveniência das importações é basicamente a Europa; (c) o turismo é quase exclusivamente proveniente da Europa;

(d) o peso das remessas de emigrantes da Europa é significativo; (e) o IDE é fundamentalmente proveniente da Europa.

O gráfico A.11 (apresentado em anexo F) evidencia que o investimento estrangeiro manifestou uma tendência para crescimento contínuo na década a seguir à implementação da paridade fixa ao euro, apesar de alguma alternância entre anos de elevados níveis de investimento e anos de forte retração. A partir de 2006, o investimento no sector imobiliário-turístico acelerou, mas inverteu a tendência de crescimento drasticamente em 2009, com o agravamento dos problemas de financiamento na Europa.

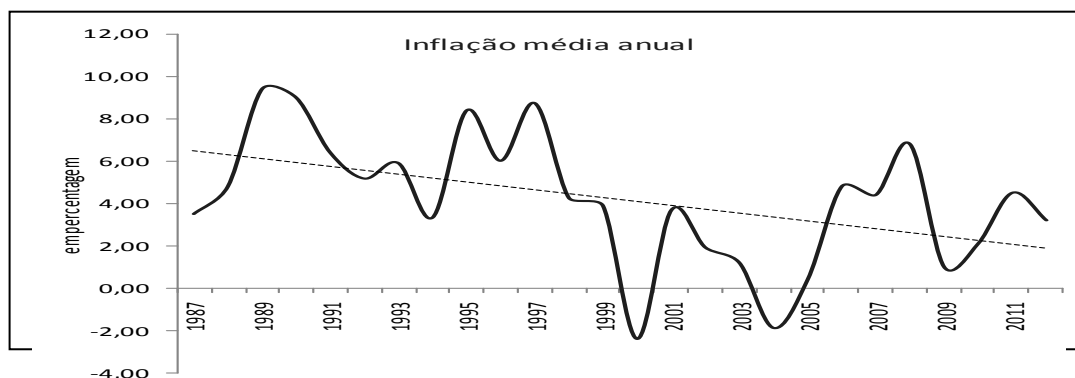
As receitas de turismo cresceram expressivamente, em grande medida como resultado dos investimentos realizados para aumentar e melhorar a oferta hoteleira.

As remessas de emigrantes, que financiam em cerca de 1/3 a atividade bancária nacional, também apresentaram uma tendência ligeiramente crescente.

- Convergência Nominal

Relativamente à inflação, tal como evidenciado no gráfico 3, antes do ACC as taxas de inflação eram superiores à média da Zona Euro, embora fossem sempre inferiores à média do continente africano e da Africa Subsariana. Após o ACC (1998), a inflação em Cabo-verde passou a estar alinhada com a taxa de inflação da Zona Euro (de 1998 a 2008 foi de 2,2%) embora com alguma volatilidade explicada pelas características específicas da economia cabo-verdiana.

Gráfico 3 - Taxa de Inflação 1987-2011



Fonte: BCV

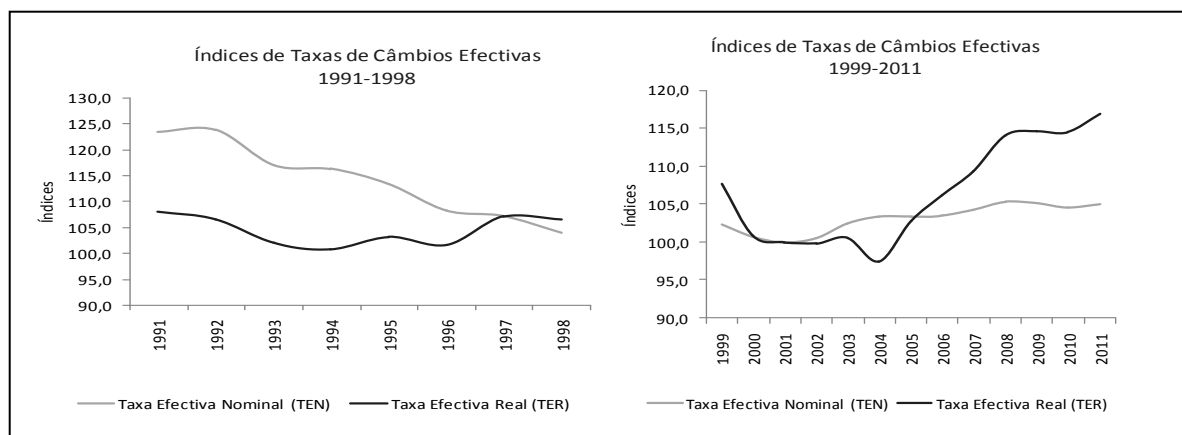
- Estabilidade Cambial

Apesar de uma certa estabilidade da taxa de câmbio, o gráfico 4 mostra duas tendências distintas: uma depreciação das taxas de câmbio nominal e real nos primeiros anos e uma apreciação sustentada nos últimos anos. O ligeiro diferencial positivo de inflação nos anos recentes justifica essa apreciação real.

A persistir, esta perda de competitividade-preço constituiria uma ameaça à estabilidade do regime.

Contudo não é exetável tal persistência, dado que, segundo as análises realizadas pelos autores do estudo sobre a “Avaliação do Impacto do Acordo Cambial em Cabo-Verde” (Ribeiro et al, 2008), a inflação em Cabo-Verde é essencialmente determinada por choques do lado da oferta, sendo a maioria originária do exterior. Realce-se que desde a assinatura do ACC que a relação de paridade tem-se mantido constante, não havendo até ao momento nenhuma indicação que aponte no sentido da sua alteração, sendo, portanto, um indicador de credibilidade do regime cambial.

Gráfico 4 - Taxa de Câmbio real 1991-2011



Fonte: Banco CV

- Convergência das Taxas de Juro

A redução dos níveis das taxas de juro para níveis perto dos da Zona Euro, como forma de dinamizar os investimentos no país, foi um dos objetivos almejados com a adoção do “peg”. Passados quase dez anos, pode-se dizer que os resultados são mistos, variando de acordo com os sectores institucionais. Verifica-se, por um lado, que há um movimento convergente relativamente às taxas de juro passivas (depósitos de 180 dias a 1 ano) e aos Bilhetes de Tesouro (a 180 dias); por outro lado, as taxas das operações ativas dos bancos persistem em se manter mais ou menos ao mesmo nível durante todo o período - cerca de 3,5 p.p acima da ZE (cf. Gráfico A.12 anexo F). Este diferencial entre as taxas de CV e da ZE explica-se por uma conjunção de vários fatores, incluindo os elevados custos de instalação e operação bancária, bem como a escassez de oportunidades de investimento com adequadas combinações de risco/retorno¹⁰.

Segundo Lagoa et al (2012), a abertura da economia de CV ao comércio externo tem um impacto negativo na eficiência custo, mas tem um efeito positivo na eficiência lucro, principalmente através da entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico.

¹⁰ Relatório anual do BCV (2007)

- Finanças Públicas

Relativamente às contas públicas, verificou-se uma tendência de redução dos défices, os saldos orçamentais melhoraram substancialmente no período de vigência do ACC, particularmente a partir de 2001, tendo o Saldo Global passado de uma média de -7% do PIB no período de 1998-00 para -2,6% no período 2001-2007 (cf. gráfico A.13 em anexo F).

Contribuíram para esta evolução algum esforço de contenção das despesas, mas fundamentalmente o rápido crescimento das receitas, ao que não é alheio a introdução do IVA em 2004. Contudo, com a repercussão da crise financeira na economia cabo-verdiana a partir de 2008, o Governo vem implementando um ambicioso programa de infra-estruturação do país, o que tem aumentado os défices orçamentais, que são financiados essencialmente com recurso a empréstimos externos concessionais (empréstimos incluindo uma componente de donativos superior a 50%).

Em síntese, nos dez anos de vigência do ACC, os mecanismos estabelecidos para garantir o seu bom funcionamento operaram de forma globalmente eficaz, tendo contribuído para isso os sucessivos acordos com o FMI, que foram monitorando as metas de política e reformas acertadas.

A paridade do CVE nunca foi realinhada nem existiram pressões para qualquer realinhamento. Cabo Verde manteve-se imune a movimentos internacionais de capitais não relacionados com as operações reais de relacionamento da sua economia com o exterior. Essa imunidade deveu-se mais às características estruturais da economia de Cabo Verde (vantagens únicas a nível de localização estratégica, clima, exotismo das ilhas e estabilidade política e social que conferem estabilidade à procura) do que a restrições aos movimentos internacionais de capitais, os quais estão nesta altura praticamente liberalizados, mesmo no que respeita a operações de capital e financeiras. De notar que, no futuro, esta liberalização poderá trazer riscos; contudo, fontes do BCV salientaram que a existência de algumas restrições *de jure* (por exemplo, a obtenção ou concessão de empréstimos externos apenas com uma autorização especial do BCV, proibição de atribuição de cobertura cambial para fins financeiros, etc.) podem ser útil se um cenário de crise financeira internacional vier a deteriorar a situação cambial de CV.

Desde 2004 que as reservas cambiais de Cabo-Verde aumentaram sustentadamente, em 2005 passaram a representar mais de 3 meses de importações e desde 2007 passaram a cobrir integralmente a base monetária. Importa, contudo, referir que, no período inicial, a facilidade de crédito foi acionada, mas em momentos excecionais e justificadas pela ocorrência de choques exógenos (fatores climáticos, subida de preços internacionais do petróleo e apreciação do Dólar face ao Euro). Com efeito, a fragilidade estrutural da economia cabo-verdiana é a exposição a choques exógenos. Contudo, o seu historial de estabilidade macroeconómica e financeira era relativamente sólido, permitindo uma maior capacidade de absorção aos choques. Por outro lado, o Governo cabo-verdiano mesmo no período antes da adoção da âncora cambial estava fortemente empenhado num vasto programa de reformas que passava por um processo de abertura e modernização da economia, incluindo o reforço estratégico das relações com Portugal e a ZE, englobando este último, um leque de áreas prioritárias como o IDE, as remessas de emigrantes, o comércio de bens e serviços, a ajuda pública e o turismo.

De destacar que, antes da adoção da âncora cambial, as taxas de crescimento do PIB já eram elevadas e durante o ACC estas mantiveram valores superiores a todos os países e áreas geográficas de referência, com um crescimento médio anual de 7,2%.

Embora neste processo de crescimento Cabo-Verde beneficie de um conjunto de vantagens comparativamente aos restantes países insulares africanos, o que lhe confere uma maior estabilidade, nomeadamente elevado potencial em termos de turismo e pesca, mão-de-obra qualificada, localização geográfica estratégica e, acima de tudo, o país dispõe de uma estabilidade política e social que lhe permite implementar com sucesso as várias reformas programadas.

Do conjunto dos dados apresentados, os autores do estudo sobre a Avaliação do Acordo de Cooperação Cambial Cabo-Verde – Portugal concluíram que o regime cambial adotado por Cabo-Verde desde 1998 permitiu alcançar os objetivos traçados pelas autoridades, sem que incorressem em custos significativos. De fato, os indicadores da tabela 3.1, no anexo A.3, evidenciam um défice da balança corrente externa (% PIB) que, embora muito elevado, é relativamente estável (média anual de -8,2% do PIB entre 1994-1998 e de -10,4% do PIB entre 1999-2003, este último justificado pela forte infraestruturização do país), uma maior disciplina fiscal após o ACC (em média anual, um saldo orçamental global de -9,6% do PIB entre 1994-1998 contra os -5,7% do PIB entre 1999-2003).

Assim, podemos concluir que o sucesso de Cabo-Verde está associado, por um lado, à sua relativa estabilidade macroeconómica mesmo antes da adoção da paridade fixa com o Euro; e, por outro lado, a sua máxima estabilidade foi fundamental para o Governo executar com êxito as reformas e conquistar o crescimento económico. Este resultado vem confirmar o argumento de Lima (1995) segundo o qual, nos países em que se conseguiu manter a taxa de câmbio fixa, o governo já havia apresentado o compromisso em seguir uma política de austeridade fiscal antes da adoção da âncora. Para o caso de STP, estes factores podem ser considerados como factores críticos de sucesso: primeiro, porque, antes da adoção da âncora cambial, a instabilidade macroeconómica tendia a ser ciclicamente recorrente e vinha registando dimensões significativas, refletindo-se em elevados níveis de inflação e depreciação cambial, tanto como nos acentuados défices fiscais e externos. Segundo, porque a instabilidade política tem sido o maior entrave ao crescimento económico nos últimos vinte anos STP (uma sucessão de 16 Governos Constitucional). Segundo Seibert (2015)¹¹, a estabilidade é importante para dar continuidade às políticas e aos programas e isso sempre foi um problema em São Tomé e Príncipe, pois a sucessão dos Governos implicava não só a substituição dos ministros, mas também a de outros responsáveis, sendo que os vários programas e as políticas eram interrompidos e depois reiniciados, o que dificultou significativamente o desenvolvimento do país.

¹¹ Gerhard Seibert, autor de vários estudos sobre STP, atualmente é professor na Universidade da Integração Internacional da Lusofonia Afro-Brasileira (Unilab), em declarações por ocasião da celebração dos 40 anos da independência de STP.

5.2 AVALIAÇÃO ECONÓMICA DA ESTABILIDADE CAMBIAL EM STP

5.2.1 Impactos Macroeconómicos

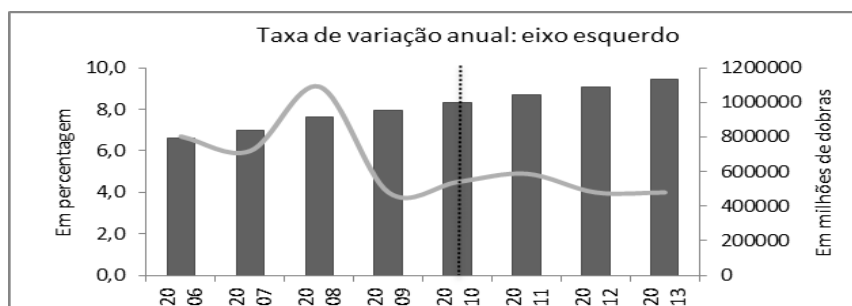
- Crescimento Económico

O crescimento económico em STP tem evoluído de forma sustentada desde 2005, com o início dos estudos sísmicos para a exploração petrolífera, resultando num aumento de entrada de fluxos financeiros derivados do recebimento do valor do primeiro bónus de assinatura para a exploração na zona de exploração conjunta STP-Nigéria, seguido da redução da dívida externa em 80% em 2007 e a canalização deste recurso financeiro para a realização dos investimentos públicos, bem como do aumento do IDE resultante das reformas estruturais que foram sendo implementadas com o apoio dos doadores internacionais e incentivos do FMI e do Banco Mundial (reforma do sistema financeiro, privatizações de partes de algumas empresas públicas de grande vulto, como a empresa dos combustíveis e a de telecomunicações, incentivos à melhoria do clima de negócios com alteração das legislações adaptadas à lei do comércio internacional...).

Quando comparada a taxa de crescimento média anual pós-2010 com a taxa de crescimento dos nove anos anteriores à adoção da paridade fixa, ou seja, o período de 2001-2009, verifica-se que a mesma desacelerou ligeiramente no segundo período, passando de 6,02% para 4,5%, justificada pela crise financeira mundial, o que tem condicionado a entrada de financiamento externo para a realização dos projetos de investimento, assim como a captação do IDE. No entanto, o turismo e o investimento externo têm sustentado o crescimento económico, em torno dos 4,5%. Quando comparado com a evolução verificada em CV, importa salientar que STP adotou o peg numa conjuntura de crise económica, e ainda assim tem conseguido manter o crescimento económico em linha com Cabo Verde, constatando-se que ambos os países registam um crescimento acima da ZE e Portugal. De referir que, antes da paridade (2006-2009), a taxa de crescimento anual do PIB era significativamente superior a média da taxa de crescimento verificada por uma grande parte dos PEI (cf. Tabela A.17 do Anexo F), e durante a paridade esta manteve-se com a mesma dinâmica de crescimento embora relativamente moderada com a eclosão da crise internacional.

O peg possibilitou efectivamente um aumento da confiança dos investidores e credores externos na economia são-tomense, pela via da estabilidade cambial e macroeconómica (que iremos ver de seguida).

Gráfico 5 - PIB Real – STP 2006-2013



Fonte: INE

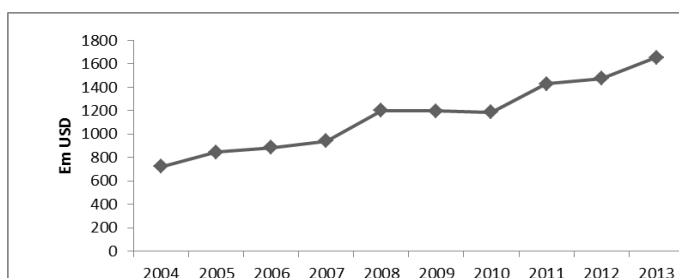
Analisando as componentes de variação (shift-share) da taxa de crescimento dos valores acrescentados setoriais de STP, por nós calculadas, tentou-se identificar os sectores produtivos que terão contribuído para o crescimento da economia nos períodos de 2003 a 2013 (cf. Tabela A.18 no anexo F).

Constatou-se que, nos cinco anos anteriores à paridade fixa (2005-2009), a economia são-tomense especializou-se fortemente no setor terciário, mais especificamente no setor financeiro (entre 2005-2006, em média um diferencial de crescimento de 6 p.p). Este comportamento é justificado essencialmente pelas perspetivas da exploração petrolífera no país. Em 2008, observou-se um crescimento acentuado de todos os setores da economia, destacando-se a forte aposta na especialização agrícola e pecuária (diferencial de crescimento de 5,9 p.p), resultante dos influxos gerados pelo perdão da dívida externa em 2007.

Nos primeiros anos do funcionamento da âncora cambial (2010-2012), verificou-se um grande reforço de especialização da economia no setor secundário, em particular nos setores da construção (em média um diferencial de crescimento de 2,7 p.p), produção energética (média do diferencial de crescimento de 2,3 p.p) e da indústria transformadora (média do diferencial de crescimento de 2 p.p). Em 2013, a especialização sofreu uma inversão de tendências com o significativo reforço da importância na especialização na indústria extractiva (8,9 p.p). Constatou-se assim que, paralelamente ao funcionamento da paridade fixa, houve uma reestruturação da atividade económica nacional para o setor secundário, o que vem reforçar a capacidade produtiva e exportadora do país. De referir que, embora exista um forte apelo das autoridades nacionais no sentido de se promover o turismo, os serviços associados ao mesmo (hotelaria e restauração) continuam pouco significativos (diferencial de crescimento de 0,2 p.p em 2013).

Neste contexto, o PIB real per capita PPP (avaliado pela paridade de poder de compra - corrigido da diferença entre os níveis de preços domésticos e internacionais), tem evidenciado um crescimento relativamente robusto desde 2005. Observando o gráfico 6, constata-se que o PIBpcPPP registou um crescimento de 41% nos períodos anteriores à paridade (2005-2009) e entre 2010 e 2013 manteve o mesmo comportamento, embora numa conjuntura de crise internacional em que a captação de recursos externos (financiamentos e donativos para projectos de investimento) é particularmente difícil. Esta evolução leva a concluir que a âncora cambial não tem constituído um factor de bloqueio ao crescimento da economia são-tomense.

Gráfico 6 - PIB per capita PPP de STP 2004-2013



Fonte: INE, Cálculos do autor

O investimento estrangeiro evidencia uma tendência para alternância entre anos de elevados níveis de investimento e anos de forte retração (cf. Gráfico A.14 em anexo F).

Este comportamento do Investimento Estrangeiro esteve muito ligado ao ciclo das privatizações e ao lançamento de um ou outro projeto de grande envergadura para a dimensão da economia são-tomense.

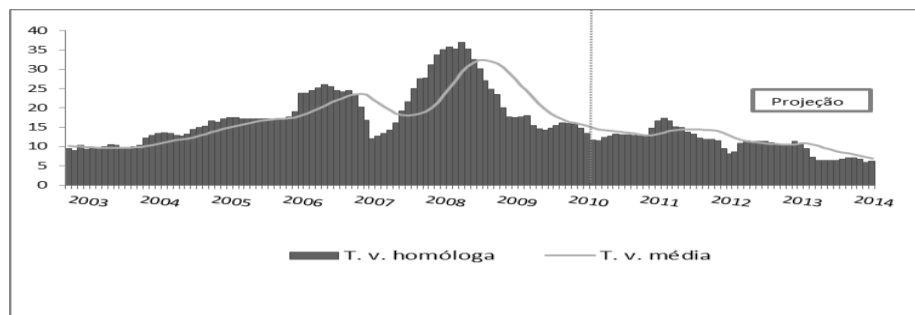
A partir de 2008, o investimento no sector imobiliário-turístico e financeiro acelerou, mas inverteu a tendência de crescimento drasticamente em 2009, com o agravamento da conjuntura macroeconómica internacional, principalmente na Zona Euro.

As receitas de turismo aumentaram em grande medida, como resultado dos investimentos realizados para aumentar e melhorar a oferta hoteleira. As remessas de emigrantes também aumentaram expressivamente a partir de 2010. Embora o fluxo emigratório seja ascendente, esta evolução não é refletida nos montantes de remessas que são captadas pelos bancos, uma vez que grande parte destes montantes não passam pelo sistema financeiro, dado o fraco desenvolvimento de instrumentos por parte da banca para estimular esta captação. No caso de CV foi criada uma taxa de juro específica e mais atrativa para as remessas dos emigrantes e como efeito estas financiam 1/3 dos bancos em CV e constituem um forte fator de ajustamento face a choques externos.

- Convergência Nominal

Após a assinatura do acordo de paridade cambial com Portugal, a tendência de variação do IPC encontra-se num ciclo decrescente. A estabilidade cambial tem desta forma constituído uma das maiores fontes de pressão desinflacionista. Com efeito, o abrandamento da inflação nos principais parceiros comerciais (o que significa uma menor “inflação importada”) e a manutenção do rigor na condução das políticas orçamental e monetária (refletida quer na preservação do défice primário interno a níveis comportáveis quer na sustentação das reservas cambiais em patamares adequados) vêm confirmar os progressos alcançados no sentido da estabilização dos preços, cujos resultados permitiram a diminuição gradual da inflação de 24,8% em 2008 para uma inflação acumulada cifrada em 7,1% em 2013, um mínimo histórico desde o lançamento da atual série de índice de preços no consumidor (1993). Tal como documenta o Gráfico 7, confirma-se assim, a partir de 2010, a possível contribuição do efeito da âncora cambial proporcionado pela taxa fixa entre a dobra e o euro que tem sustentado o processo de desinflação gradual em São Tomé e Príncipe, com substanciais efeitos positivos tanto a nível económico como social.

Gráfico 7 - Variação anual do IPC (%) 2003-2013

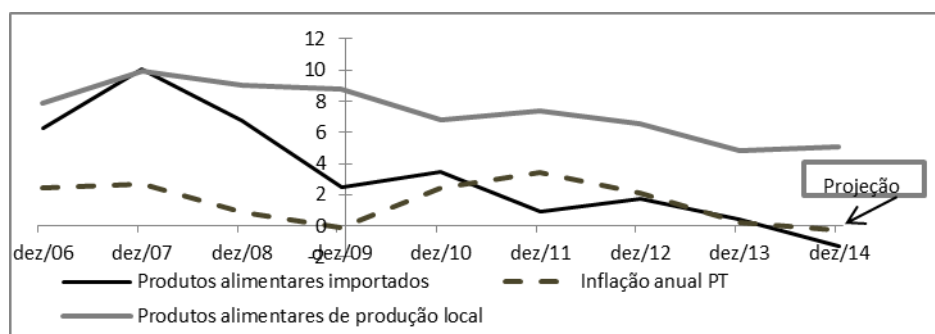


Fonte:INE, BCSTP

Uma análise mais detalhada permite concluir que um grupo muito restrito de produtos alimentares produzidos localmente é responsável por mais de 81% da inflação gerada, o que justifica a fraca capacidade interna em controlar os preços. As razões são bem conhecidas e vão desde a situação climática adversa para uma produção regular desses produtos a uma rede de distribuição deficitária, passando por pouca capacidade de estocagem

Por outro lado, observa-se uma convergência da variação do índice dos preços dos produtos alimentares importados para a inflação da ZE (cf. Gráfico 8); este resultado é um forte sinal da eficácia do regime de câmbio fixo da Dobra em relação ao Euro.

Gráfico 8 - Inflação Homóloga de STP – Portugal (%) dez 2006-dez 2014



Fonte:INE, BCSTP, Eurostat

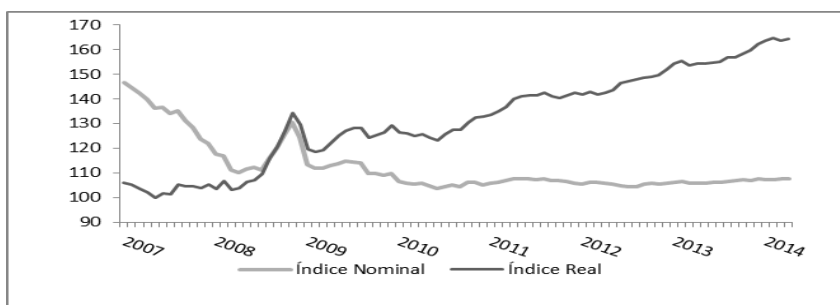
O abrandamento da inflação santomense não tem sido, todavia, suficiente para evitar que a taxa de câmbio efetiva da dobra continue a apreciar-se em termos reais (quase 7% em 2013), impulsionada pela apreciação do euro face ao dólar (cf. Gráfico 9) e pela moderação da cadência inflacionária nos principais parceiros comerciais; essa apreciação real da dobra significa uma tendencial deterioração da competitividade externa são-tomense, embora a evolução da balança de bens e serviços não revele sinais de que tal fenómeno esteja a produzir efeitos negativos. Com efeito, os dados da tabela 1 evidenciam uma progressiva redução do défice do saldo da balança de bens e serviços a partir de 2010, estimando-se que esta evolução permaneça no médio prazo.

Tabela 1. Saldo da Balança de Bens e Serviços em % PIB 2010-2018

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
-48,0	-47,6	-40,7	-37,1	-35,1	-34	-32,9	-32	-31,2

Fonte: BCSTP e estimativas e projeções do FMI.

Gráfico 9 - Índice Taxa de Câmbio real de STP 2007-2014



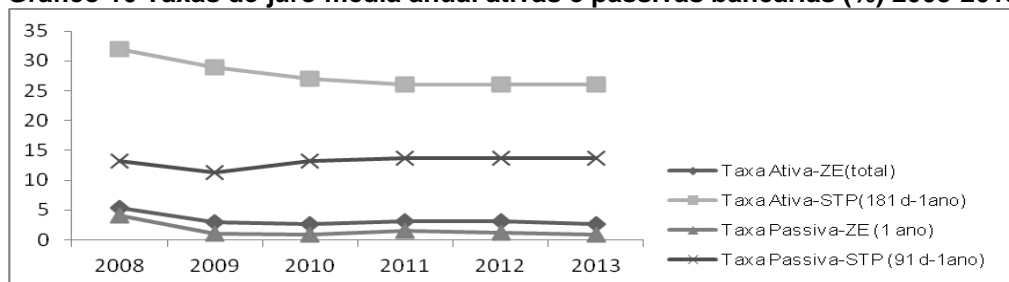
Fonte: BCSTP

- Taxas de juro

Embora num contexto de quase perfeita mobilidade de capitais, a gestão das taxas de juro, enquanto instrumento de suporte da paridade fixa entre a dobra e o euro, ainda não tem sido relevante. A política monetária apesar de ser baseada em três taxas diretoras, conforme já referenciada no ponto E.3.1 do anexo E, até então a taxa de Reservas Mínimas de Caixa (RMC) é o principal instrumento de gestão de liquidez do sistema, e tem funcionado corretamente, uma vez que tem permitido garantir o nível de reservas compatível com a sustentabilidade da paridade e o objetivo último de estabilidade dos preços. Esta política monetária do BCSTP é justificada por um conjunto de factores: primeiro, o fato da economia se encontrar numa fase de ajustamento macroeconómico, segundo, a gestão monetária pelo BCSTP ocorre sempre num contexto de grande fragilidade da economia face às necessidades de financiamento externo e à evolução da conjuntura internacional, e, por último, a inexistência de um mercado monetário interbancário tem limitado as transmissões de política. O gráfico 10 ilustra um elevado diferencial entre as taxas ativas e passivas de STP e da ZE, e num contexto em que os bancos em STP possuem montantes significativos de liquidez excedentária depositados no BCSTP¹², o elevado spread entre as taxas ativas e passivas é explicado por diversos fatores como a elevada perceção do risco pelos bancos, dado o alto índice de créditos mal parados no sistema (cf.gráfico A.17- Qualidade da Carteira, em anexo F), o setor privado altamente endividado e, por último, a escassez de oportunidades de investimentos rentáveis. De referir que, embora a mobilidade de capitais seja quase perfeita, o diferencial entre as taxas de juro não tem implicado influxos de capitais para o país porque o mercado de capitais é bastante incipiente, sendo que a emissão de títulos de longo prazo ainda não é uma realidade em STP.

¹² Reservas não remuneradas.

Gráfico 10 Taxas de juro média anual ativas e passivas bancárias (%) 2008-2013



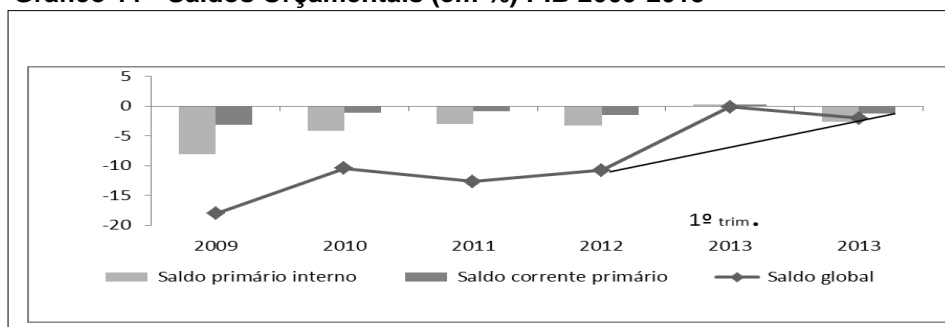
Fonte: BCSTP

Comparando com Cabo-Verde, constata-se uma evolução de convergência da taxa de juro semelhante; só a partir de 2006 (sete anos após a paridade) o BCV começou a orientar-se pela gestão do diferencial de taxas de juro face à ZE¹³, e em 2008 a taxa passiva passou a convergir com a ZE. Contudo verifica-se um diferencial entre as taxas ativas, tal como explicamos no ponto 5.1.2, página 24.

- Finanças Públicas

Relativamente às contas públicas verificou-se uma tendência de redução dos défices, tendo o Saldo Global (base compromisso) passado de -18% do PIB em 2009 para aproximadamente -2% em 2013. Contribuíram para esta evolução a persistência de escassez de financiamentos externos para a realização dos projetos de investimento e a preservação do rigor orçamental. Quando comparada com a evolução em CV, embora STP tivesse registado um significativo défice antes do ACE, a melhoria do défice foi substancial após o acordo e encontra-se em linha com o verificado naquele país. Contudo, este desempenho tem sido obtido com uma maior dificuldade do que a registada por CV, uma vez que o nível de arrecadação das receitas continua muito baixo (abaixo dos 15% do PIB, o IVA que foi um grande motor da rápida aceleração das receitas em CV, ainda não é uma realidade em STP) e as despesas de investimento continuam igualmente baixas (a infraestruturização do país continua bastante incipiente).

Gráfico 11 - Saldos Orçamentais (em %) PIB 2009-2013



Fonte: MPF, INE

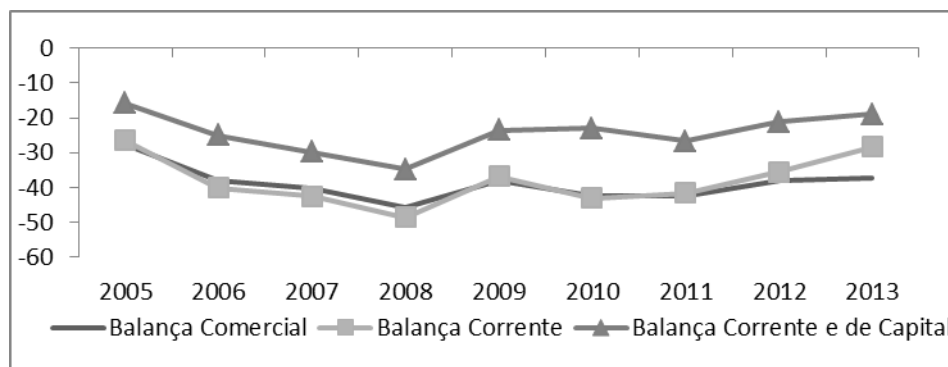
¹³ Relatório anual do BCV (2006), página 9.

Relativamente ao financiamento dos défices públicos, tal como verificado em CV, mais de 90% é coberto por financiamento externo, sendo que, no âmbito do programa ECF com o FMI, toda a dívida externa é resultante de empréstimos concessionais (com uma componente de donativo superior a 50%). Os credores são essencialmente multilaterais, destacando-se em 2013 o FMI (99,58%), a nível dos credores bilaterais evidencia-se Portugal (60%). O gráfico A.15 sobre o financiamento do défice em proporção encontra-se no anexo F.

- Setor Externo

No tocante à evolução da posição externa, embora persistindo os constrangimentos inerentes à captação de recursos externos, observa-se uma melhoria dos principais saldos da balança de pagamentos quando reportados em função do PIB, após o ACE (2010) (cf. Gráfico 12).

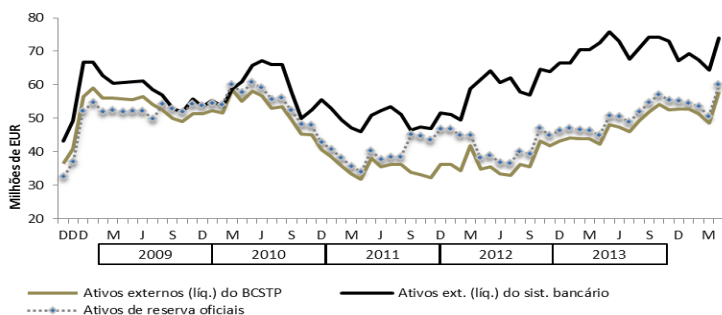
Gráfico 12 - Saldos Externos em % PIB 2005-2013



Fonte:BCSTP

É patente o reforço das reservas cambiais são-tomenses, cuja manutenção a um nível adequado é fundamental para a sustentabilidade do regime entre a dobra e o euro. Este reforço resulta, por um lado, das contribuições dos donativos, dos empréstimos e dos activos externos dos bancos comerciais e, por outro lado, da adoção de uma disciplina orçamental mais rigorosa no âmbito do ACE (isto é, a preservação de um maior rigor na realização de despesas que envolvem as reservas cambiais, nomeadamente as transferências para as Embaixadas, bolsas de estudos, despesas com serviços médicos no estrangeiro, importações de bens ...). O gráfico 13 documenta a trajetória genericamente ascendente após o ACE.

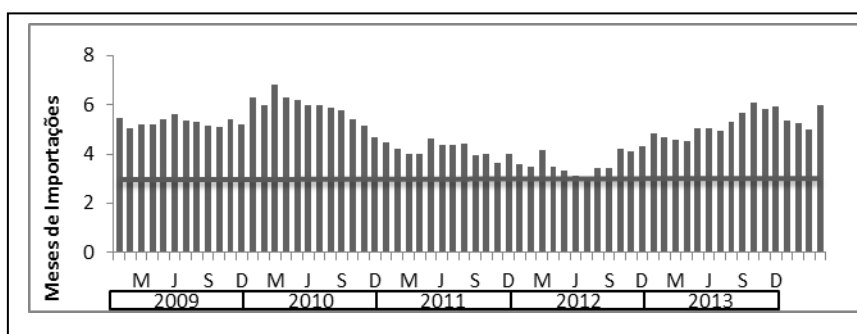
Gráfico 13 - Reservas Cambiais 2009-2013



Fonte:BCSTP

A preservação das reservas internacionais num panorama internacional difícil e num regime de câmbio fixo revela-se de extrema importância. Tal como evidencia o gráfico 14, as reservas internacionais do BCST situam-se (em geral) confortavelmente acima do patamar que permite a ativação da facilidade de crédito do ACE (abaixo dos 3 meses de importação de bens e serviços programadas para o ano, linha horizontal traçada no gráfico 14); em Dezembro de 2013 situavam-se a 5,9 meses de importação. De destacar que, em julho de 2012, as reservas cambiais reduziram para níveis que permitiam a ativação da facilidade de crédito; esta redução foi justificada pela entrada tardia de financiamento externo mas a situação foi logo ultrapassada no mês seguinte (Agosto) com a entrada do donativo do Banco Mundial, não tendo sido necessário accionar a facilidade de crédito. Este cenário de risco levou o BCSTP a alterar as regras aplicáveis às posições cambiais dos bancos¹⁴, impondo assim mais restrições e rigidez ao mercado cambial, e esse mecanismo tem sido bastante eficiente. Fato semelhante ocorreu em CV - logo após o ACC (1999-2000) registaram-se sérias dificuldades cambiais, obrigando a sucessivos saques (3 saques em 1999 e 3 saques em 2000) sobre a facilidade de crédito, mas a ativação da facilidade de crédito revelou-se adequada para a resolução do problema.

Gráfico 14 - Reservas Cambiais 2009-2013



Fonte:BCSTP

Os dados apontam para uma intensificação das relações económicas e financeiras de STP com Portugal e com o conjunto da zona euro (análise aprofundada no ponto 5.3.1.2). A distribuição geográfica das transações comerciais continua a colocar a Europa como o principal parceiro, representando 79% das exportações de São Tomé e Príncipe.

No que diz respeito às importações, observa-se de igual modo que a Europa é o principal parceiro, representando 63% do total, tendo Portugal um peso de aproximadamente 60% no total das importações (Cf. Gráfico A.16 anexo F).

No tocante ao stock da dívida pública externa, no final de 2013 esta situou-se em 229 milhões de dólares, valor superior aos verificados nos anos anteriores. Contudo, quando reportada em função do PIB, verifica-se uma redução situando-se em aproximadamente 73% do PIB contra os 77% do PIB registados em 2012 e 74% do PIB em 2011.

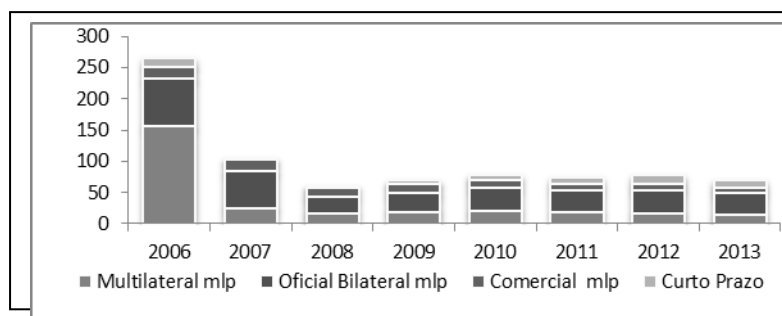
¹⁴ Regulamento sobre o acesso ao mercado cambial, cobertura, taxas e comissões à praticar (NAP n.º 10/2012).

De referir que, no âmbito dos acordos com o FMI (*ECF*), estas dívidas são exclusivamente concessionais. Contudo, segundo a avaliação do FMI, STP está na lista dos países considerados de alto risco de sobre-endividamento.

Quando comparada a dívida externa de STP com a de CV, a situação de STP parece sustentável (dois anos antes da paridade situava-se em média em 64% PIB, passando a 76% nos dois anos seguintes). Nos três anos seguintes ao acordo a dívida externa de CV situava-se em 46,4% do PIB em 2000, passando a 48,9% do PIB e a 50,7% do PIB em 2001 e 2002 respectivamente.

Digno de realce é o fato de toda a dívida interna de CV encontrar-se titulada em bilhetes de tesouro ou em obrigações de tesouro desde 2003; em STP os títulos de tesouro ainda não são uma realidade, contudo já existe o quadro legal sobre a emissão dos Billhetes de tesouro e a sua implementação está prevista para 2015. Tal como em CV, não existe nenhuma entidade empresarial em STP a emitir empréstimos obrigacionistas internacionais, toda a dívida é pública e resulta de empréstimos exclusivamente concessionais, constatando-se que os credores são principalmente multilaterais (FMI, Banco Mundial-BM, Banco Africano Desenvolvimento-BAD e Fundo Africano Desenvolvimento-FAD) e o principal credor bilateral é Portugal.

Gráfico 15 Dívida Externa em % PIB 2006-2013



Fonte: Gab. Dívida-MPF

O impacto macroeconómico da adoção da âncora cambial em STP, quando comparado à experiência de CV, embora em STP esta experiência tenha sido implementada num contexto adverso e de incertezas vividas pela economia internacional, aponta para a necessidade de grandes ajustamentos, destacando-se por um lado, o recurso a outras fontes de captação das receitas (como o aumento das potencialidades do turismo, alargamento da base fiscal e criação de incentivos pela parte do Estado para uma maior captação das remessas de emigrantes), limitando o excessivo recurso a fontes financiamento baseadas em dívida externa. E, por outro lado, o desenvolvimento de mecanismos que permitam uma melhor transmissão da política monetária (implementação dos instrumentos: Mercado Monetário Interbancário (MMI) e as Operações de Mercado Aberto (OMA)), e por essa via uma eficiente gestão de liquidez no sistema, através da captação o excesso de liquidez existente em alguns bancos, para estimular o fomento do crédito à economia e dinamizar a atividade económica.

5.3 Análise Empírica

Nesta secção, o principal objetivo é avaliar, de acordo com a teoria das zonas monetárias ótimas, o grau de abertura em que se revela ser vantajoso São Tomé e Príncipe estar ligado economicamente a Portugal e como tal à Zona Euro e, por outro lado, testar a consistência do regime cambial de paridade fixa da dobra em relação ao euro face aos riscos de ocorrência de uma eventual crise cambial, analisando a conjuntura macroeconómica de STP em função das diferentes formas pelas quais os regimes de câmbios fixos entram em crise.

5.3.1 Teste - Zona Monetária Ótima

À luz da teoria das zonas monetárias ótimas, a adesão de um país a uma zona de integração monetária deve exigir a avaliação dos custos e dos benefícios resultantes de uma possível integração.

O objectivo desta secção é tentar descrever quais as vantagens e desvantagens para STP da adoção da paridade fixa da Dobra em relação Euro, inspirando na teoria de Áreas Monetárias ótimas.

5.3.1.1 Análise Tradicional (Mundell-1961)

Partindo do pressuposto que o objetivo principal da política económica consiste em manter o equilíbrio externo num contexto de pleno emprego, a análise de Mundell argumentava que o grau de mobilidade dos fatores de produção – tanto trabalho quanto capital – constituir-se-ia num importante fator para determinar o regime cambial ótimo.

Segundo Mundell, os custos relacionados com o facto de o país deixar de ter à sua disposição os instrumentos taxa de juro e taxa de câmbio podem ser minimizados através da flexibilidade salarial e da mobilidade no mercado do fator trabalho. No quadro da relação entre São Tomé e Príncipe e Portugal, estes dois factores não estão perfeitamente unificados. Por um lado, no tocante à flexibilidade salarial em STP, o Estado acaba por assumir uma função essencialmente paternalista (maior empregador e toda a ação empresarial é essencialmente dirigida ao Estado), logo a política salarial depende da atuação do Estado, que no âmbito do ACE e do programa com o FMI, não tem margens para alterações significativas, logo esta variável é rígida. Além disso, existem diferenças acentuadas em termos do mercado de trabalho, por um lado, embora as relações sejam intensas (histórica, linguística e mesmo económica) e a maior concentração dos emigrantes são-tomenses esteja em Portugal, a mobilidade de mão-de-obra tem sido historicamente muito baixa, justificada por acentuadas diferenças em termos tecnológicos e profissionais entre os trabalhadores destes países, mas, por outro lado, o fluxo da mão-de-obra não qualificada dirigida ao setor da construção civil e trabalhos domésticos é bastante significativo. STP se tem ajustado aos choques externos graças ao apoio dos doadores externos (essencialmente a China Taiwan e o BM). Importa referir que existe uma grande parte da contribuição do setor informal que o Estado não consegue captar, mas a análise desta situação ultrapassa o âmbito deste trabalho.

5.3.1.2 Análise Moderna

Numa análise mais ampla e dinâmica serão observados os benefícios associados à redução dos custos de transação e a incerteza e a expansão do comércio intra-zona, assim como a relação entre os benefícios e o grau de abertura dos países.

Nesta perspectiva, analisando estes benefícios para o caso de STP num período compreendido entre 2009 à 2013, apresenta-se de forma sintética a evolução das variáveis relevantes:

Ao observarmos os fluxos das transações, do investimento directo estrangeiro (IDE) e das remessas de emigrantes, a tendência é de um reforço gradual. As exportações de bens e serviços passaram de 19,6 milhões de Dólares em 2009 para cerca de 49 milhões (mais de dobro) em 2013, as importações aumentaram em aproximadamente 72 milhões de Dólares e as remessas dos emigrantes embora pouco significativas tendem a crescer.

Contudo, dadas as características estruturais da Balança de bens (fraca capacidade produtiva, monocultura, dependência da importação de bens de consumo e de investimento), o défice da Balança Corrente permanece crónico, embora evidenciando uma tendência de melhoria (cf. Gráfico 12- saldos externos, ponto 5.2.1).

Analisando mais detalhadamente a estrutura geográfica das transações com o exterior (cf. Tabela 2), destaca-se que antes da paridade as relações com Portugal e a ZE já eram intensas e consolidaram-se depois, destacando-se o significativo peso de Portugal no total, sendo expectável a contínua intensificação destas relações, conforme se evidencia na Tabela 3.

Tabela 2 - Transação com o Exterior 2007-2014

Transação (milhares de USD)								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Total	67.199	96.907	88.017	100.116	111.137	111.428	135.592	154.894
Zona Euro	48.157	63.232	53.780	63.530	73.266	71.956	83.415	98.173
Portugal	43.627	58.712	48.144	53.226	62.740	59.002	74.180	84.700
Outras	19.042	33.675	34.237	36.587	37.871	39.472	52.177	56.721

Fonte: INE, cálculos da autora

Tabela 3- Quota das Transações com o Exterior 2007-2014

Quota (%)								
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Zona Euro	71,66	65,25	61,10	63,46	65,92	64,58	61,52	63,38
Portugal	64,92	60,59	54,70	53,16	56,45	52,95	54,71	54,68
Outras	28,34	34,75	38,90	36,54	34,08	35,42	38,48	36,62

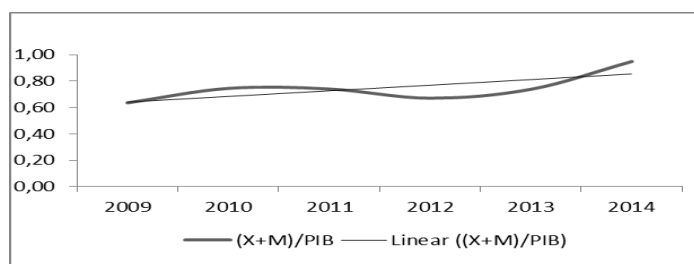
Fonte: INE, cálculos da autora

O comportamento do IDE, embora irregular dada a conjuntura económica internacional particularmente difícil e os contrangimentos associados à instabilidade política interna (mudanças sucessivas do Governo), tem sido crescente, e as perspectivas são de incremento, graças ao

aumento da confiança dos investidores, conforme já referenciado na avaliação dos impactos macroeconómicos (pág.33).

Considerando o grau de abertura como a soma das exportações de bens e serviços, importações de bens e serviços, relativamente ao PIB, observa-se pela análise ao gráfico 16 que a evolução tem sido tendencialmente crescente, embora com algumas oscilações. Importa realçar que antes do ACE Portugal e a Zona Euro eram já os principais parceiros de STP.

Gráfico 16 - Grau de Abertura (em %) 2009-2014



Fonte: INE, cálculos da autora

Em síntese, o reforço de um maior fomento das relações comerciais com Portugal e a Zona Euro e a evolução tendencialmente ascendente do grau de abertura da economia são-tomense permitem retirar de forma indicativa algumas impressões preliminares: primeiro, estas variáveis são especialmente relevantes, na medida em que Portugal e a ZE eram já os principais parceiros de STP antes do estabelecimento da âncora cambial, pelo que este impacto positivo reflete a consolidação das relações comerciais; segundo, a evolução positiva destas variáveis traduz-se necessariamente numa mais-valia sobre o perfil e a imagem das relações externas do país no seu todo. Contudo, o mercado de factores capital e trabalho nestes dois países não estão perfeitamente unificados e a diversificação da economia são-tomense é ainda muito fraca, constatando-se que as condições para um rápido ajustamento em caso de ocorrência de choques económicos são bastante frágeis, o que leva a concluir que está-se perante uma zona monetária incompleta, comportando alguns riscos potenciais para a economia nacional que é extremamente vulnerável a choques.

Na perspetiva de Mundell (1961), uma zona monetária eficaz deve possuir condições para, por um lado, permitir o rápido ajustamento dos países que forem afetados pelos referidos choques e, por outro, deve dispor de meios para evitar os riscos de alastramento dos efeitos entre os seus membros. Esta posição recomenda a existência de um dispositivo orçamental centralizado que permita intervir de forma rápida para estabilizar a economia e acomodar os custos de ajustamento, evitando o alastramento dos efeitos aos parceiros e facilitando o reequilíbrio económico. No caso de STP, o acordo estabelecido com Portugal prevê uma linha de crédito no valor de 25 milhões de euros para o reforço das reservas nos casos de ocorrência de choques, mas é preciso ter em conta a fragilidade de Portugal dentro da UEM, sendo que a própria UEM foi considerada imperfeita após a eclosão da crise¹⁵.

¹⁵ Informação publicada no artigo “DEBATER A EUROPA” n.º 11 julho/dezembro 2014.

5.3.2 Teste-Modelos de crises cambiais

O objectivo central desta seção é apresentar algumas contribuições da literatura econômica sobre as crises cambiais geradas por desequilíbrios macroeconómicos num determinado país. Pretende-se, assim, analisar descritivamente o comportamento das principais variáveis macroeconómicas de STP nos períodos antes e após a adoção da âncora Cambial.

5.3.2.1 Modelo de 1.ª Geração

O pressuposto do modelo é que as crises cambiais são originadas por uma inconsistência entre a política monetária e a paridade fixa, assentando na hipótese de que um possível aumento excessivo do crédito doméstico, conduz a um aumento da massa monetária, criando pressões para a desvalorização da moeda doméstica, o que, num regime de câmbio fixo, obrigará o Banco Central (BC) a vender divisas para manter o stock de moeda constante, o que implicará uma progressiva perda de divisas pelo BC, culminando em ataques especulativos e, por fim em uma crise cambial. De outro modo, mais crédito implica mais importações, e logo perda de divisas do BC.

Tendo como pressuposto o modelo monetário com câmbios fixos, observamos que:

$$\Delta M_3 = \Delta AIL + \Delta AEL \quad \text{com,} \quad \Delta AIL = \Delta CLG + \Delta CE + \Delta OAI$$

Sendo:

$$\begin{aligned} \Delta M_3 &= \text{Variação da Massa Monetária} & \Delta AEL &= \text{Variação do Ativo Externo Líquido} \\ \Delta CLG &= \text{Variação do Crédito Líquido ao Governo} & \Delta CE &= \text{variação do Crédito à Economia} \\ \Delta OAI &= \text{variação dos Outros Ativos Internos} & \Delta AIL &= \text{Variação do Ativo Interno Líquido} \end{aligned}$$

Teremos a seguinte evolução dos factores de expansão monetária:

Tabela 4. Factores de Expansão da Massa Monetária (M₃) 2002-2013

Indicadores monetários	Taxa de variação em % da Massa Monetária _{t-1}											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ativo Externo líquido	26%	23%	-11%	183%	-18%	51%	51%	-13%	8%	-7%	23%	1%
Crédito líquido ao Governo	0,2%	16%	5%	-99,7%	32%	-10%	-36%	16%	19%	3%	-7%	-7%
Crédito à Economia	10%	27%	27%	48%	33%	28%	19%	29%	34%	16%	12%	-3%
Outros ativos e passivos	-11%	-12%	-21%	-86%	-17%	-35%	3%	-23%	-36%	-1%	-8%	23%
Massa Monetária (M₃)	25%	54%	1%	45%	32%	34%	37%	8%	25%	11%	20%	14%

Fonte: BCSTP, cálculos da autora

Observando a tabela 4, constata-se que, após o ACE, a evolução do stock de moeda tem sido bastante moderada, tendo-se passado de um crescimento médio de 31% nos cinco anos antes da paridade fixa para uma média de 15% nos três anos após a paridade. Esta evolução tem sido

justificada fundamentalmente pela progressiva redução do crédito à economia (CE) e do crédito líquido ao Governo (CLG).

Com efeito, as fragilidades do sistema financeiro determinadas por condicionantes, tanto do lado da procura (reduzida dimensão do mercado, alto endividamento dos agentes económicos) como do lado da oferta (aumento da percepção do risco de crédito pelos bancos), determinaram que a partir de 2010 o crédito à economia fosse registando reduções sucessivas, acusando mesmo uma quebra no último ano. Contudo, dadas as reformas encetadas pelo BCSTP¹⁶, é expectável que estas reconheçam uma inversão de tendências a partir de 2018, mas num ritmo moderado.

Por outro lado, ao abrigo do Programa com o FMI, visando assegurar a estabilidade macroeconómica, o recurso à emissão da moeda para financiar os défices orçamentais não se verifica, pelo que o afastamento do risco de uma expansão do CLG, enquanto uma importante fonte geradora de desequilíbrios cambiais, encontra-se devidamente assegurado.

De referir que, embora o país esteja na lista dos países considerados como de alto risco de sobreendividamento, tomando como referência as orientações do Corpo Técnico do FMI¹⁷, todo o esforço do Governo tem sido direccionado visando o gradual ajustamento¹⁸ orçamental a médio prazo (na expectativa de se atingir um défice primário interno de 1,0% do PIB em 2018), recorrendo, para o efeito, a donativos e empréstimos em condições altamente concessionais (classificados pelo FMI como empréstimos que possuem uma componente de donativo não inferior a 50%) para mitigar este risco.

Assim, o risco de um aumento do crédito doméstico, com repercussões negativas para a inflação e a taxa de câmbio, tende a ser marginal.

Analisando o conceito simplificado do CE, obtido através da diferença entre o M_1 (papel moeda em poder do público e depósitos à vista) e as reservas internacionais líquidas (RIL), percebe-se pela Tabela 4 que o comportamento do CE antes de 2010 era notavelmente ascendente, mas o comportamento das reservas internacionais eram oscilantes, uma vez que estas refletem as entradas pontuais de recursos, como os bónus de exploração petrolífera e os recursos externos (donativos e empréstimos), e não as operações de esterilização pelas autoridades monetárias. Em STP as oscilações descendentes verificadas na evolução das reservas internacionais não têm sido determinadas pelo comportamento do CE, e consta-se que após a paridade o CE foi desacelerando progressivamente pelos motivos já referenciados no início desta seção, pelo que os riscos de uma expansão desta variável contribuir para possíveis pressões na taxa de câmbio não se comprovam.

16 Aprimoramento da Central de Risco de crédito, introdução do MMI(NAP n.º04/2015)

17 Avaliação do FMI-Relatório FMI n.º 14/2, Janeiro de 2014.

18 Este ajustamento orçamental tem sido conduzido através dos esforços desencadeados pelas autoridades nacionais no sentido de conter as despesas correntes, deixando margem para as despesas de investimento, e, por outro lado, do conjunto de medidas inerentes ao alargamento da base fiscal (a política de inclusão fiscal e a preparação para a introdução do IVA).

A análise mostra que a evolução do agregado monetário mais amplo e das diversas variações do crédito não demonstram indícios de um excessivo aumento que possa ter efeito adverso sobre a taxa de câmbio.

5.3.2.2. Modelo de 2.^a Geração

Este modelo assenta na credibilidade do regime, partindo do pressuposto que, uma possível desvalorização da moeda pelo Governo, implicaria a perda de credibilidade nos mercados e existência de múltiplos equilíbrios culminando numa possível crise cambial.

No caso de São Tomé e Príncipe, existe o ACE que visa essencialmente promover a estabilidade macroeconómica, incorporando um compromisso do Governo em adotar políticas macroeconómicas consistentes e sustentáveis e um compromisso da parte portuguesa quanto à disponibilização da Facilidade de Crédito para suprir as dificuldades pontuais da Balança de Pagamentos. Atendendo que, STP é a parte que objectivamente obtém maiores vantagens em caso de sucesso do ACE, o Governo está fortemente empenhado em garantir o mesmo. Por outro lado, destaca-se três pilares subjacentes ao ACE que asseguram os resultados pretendidos, nomeadamente: a confiança proporcionada pela existência da Facilidade de Crédito, o rigoroso acompanhamento macroeconómico incluindo análises de observadores externos, como o FMI, e por fim, o pilar da estabilidade cambial. Assim, se poderá concluir, com alguma confiança que o ACE é um instrumento que confere credibilidade ao regime cambial.

5.3.2.3 Modelo de 3.^a Geração

O modelo parte do desequilíbrio estrutural no balanço do sistema bancário e a sua inter-ligação ao mercado cambial, decorrente da má qualidade dos activos e tendo como contrapartida um passivo de alta exigibilidade e exposição em moeda estrangeira, ficando os bancos expostos ao risco cambial e aumento de créditos mal parados, conduzindo à falta de liquidez e à fuga de capitais.

Importa referir que uma das causas da crise asiática foi precisamente a concessão excessiva de crédito para financiamento de projectos altamente duvidosos, num contexto em que o acesso ao mercado internacional de crédito não era devidamente supervisionado.

Esta expansão de crédito sem a devida supervisão e regulação bancária pode conseqüentemente resultar em crises financeiras que se alastram para crises cambiais (as denominadas crises gêmeas¹⁹).

Uma análise ao balanço do sistema bancário de STP leva-nos a constatar o seguinte:

a) Estrutura e Qualidade dos Ativos

Em termos nominais, o activo total do sistema bancário atingiu, em 2014, um montante de 4.350 mil milhões de dobras, uma variação nominal de 12% comparativamente a 2013 (cerca de 69% PIB), devendo-se, sobretudo, ao aumento verificado nas disponibilidades imediatas (caixa e os depósitos junto ao Banco Central). A partir de 2013, estas passam a principal componente do activo,

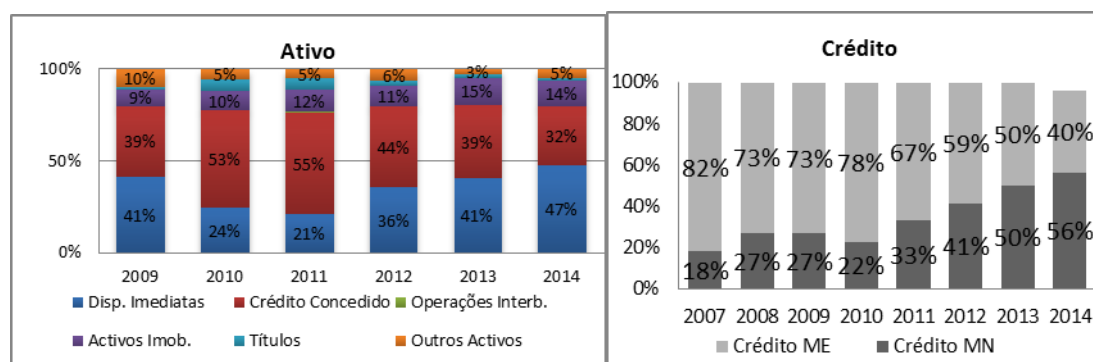
¹⁹ O estudo sobre crises gêmeas (bancária e cambial) foi desenvolvido por Kaminsky e Reinhart (1999)

representando mais de 40% do total do activo contra uma redução acentuada do peso do crédito concedido (Cf. Gráfico 17).

A estrutura do crédito por moeda indica-nos que, um ano após a adoção da âncora cambial (2010), a moeda estrangeira foi perdendo substancialmente o seu peso no total do crédito, sendo este comportamento determinado por um conjunto de medidas adotadas pelo BCSTP, no sentido de valorizar a moeda nacional²⁰. O gráfico 17 evidencia claramente o nível de redução da Moeda Estrangeira (ME); embora o seu peso ainda seja elevado (mais de 40%), o risco de um realinhamento da paridade da dobra causar um possível desequilíbrio ao balanço dos bancos e ao posterior desequilíbrio cambial é diminuto. Segundo as opiniões dos membros da UAM, a eventualidade de um possível realinhamento não tem sido debatida porque, por um lado, não tem existido pressões no mercado cambial e, por outro lado, o peso do mercado paralelo do euro não é significativo, . Para o efeito, as Normas do BCSTP têm-se revelado eficazes, uma vez que estas limitam o acesso a cobertura cambial aos bancos com posições cambiais longas, impõem que as coberturas são dadas apenas para as operações de importações e proíbem as emissões de cheques em ME, condicionantes que limitam os bancos com excesso de reservas a converterem este excesso em divisas para aplicação no exterior.

Analisando a qualidade da carteira, o gráfico A.17 (anexo F) ilustra que o risco de crédito continua elevado, embora os dados apontem para uma tendencial redução em 2014; esta evolução deve-se, sobretudo, a uma melhor classificação do crédito; para o efeito, a Central de Risco de Crédito tem constituído uma ferramenta extremamente útil.

Gráfico 17 - Estrutura do Ativo 2009-2014 / Crédito 2007-2014 (em %)



Fonte:BCSTP

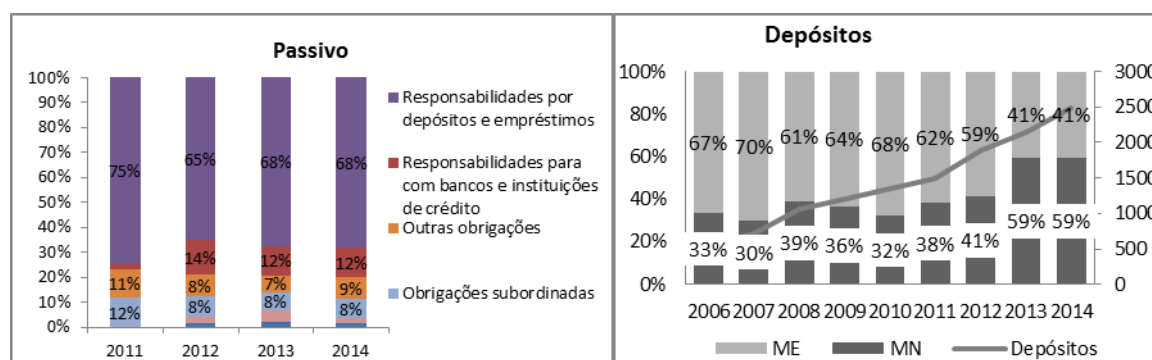
b) Passivo e a sua Estrutura

²⁰ NAP n.º 10/2012, sobre Regulamento do Mercado Cambial e a NAP n.º 10/2011, sobre Abertura e Movimentação de Contas em moeda estrangeira.

Os passivos totalizaram aproximadamente 3,6 mil milhões de dobras em 2014, um aumento de cerca de 14% comparativamente a 2013, sendo justificado pelo aumento dos recursos dos clientes que continuaram a representar a principal fonte de financiamento da banca santomense (cf. Gráfico 18). De ressaltar que, embora haja a liberalização financeira, as características estruturais do sistema financeiro nacional²¹ não permitem o acesso ao mercado internacional de crédito.

A estrutura dos depósitos por moeda evidencia tal como nos ativos, embora de forma mais acentuada, uma redução gradual do peso do depósito em moeda estrangeira em relação ao total do depósito a partir de 2010, sendo uma vez mais justificado pelas medidas encetadas pelo BCSTP acima referenciadas.

Gráfico 18 - Estrutura do Passivo 2011-2014 / Depósitos por Moeda 2006-2014 (em %)



Fonte:BCSTP

Analisando a estrutura dos depósitos por maturidade (cf. Gráfico A.18, anexo F), constata-se que 67% dos depósitos constituem exigibilidade de curto prazo, ou seja, depósitos à ordem. De referir que os depósitos têm sido captados, sobretudo, junto do sector privado, nomeadamente famílias e empresas nacionais, com 52% e 37% respetivamente, sendo o peso de agentes estrangeiros pouco significativo, o que anula o risco de uma possível fuga de capitais.

O rácio de transformação (crédito total sobre depósitos totais) situou-se em média nos 57% em 2014, resultante do aumento registado no nível de depósitos contra uma diminuição do crédito concedido, colocando em evidência um certo abrandamento da actividade creditícia e o aumento de liquidez.

O rácio de liquidez posicionou-se em 2014 em 57% (cf. gráfico A.19 anexo F), nível muito acima dos 20%²² estabelecidos como limite prudencial, pelo que, em caso de corrida bancária, as disponibilidades imediatas cobrem os depósitos de clientes em cerca de 84%. Entretanto, a avaliação pelos gaps de liquidez (medida prudencial usada em test stress, estimada pela diferença entre a maturidade dos créditos e dos depósitos) indica-nos que o sistema não apresenta uma situação confortável, uma vez que se presencia a concessão de crédito à médio e longo prazos (consumo e habitação), num contexto em que os depósitos são maioritariamente de curto prazo.

²¹ Sistema financeiro bastante incipiente e composto maioritariamente por sucursais de bancos da Costa Africana (Gabão, Nigéria e Camarões)

²² NAP 04/2007 “ Norma Sobre Liquidez Bancária”

Neste contexto, importa sublinhar que, embora o sistema bancário não esteja exposto de forma significativa ao risco cambial, destaca-se o elevado risco de crédito e de gaps de liquidez.

5.4 Resumo

O presente capítulo satisfaz três objetivos: primeiro, analisar a experiência da âncora cambial em Cabo-Verde, no período de 1998 à 2012; segundo, desenvolveu-se uma análise descritiva da evolução da conjuntura macroeconómica de STP antes e após a adoção da âncora cambial; finalmente, sendo a secção mais importante, desenvolveu-se uma análise experimental e descritiva, recorrendo às literaturas acerca das Áreas Monetárias Ótimas e sobre as crises cambiais.

Na primeira secção, procurou-se revelar as principais causas do sucesso em Cabo-Verde e os exemplos a retirar para STP. O desempenho do regime de câmbios fixos adotado por CV está associado a um conjunto de vantagens únicas e específicas do país, complementadas pela implementação de reformas acertadas num quadro de estabilidade política e social, o que lhe tem permitido um certo grau de resiliência a choques externos e a ataques especulativos. Os resultados não requerem comentários adicionais, uma vez que o ACC de Cabo-Verde vigora há mais de dez anos e tem funcionado de acordo com o programado segundo os analistas, sendo que, o valor da taxa de câmbio fixa entre o Euro e o escudo cabo-verdiano permanece inalterado, a Unidade de Acompanhamento Macroeconómico (UAM) tem desempenhado as suas funções de avaliação e identificação permanente de eventuais riscos, no sentido de preservar a sustentabilidade do acordo. No cômputo geral, os objetivos fundamentais do acordo que consubstancia a adoção da âncora cambial em Cabo-Verde foram satisfeitos, isto é, a consolidação da estabilidade macroeconómica e o fomento das suas relações económicas e financeiras com Portugal e a ZE. Acresce-se a esta fluidez operacional, a observação atenta dos diversos observadores externos que apontam Cabo-Verde como um caso de sucesso. Para STP fica o exemplo de que a estratégia de desenvolvimento deve ser um compromisso assumido pelo Governo com sustentabilidade, isto é, as várias reformas e os projetos devem ser implementados com credibilidade e assegurados num quadro de estabilidade macroeconómica e governativa.

Inspirado na experiência de Cabo-Verde, os dados indicam que o funcionamento da âncora cambial em STP tem sido positivo. Quando se analisa de forma sintética a evolução das principais variáveis, pode-se afirmar que o regime de câmbio fixo entre a Dobra e o Euro terá dado um contributo excecional para o ajustamento macroeconómico e para o reforço e consolidação das relações económicas e financeiras com Portugal e a ZE. De fato os dados estão patentes: (i) inflação a reduzir para mínimos históricos sucessivos ao longo dos últimos quatro anos; (ii) melhoria da evolução do desempenho orçamental; (iii) crescimento progressivo do PIB per capita (num contexto marcado pela crise financeira internacional); (iv) a evolução tendencialmente crescente do grau de abertura; (v) reforço das reservas internacionais confortavelmente acima do nível exigido para a ativação da facilidade de crédito no âmbito do ACE (três meses de importação de bens e serviços) Contudo, merece especial realce a evolução crescente da apreciação da taxa de câmbio real, resultante do diferencial da inflação nacional face aos principais parceiros.

Tabela 5. Resumo da evolução de variáveis-chave após o acordo cambial

Variável	Evolução
PIB per capita	Bom crescimento num contexto de crise internacional
Grau de abertura em geral e com a ZE	Aumento do grau de abertura internacional
Taxa de inflação	Redução para um dígito, convergindo para ZE
Reservas internacionais	Reservas em patamares confortáveis
Taxa de câmbio real	Perda de competitividade pouco relevante: - Nível de apreciação relativamente estável (em média 5% nos três anos anteriores a paridade e nos três anos após a paridade uma apreciação média de 7%; - O preço do principal produto de exportação (cacau), determinado no mercado internacional; - A procura do cacau depende da sua qualidade única e não da competitividade dos preços.

Fonte: elaborada pela autora

Finalmente, a avaliação da eficácia do regime e a análise do grau de resiliência da economia são-tomense, recorrendo aos argumentos teóricos da Área Monetária Ótima e aos modelos das crises cambiais, mostram, por um lado, que a construção da estabilidade económica a partir de uma âncora cambial coloca STP como uma zona monetária incompleta.

Por outro lado, as análises realizadas, recorrendo a uma breve síntese da literatura sobre os modelos de crises cambiais, causadas quer por uma inconsistência entre a manutenção de taxas de câmbio fixas e a política monetária, ou por uma persistência de desequilíbrios macroeconómicos ou mesmo por fragilidades no sistema bancário, não destacam a tendência destas variáveis no sentido de provocarem um eventual desequilíbrio cambial. Todavia, persistem algumas fragilidades no sistema financeiro que merecem um reforço adicional da regulação e supervisão bancária, ao mesmo tempo que recomenda-se uma análise mais aprofundada sobre os riscos de crédito e de gaps de liquidez no sistema financeiro são-tomense.

Tabela 6 - Elementos de risco cambial em STP

Modelo	Avaliação do risco
Modelo de primeira geração: - Política Monetária	Moderação monetária, crescimento do crédito bastante moderado, bom nível de reservas.
Modelo de segunda geração: - Credibilidade	Existência de um Acordo de Cooperação Económica entre os Estados contemplando uma facilidade de crédito; Rigorous acompanhamento macroeconómico.
Modelo de terceira geração: - Crises Gêmeas	Balanço do sistema bancário relativamente equilibrado.

Fonte: elaborada pela autora

Tabela 7. Vantagens vs desvantagens da Âncora Cambial

Vantagens	Desvantagens
<p>- Redução do risco cambial como via para estabilização dos preços dos bens transacionáveis:</p> <p>(i) As empresas nacionais usam inputs originários essencialmente da Europa;</p> <p>(ii) IDE nas áreas de construção, infraestruturas turísticas e comércio são oriundos essencialmente da Europa.</p> <p>- Estabilidade nominal, garantia da importação de baixos níveis de inflação e por essa via, de variações reduzidas no índice de preços no consumidor:</p> <p>(i) 63% das importações oriundas da ZE (taxa de inflação abaixo de 1,5%);</p> <p>(ii) Redução da inflação para um dígito e convergência para a ZE a médio prazo.</p> <p>- Disciplina fiscal e monetária (credibilidade).</p> <p>(i) Redução do défice primário interno para mais de metade após a paridade;</p> <p>(iii) Moderação dos factores de expansão de liquidez na economia.</p>	<p>- Perda de instrumentos de gestão macroeconómica:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Perda relativizada: <p>(i) Substituição dos instrumentos taxa de juro e taxa de câmbio pela política orçamental;</p> <p>(ii) Mesma estratégia de política monetária entre o BCE e o BCSTP-Estabilidade Preços.</p> <p>- Riscos de ataques especulativos:</p> <p>(i) As autoridades podem manter algumas restrições ao livre movimento de capitais;</p> <p>- Possível perda de competitividade face aos países terceiros:</p> <p>(i) Pouco relevante, a principal exportação é o cacau, cujo o preço é determinado no mercado internacional e a sua procura depende da sua qualidade única e é oriunda de consumidores europeus.</p> <p>- Riscos inerentes à redução das margens de lucro dos produtos transacionáveis;</p> <p>(i) Pouco significativo</p> <p>- Risco de endividamento e posterior arrefecimento da economia:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Alto risco de endividamento: <p>(i) Necessidade de realizar investimentos para infraestruturar o país.</p>

Fonte: elaborada pela autora

5.4 Análise e Discussão dos Resultados

Nesta seção buscou-se comparar o impacto macroeconómico da experiência do regime cambial de paridade fixa de CV com a evolução dos fundamentos macroeconómicos no funcionamento da paridade em STP; seguiu-se para a análise empírica, no qual tentou-se testar, por um lado, a eficiência do regime em relação ao nível de integração económica com Portugal e a ZE e, por outro lado, analisar a capacidade de resistência da economia nacional face à ocorrência de uma potencial crise cambial, para o período que se estende de 2002 a 2014.

A análise macroeconómica tem por objetivo determinar se a experiência em STP enfrenta os mesmos desafios que CV e se esta aproxima-se de um caso de sucesso tal como a que vigora naquele país. Seguindo uma metodologia de descrição dos fundamentos macroeconómicos, os resultados demonstraram que, embora os desequilíbrios macroeconómicos de STP fossem mais acentuados que no caso de CV, os desafios enfrentados na fase inicial foram similares, destacando-se, porém,

uma pressão fiscal determinada pelo considerável aumento da dívida externa pública em proporção do PIB, o que pode deteriorar as contas fiscais. Embora estas dívidas sejam de carácter altamente concessionais, as autoridades devem optar por recorrer a outras fontes de financiamento não baseadas em dívida; assim, seguindo a experiência de CV, sugere-se que as autoridades atribuam uma maior atenção às remessas de emigrantes, criando estímulos²³ para que haja uma maior captação dessas remessas pelos bancos.

De ressaltar que uma das causas da crise cambial no Brasil, enquanto vigorava a paridade fixa, foi determinada pelo comportamento das contas públicas. A instituição da âncora cambial, ao impor a necessidade de se acumular reservas internacionais para dar credibilidade ao regime, levou ao desequilíbrio da conta corrente e de capital. Como consequência, tornava-se necessária a atração de mais capitais externos apesar de toda a volatilidade e instabilidade que estes acarretavam, iniciando-se, desta forma, um ciclo de endividamento que, por sua vez, levou a fortes pressões do défice orçamental. Este ciclo de endividamento aliado à ausência de um efetivo ajustamento nas contas primárias levou a uma deterioração tanto dos fundamentos do País como da credibilidade dos agentes na política económica governamental (Soares, 2006). De referir que tal sucessão de eventos não está a ocorrer em STP.

A análise empírica realizada visa determinar, por um lado, a eficiência da paridade fixa da dobra ao euro, no tocante ao aprofundamento das relações económicas com a ZE e em particular com Portugal, e, por outro lado, visa avaliar o relacionamento dos fundamentos com o risco de ocorrência de ataques especulativos, utilizando os modelos de crises cambiais. Os resultados obtidos foram importantes porque permitiram explicar o comportamento de diversas variáveis em simultâneo.

Baseou-se nas teorias da Zona Monetária Ótima para aferir sobre as condições económicas da cooperação económica; com efeito, avaliou-se o comportamento das variáveis do sector externo e fiscal, descritas na secção 5.3.1, tendo-se obtido um importante resultado: STP é considerado uma Área Monetária imperfeita.

Este fato implica que, embora exista uma maior consolidação das relações económicas com Portugal e a ZE, o país continua vulnerável à ocorrência de choques e a sua capacidade de resiliência é bastante limitada, uma vez que as políticas sociais e fiscais não estão alinhadas. Este resultado leva a sugerir que, para uma economia muito aberta e pouco diversificada como STP, poderá ser importante analisar a adoção de um regime cambial que permita uma perfeita integração económica: a Euroização Oficial Bilateral, juntando-se à UEM²⁴, seria uma possível opção no futuro, esta sugestão é também sustentada por alguns membros da UAM numa das várias sessões de trocas de impressões no decorrer da realização deste trabalho, mas tal recomendação exige uma exaustiva análise entre os dois países e o devido enquadramento legal pelo Banco Central Europeu.

O cenário acima descrito é reforçado com os argumentos de Soares (2006) que, analisando a experiência da âncora cambial instalada no Brasil e as instabilidades a que este instrumento foi

²³ Implementação de medidas tais como, remuneração das remessas a uma taxa de juro bonificada com a intervenção do Governo.

²⁴ Adotar o euro de jure como única moeda legal, vide estudo detalhado em Feige et al (2002).

submetido, concluiu que a âncora cambial não deve ser estabelecida indefinidamente (esta tem um prazo de validade).

De ressaltar, porém, que estas sugestões são meras especulações e indicações para possíveis debates futuros, uma vez que a paridade em STP é um instrumento credível e tem cumprido os objectivos propostos pelas autoridades nacionais, fontes do Banco Central avançam dizendo que tem sido um caso de sucesso.

A história mundial recente apresenta que a maioria das experiências de paridade fixa culminou com crises cambiais ligadas a dificuldades na manutenção no futuro de políticas macroeconómicas coerentes e centradas na preservação da taxa de câmbio. Razão pela qual nesta tese optou-se por analisar se existe a propensão para a economia de STP entrar num ciclo de desequilíbrios nos fundamentos macroeconómicos que possa desencadear crises cambiais. Os resultados foram bastante positivos, apontando que a condução da política monetária em STP tem-se revelado eficaz, verificando-se uma expansão de liquidez na economia bastante moderada, o que tem contribuído para a preservação da disciplina fiscal, a credibilidade do regime tem sido preservada e o governo tem realizado ajustamentos fiscais constantes para a manutenção do rigor fiscal. Constatou-se igualmente que, embora com algumas fragilidades relacionadas com alguns indicadores prudenciais, o balanço do sistema bancário de STP é relativamente equilibrado. Estas evoluções levam a concluir que a política cambial não tem suscitado pressões cambiais que permitam antever a ocorrência de uma possível crise cambial.

6. CONCLUSÕES

O objetivo central desta tese é retratar o impacto do regime de peg da dobra são-tomense ao euro e a sua contribuição para o crescimento.

Tentando responder as questões identificadas no início deste trabalho de investigação, o ponto de partida foi descrever como funciona uma âncora cambial e como foi implementada em STP. Seguiu-se a análise da experiência de CV e a evolução dos indicadores macroeconómicos em STP. Através de uma análise descritiva, procurou-se relacionar estes indicadores com os argumentos da Teoria da Área Monetária Ótima e com cada um dos modelos de crises cambiais (modelos de primeira, segunda e terceira geração), tentando determinar potenciais riscos causados por desequilíbrios cambiais.

Os resultados obtidos com as análises permitiram responder claramente às nossas questões de investigação:

- A. Relativamente à questão sobre quais são as principais vantagens e desvantagens da ancoragem cambial para os países em desenvolvimento, como é o caso de STP: a avaliação do impacto macroeconómico mostrou que STP caminha para um maior ajustamento macroeconómico, estando patente a redução da instabilidade nominal que era predominante nos anos anteriores à paridade, passando pelo reforço das reservas internacionais para patamares confortáveis,

o crescimento sustentável do PIB per capita, a evolução moderada da liquidez na economia (massa monetária) e a sustentação do processo de consolidação orçamental.

- B. No tocante à questão sobre quais os impactos na economia são-tomense, que é economicamente muito frágil e dependente de mercados e parceiros externos: as análises sugerem que STP é uma Área Monetária incompleta, e, por isso, devem desenvolver-se mecanismos para aumentar a sua capacidade de resposta face à ocorrência de potenciais choques externos. Na análise da resiliência a possíveis desequilíbrios cambiais, recorrendo aos modelos das crises cambiais, os resultados foram positivos, não se verificando desequilíbrios macroeconómicos significativos que possam originar uma potencial crise cambial. Com efeito, constatou-se que a credibilidade do regime está assegurada, não comportando riscos de possíveis desequilíbrios dos fundamentos macroeconómicos desencadear uma potencial crise cambial como a crise que ocorreu no Brasil em 1999. Contudo, ao nível da estabilidade do sistema bancário persistem alguns riscos que devem ser mensurados e analisados pela Supervisão bancária, sugerindo-se um estudo aprofundado sobre o risco de crédito e de gaps de liquidez.
- C. Finalmente, sobre a questão como melhorar as potencialidades deste regime cambial, de maneira que se torne eficaz para o crescimento sustentado da economia: os dados mostraram que, embora a ancoragem cambial adotada por STP tenha sido inspirada na experiência de sucesso de CV, o país necessita de aumentar o seu grau de resiliência face a choques externos, devendo as autoridades redobrar os esforços no sentido da ilha tornar-se mais competitiva e alargar a sua base exportadora para a ZE, desenvolvendo esforços no sentido de diversificar o setor exportador de bens e potencializar o turismo (principal fonte da exportação de serviços); devem ainda criar incentivos visando uma maior captação das remessas de emigrantes e melhorar o clima de negócios, sendo, para o efeito, a estabilidade política um fator chave.

Finaliza-se este trabalho de investigação com a sugestão de que este deve ser mais aprofundado (de forma analiticamente rigorosa) com recurso a modelos econométricos, no sentido de se estimar a relação de causalidade entre os fundamentos macroeconómicos e a taxa de câmbio.

Como anuncia Frankel (2003), não há um regime ótimo para todos os países ou todas as situações, já que as especificidades de cada país devem ser levadas em consideração, além da necessidade de se perceber o contexto vivido pela economia internacional.

SÍNTESE BIBLIOGRÁFICA

Arida, Pérsio (1999), “Observações sobre o Plano Real”. *Estudos Económicos*, 3, pp.109-115.

Banco Central de STP (2013), *Boletim Estatístico Especial 1975-2012*, (online).

Disponível em :<http://www.bcstp.st/publicações>.

Banco Central de STP (2007), “NAP nº 04/2007 – Norma sobre Liquidez Bancária”, *Norma de Aplicação Permanente do Banco Central*.

Banco Central de STP (2011), “NAP nº 10/2011 – Abertura e Movimentação de contas em Moeda Estrangeira”, *Norma de Aplicação Permanente do Banco Central*.

Banco Central de STP (2011), “NAP nº 18/2011 – Regulamento Sobre Reservas Mínimas de Caixa”, *Norma de Aplicação Permanente do Banco Central*.

Banco Central de STP (2012), “NAP nº 10/2012 – Regulamento do Mercado cambial, cobertura, taxas e Comissões à praticar”, *Norma de Aplicação Permanente do Banco Central*.

Banco Central de STP (2014), “NAP nº 12/2014 – Estratégia Operacional de Política Monetária”, *Norma de Aplicação Permanente do Banco Central*.

Banco Central de STP (2014), “NAP nº 18/2014 – Operações de Mercado Aberto”, *Norma de Aplicação Permanente do Banco Central*.

Banco Central de STP (2015), “NAP nº 04/2015 – Mercado Monetário Interbancário”, *Norma de Aplicação Permanente do Banco Central*.

Banco Central de STP (no prelo), “Plano Operacional de Política Monetária 2013-2015”, (aceite para publicação em Junho de 2014).

Banco Central de STP (no prelo), Relatórios da Unidade de Acompanhamento Macroeconómico 2010-2013.

Banco de Cabo- Verde, Relatório Anual 2007.

Banco de Cabo- Verde, Relatório Anual 2013.

Banco de Portugal, EUROSISTEMA (2013), *Evolução das economias dos PALOP e de Timor-Leste 2012-2013*, (online).

Disponível em :<http://www.bportugal.pt/publicações>.

Saramago, Luís e Fernando Heitor (2015), "Acordos de Cooperação cambial e económica na esfera da lusofonia- os casos luso- cabo-verdiano e luso-santomense," *Cadernos de Cooperação*, 6, pp.6-15 .

Banco de Portugal (2015), *Evolução Séries Longas Macroeconómicas dos PALOP* , (online).

Disponível em :<http://www.bportugal.pt/publicações>.

Belluzzo, Luiz Gonzaga (1999), "Plano Real: do Sucesso ao Impasse", *Economia Aplicada*, 3, pp. 79-93.

Caetano, José Manuel e Nuno M. Rico (2014), "Que Europa(s)? Contextos e Desafios", *Debater a Europa*, 11, pp 427-429, (online).

Disponível em :<http://www.europe-direct-aveiro.aeva.eu/debatereuropa/>

Calvo, Guillermo A. e Carlos A Végh(1993), "Exchange-Rate Based Stabilisation under Imperfect Credibility", *Open- economy Macroeconomics*, Londres, McMillan Press.

Cardoso, Eliana (2001), "A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível". *Revista de Economia Política*, 21, pp. 146-167.

Copeland, Laurence (2008), *Exchange Rates and International Finance*, Fifth Edition, Pearson Education.

Delfim Netto, A (1999), "Opções de Política Económica". *Economia Aplicada*, 3, pp 5-13.

Diário da República n.º85 (2009), *Decreto Presidencial n.º16/2009*, República Democrática de São Tomé e Príncipe, 24 de Novembro de 2009.

Diário da República Portuguesa n.º79 (2010), *Decreto n.º 7/2010*, República Portuguesa, 23 de Abril de 2010.

Dornbusch, Rudiger (1986), *Exchange Rate Economics*, NBER Working Paper n.º. w2071.

Feige, Edgar L. e James W. Dean (2002), "Dollarization and Euroization in Transition Countries: Currency Substitution, Asset Substitution, Network externalities and Irreversibility", presented at the Fordham University International Conference on Euro and dollarization: Forms of Monetary Union Integrating Regions, April 5-6, New York.

Franco, Gustavo H. B (1995), *O Plano Real e outros ensaios*, Rio de Janeiro, Francisco Alves.

FRANKEL, J (2003), *Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies*, NBER Working Paper.

Grauwe, Paul (2007), *The economics of Monetary Union*, Oxford University Press, 8th ed.

IMF (2013), Democratic Republic of São Tomé e Príncipe, Country Report nº. 13/208

IMF (2014), Democratic Republic of São Tomé e Príncipe, Country Report nº. 14/2

IMF (2015), Democratic Republic of São Tomé e Príncipe, Country Report nº. 15/196

Kenen, Peter B (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", *Monetary Problems of the International Economy*, Edited by Robert A. Mundell and Alexander K. Swoboda, The university of Chicago Press, Chicago and London.

Kaminsky, G. e Carmen M. Reinhart (1999), "The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems". *The American Economic Review*, 89, pp 473-500.

Lagoa, Sérgio (MEMF 2012/2013). *Apontamentos de Economia Monetária Internacional Avançada*.

Lagoa, Sérgio e Júlia A. Santos (2012), "Banking Efficiency in a Small Insular Economy: the impact of Banking Liberalization in Cape Verde". *Dinâmia'CET Working Paper*, n.º 2012/15.

Leão, E. Leão P. e Sérgio Lagoa (2009), *Política Monetária e Mercados Financeiros*, Edições Sílabo.

Mendonça, António, H. Faustino, M. Branco e João P. Filipe, *Economia Financeira Internacional*, 8:198- 223.

Mundell, Robert (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, 60 (4).

Ribeiro, Ana Paula , J. Loureiro e Manuel Martins (2008). *Avaliação do Acordo de Cooperação Cambial Cabo-Verde Portugal*, Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Ronald, I. McKinnon (1963), "Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, 53 (4).

Saramago, Luis (no prelo), "Acordo Cambial entre Portugal e Cabo Verde: enquadramento, Discussão e propostas- 1998".

Soares, Fernando António (2006), *A administração da taxa de câmbio no plano real e os Fundamentos Económicos Brasileiros*, Tese de Doutoramento em Economia, Brasília, Universidade de Brasília.

ANEXOS

Anexo A:

Tabela A.1 1 Histórico de Regimes Cambiais em STP

Ano	Regime cambial	Contextualização	Objetivo
1975	Câmbio Fixo -Escudo Português-	-Agência do BNU-STP	Transação de café
1977	Câmbio fixo- DES	Controlo de preços, de Câmbios. - Apreciação da TCR - Perda de reservas cambiais - Recurso ao financiamento bancário, OGE e BOP	Programa com o FMI
1991	CrawlingPeg	Início do processo de liberalização económica - Espiral inflacionista- antecipação de preços - Recurso ao financiamento bancário, OGE e BOP	Promoção das exportações Equilíbrio externo da economia
1994	Câmbio Flexível	Liberalização do mercado cambial-Leilão de divisas - Abertura económica / sistema financeiro incipiente - Impacto negativo da instabilidade cambial, inflação persistente - Transição para instrumentos monetários indiretos	Melhor afetação de recursos- oferta vs procura Melhor absorção de choques externos
2010	Câmbio Fixo-Euro	Total abertura da economia/Sistema financeiro em crescimento - Reforma fiscal/ rigor orçamental - Uso de instrumentos monetários indiretos /MMI -Crise financeira internacional	Estabilidade macroeconómica Fomento de fluxos comercia e de investimentos Proteção contra choques externos

Fonte: BCSTP, no site :www.bcstp.st

Tabela A.1 2 Vantagens vs Desvantagens da Âncora Cambial

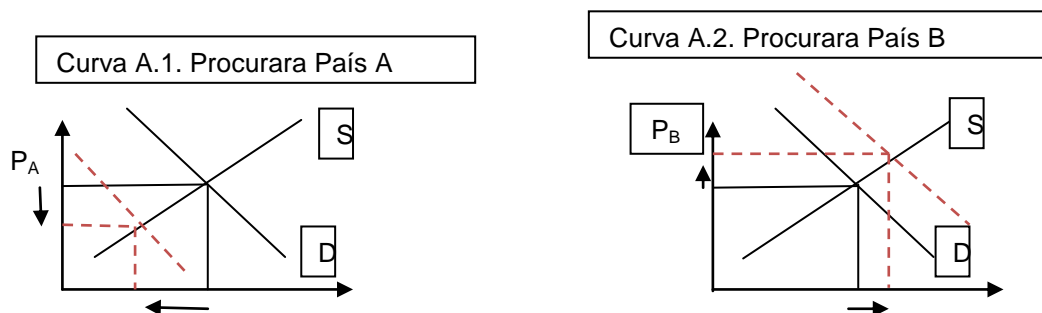
Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> - Redução do risco cambial como via para estabilização dos preços dos bens transacionáveis; - Estabilidade nominal, garantia da importação de baixos níveis de inflação e por essa via, de variações reduzidas no índice de preços no consumidor; - Disciplina fiscal e monetária (credibilidade). 	<ul style="list-style-type: none"> - Perda de instrumentos de gestão macroeconómica; - Riscos de ataques especulativos; - Possível perda de competitividade face aos países terceiros (caso de Argentina); - Riscos inerentes à redução das margens de lucro dos produtos transacionáveis; - Risco de endividamento e posterior arrefecimento da economia.

Anexo B:

B.1. ÁREA MONETÁRIA ÓTIMA- ANÁLISE TRADICIONAL (Mundell -1961)

Exemplos de determinação do regime cambial ótimo, via minimização de custos, na perspetiva de Mundell.

- A. Relativamente aos custos que resultam de choques assimétricos sobre a procura, demonstra-se, nos gráficos seguintes os efeitos da alteração das preferências consumidores dos produtos do país A para os produtos do país B:



Pode-se observar que o choque é assimétrico, a diminuição da procura em A vai conduzir a uma redução do produto e do emprego, a pressões deflacionistas, a problemas orçamentais (subsídio do emprego) e ao défice na balança corrente e de capital. Por outro lado, o aumento da procura em B provoca um aumento do rendimento, do emprego, pressões inflacionistas e um superávite na balança correntes e de capital.

Neste contexto, não sendo possível a utilização da taxa de câmbio a solução segundo Mundell, passará pela minimização dos custos através da flexibilidade salarial e mobilidade no mercado do fator trabalho.

Contudo estudos mais recentes em termos especialização e de comércio internacional, realçam o fato do custo de prescindir da taxa de câmbio não considerar que o processo de integração vem reforçar a especialização e o comércio intra- setorial reduzindo as assimetrias dos choques, pelo que, este custo estaria sobrevalorizado do ponto de vista da análise tradicional.

- B. Os custos que resultam do fato dos países terem diferentes preferências quanto ao dilema inflação – desemprego, podem ser descritos tomando como exemplo as preferências de um país inflacionista como a Itália e um país deflacionista como a Alemanha.

O Governo italiano dispõe-se a aceitar um significativo aumento da inflação para beneficiar de uma redução no desemprego, pois o seu principal objetivo é a taxa de desemprego, contrariamente, ao Governo alemão que privilegia o combate à inflação, sujeitando-se a assumir uma elevada taxa de desemprego para reduzir a inflação. Com a taxa de câmbio fixa, a existência de grandes diferenças nas taxas de inflação não é viável, pois significaria perdas de competitividade constantes para o país inflacionista, obrigando-o a adotar as preferências alemãs, nesse caso e nas suas relações bilaterais a inflação na Itália teria que reduzir para a inflação alemã, daí resulta um custo para Itália que seria obrigada a abandonar as suas políticas habituais de combate ao desemprego.

- C. Os custos que resultam das diferenças concernentes às instituições de mercado de trabalho, referem-se às organizações sindicais quanto ao nível da concertação entre as estruturas sindicais e patronais, estas diferenças das estruturas sindicais são importantes o caso de se verificarem choques sobre a oferta (aumentos inesperados de salários num dos países).

Pode-se constatar com efeito que, atendendo que: $\overline{P} = \overline{W} - \overline{Q}$ (a taxa de inflação tende a ser igual ao diferencial entre a taxa de crescimento do salário e a taxa de crescimento da produtividade), sendo P = Taxa de inflação, W = taxa de crescimento do salário e Q = taxa de crescimento da produtividade), com a taxa de câmbio fixa a taxa de inflação tende a ser igual nas economias participantes, logo um crescimento da taxa de salário única implica uma taxa de crescimento da produtividade única.

- D. Relativamente aos custos que resultam nas diferenças nas taxas de crescimento dos países e nos diferentes efeitos ao nível da balança corrente e de capital, num processo de integração espera-se que os países menos desenvolvidos tenham um crescimento económico mais rápido e por isso tenham que enfrentar crescimentos consideráveis nas suas importações e problemas na balança corrente.

Vejamos o seguinte exemplo:

$$\frac{dY_A}{Y_A} = 5\% \quad \text{e} \quad e_Y^M = \frac{\frac{dM}{M}}{\frac{dY}{Y}} = 1 \quad \text{Logo} \quad \left[\frac{dMA}{MA} \right] = 1x \frac{dY_A}{Y_A} = 1x 5\% = 5\%$$

País A

$$\frac{dYB}{YB} = 3\% \quad \text{e} \quad e_Y^M = \frac{\frac{dM}{M}}{\frac{dY}{Y}} = 1 \quad \text{Logo} \quad \left[\frac{dMB}{MB} \right] = 1 \times \frac{dYB}{YB} = 1 \times 3\% = 3\%$$

País B

Com: $e_Y^M = \text{elasticidade - rendimento das importações}$;

$\frac{dYA}{YA} = \text{taxa de crescimento do produto no país A}$;

$\frac{dYB}{YB} = \text{taxa de crescimento do produto no país B}$.

Países A e B com comércio mútuo e exclusivo

Assim, a elasticidade-rendimento das importações será igual nos dois países pelo que o país A terá um crescimento das importações por ano maior que o B , implicando que a balança comercial de A se deteriore, obrigando a um aumento das exportações, via desvalorização da sua moeda, sendo a taxa de câmbio fixa, o recurso para a desvalorização gera uma situação impraticável, logo, para o país menos desenvolvido o custo da integração seria acrescido.

Importa realçar contudo, que segundo os argumentos da análise moderna, este raciocínio apresenta limitações, uma vez que, analisa o crescimento económico de forma estática ignorando a elasticidade rendimento das exportações, não prevendo que o crescimento do país menos desenvolvido seja acompanhado por um crescimento da produção e da exportação de bens de qualidade evitando o recurso à utilização da taxa de Câmbio. Na realidade nestes países tem-se que a elaticidade rendimento das exportações é maior que a das importações ($e_Y^X > e_Y^M$), reduzindo os défices nas suas balanças comerciais

- E. Finalmente a existência de diferentes sistemas fiscais e de formas de financiar o défice orçamental pode revelar, igualmente, um custo associado à integração, traduzido pela verificação nos países mais desenvolvidos da tendência para a redução do défice primário alterando a estrutura dos impostos, ao passo que, contrariamente nos países menos desenvolvidos o financiamento do défice processa-se através da emissão da moeda, levando a uma subida do rendimento nominal e a receita dos impostos diretos (imposto inflacionista). Considerando que a integração limita fortemente o recurso a emissão da moeda é expetável que estes países tenham custos mais elevados.

Anexo C:

C.1 Desenvolvimento Económico e Perspetivas²⁵

São Tomé e Príncipe obteve a sua independência em 12 de Julho de 1975, tendo contudo preservado a estrutura económica baseada na monocultura do cacau. Dos finais dos anos 70 até finais dos anos 80 o país foi regido por um sistema centralizado de economia planificada que, ao longo do tempo, provocou uma deterioração gradual dos indicadores económicos.

As dificuldades internas agravadas pela crise económica mundial tiveram como consequência a dificuldade de mobilização de recursos externos para a realização de investimentos públicos, as autoridades de STP iniciam, a partir de 1985, um processo gradual de liberalização da economia, incentivadas pelas instituições de Bretton Woods e a cimeira de la Baule. As reformas implementadas, no entanto não produziram o efeito desejado, a produção nacional e o nível das exportações não foram suficientes para manter a economia pelo que, esta estratégia revelou-se inadequada para resolver os problemas internos, tendo contribuído para acelerar o processo de degradação económica. A esta situação adiciona-se a entrada do país numa espiral de endividamento, resultante da diminuição do preço mundial do cacau e do aumento do preço internacional do petróleo, tendo forçado o Governo a procurar fontes externas de financiamento

Em 1987 foi elaborado um primeiro Programa de ajustamento estrutural (PAE) financiado pelo Banco Mundial, num montante de 17 milhões de dólares e, na mesma sequência o Governo assinou em Junho de 1989 um acordo com o (FMI) para a concessão de um crédito de um valor de 2,8 milhões de Dólares.

No entanto, os anos 90 foram marcados por acentuados desequilíbrios macroeconómicos e de forte intervenção do Estado na economia. No fim dos anos 90, o défice das finanças públicas atingiu proporções preocupantes e o país acumulava uma dívida externa de 294 milhões de dólares obrigando o Banco Central de STP a manter grandes montantes de reservas em moeda estrangeira (aproximadamente 60%), destinados ao pagamento dos juros da dívida e para compra de combustível. A partir deste período o governo iniciou um vasto programa de reformas económicas com vista a conter a forte pressão inflacionista e promover o crescimento real da economia e, foi desencadeando um processo de reformas estruturais com o apoio de doadores internacionais.

Em dezembro de 2000, STP é convidado a juntar-se ao grupo de países que tinham acesso à iniciativa destinada a ajudar os países pobres altamente endividados (HIPC), após STP ter definido com sucesso uma estratégia para redução da pobreza e ter assumido o compromisso de conseguir atingir a estabilidade macroeconómica. Como resultado foi criado um programa de desenvolvimento para STP com o apoio do FMI e do Banco Mundial, tendo permitido ao país ter acesso aos recursos da iniciativa HIPC e obter o perdão de cerca de 80% do volume total da dívida externa de STP (em 2007).

²⁵Relatório do FMI n.º 14/2 de Janeiro de 2014

Na sequência deste processo, o FMI aprovou um programa trienal para STP num valor de 9 milhões de dólares.

No entanto, em 2004 a dívida externa de STP ascendia a um montante de aproximadamente 500 milhões de dólares, obrigando o BCSTP a manter novamente grandes montantes de reservas em moeda estrangeira

Em 2005 estudos sísmicos revelaram grandes reservas de petróleo em águas territoriais santomenses, e em Julho deste mesmo ano o Governo recebeu o primeiro bônus de assinatura para exploração de petróleo.

A possibilidade de exploração petrolífera incitou o Governo a aprovar leis e regulamentos para assegurar a transparência na gestão dos recursos petrolíferos. Este pacote legislativo compreende um quadro de gestão das receitas dos rendimentos petrolíferos centralizado numa conta na Reserva federal dos Estados Unidos (adotado em Agosto de 2000), e a criação de uma Agência Nacional de Petróleo e de um Conselho Nacional do Petróleo (Decreto nº 3/2004).

As incertezas permanecem, contudo, face a produção do petróleo no curto prazo, uma vez que, os desenvolvimentos recentes indicam que a produção não começará em 2015 conforme esperado no cenário base petrolífero²⁶.

Fontes do Banco Mundial relataram um expressivo crescimento real da economia em 2005 (Taxa de crescimento do PIB de 6%) acompanhado de um aumento da inflação em torno dos 17%, inseridos num contexto de rápida aceleração do preço internacional do petróleo.

Em 2006 o crescimento nominal atingiu aproximadamente os 7%, tendo a inflação observado uma taxa de crescimento de 24,6%, justificada essencialmente pelo aumento da circulação monetária decorrentes da realização das eleições legislativas.

Historicamente as finanças públicas têm sido caracterizadas por um desempenho orçamental extremamente desfavorável (dependentes dos empréstimos externos e do Banco Central) e, com grande acumulação de pagamentos em atraso. Paralelamente, a expansão de liquidez tem ganhas grandes proporções explicada por rápido crescimento das reservas internacionais, decorrentes do bônus de assinatura do petróleo, com impactos negativos sobre a inflação.

Em 2008 foi notória a contribuição positiva da disponibilização dos fluxos financeiros que até 2007 visavam o pagamento da dívida externa, foram enfim canalizados para financiar os investimentos públicos, o crescimento nominal atingiu 9%.

Contudo, a inflação embora com tendência para a desaceleração mantinha-se elevada, causa da vulnerabilidade do país aos choques do lado da oferta e os aumentos de fluxos de capitais causados pelo elevado grau de abertura da economia nacional. É desta forma que, num regime de livre flutuação de câmbio, a política macroeconómica levada a cabo revelou-se ineficaz para absorver toda a liquidez excedentária na economia.

²⁶Relatório FMI n.º 14/2 Janeiro 2014

Em 2010, para atingir a estabilidade macroeconómica e o reforço da relação comercial com o principal parceiro comercial, São Tomé e Príncipe optou por um regime de taxas de câmbio fixa com a Dobra indexada ao Euro, tendo celebrado um Acordo de Cooperação Económica com Portugal em Janeiro de 2010.

A adoção de uma taxa de câmbio fixa teve êxito e ajudou a reduzir a inflação de 16% em 2009 para 12,9% em 2010 e em 11,9% para 10,4% em 2011 e 2012 respetivamente.

A desaceleração da economia mundial condicionou fortemente o financiamento de projetos e a realização do investimento direto estrangeiro, com fortes reflexos no crescimento real que reduziu para 4% em 2012 e permaneceu em 4% em 2013, dadas as incertezas resultantes da conjuntura externa e das fracas perspetivas de financiamento externo. Embora o país permaneça vulnerável a choques do lado da oferta, após a adoção da paridade fixa com o euro em 2010 e a manutenção da disciplina orçamental, o ritmo inflacionário tem sido descendente, em meados de Agosto de 2013 a inflação anual caiu para 6,5%, nível mais baixo em duas décadas.

O panorama para 2014 continua a ser afetado pela difícil conjuntura mundial, pelo que, o crescimento real do PIB foi corrigido em baixa de 5,5% para 5%, refletindo as incertezas à volta da economia mundial, as fracas perspetivas de financiamento externo para projetos de investimento e a mudança das expectativas para a produção do petróleo. As projeções indicam que a inflação deve atingir os 6%, o défice da conta corrente será mais reduzido, enquanto as reservas internacionais do Banco Central deverão permanecer confortavelmente acima dos 3,5 meses de importação.

C.2 Sistema Financeiro Nacional

O processo de liberalização da economia iniciado em 1985 implicava não só a reestruturação da economia nacional como, impunha a necessidade de reformar totalmente o sistema financeiro.

Como resultado deste processo de reforma, a partir de 1992, um conjunto de normas jurídicas foi implementado, tendo como objetivo o de regular os sectores monetário e de câmbios, assim como, a reorganização do sistema financeiro. Com efeito, para o Banco Nacional de STP é substituída a designação para Banco Central com uma estrutura operacional e com funções totalmente novas, ficando a nova instituição com o encargo: formular e de executar políticas monetárias, administrar a política de câmbios para assegurar a estabilidade interna e externa da moeda e fiscalizar e controlar as atividades do sistema financeiro nacional (Lei n. 8/92 – Lei Orgânica do BCSTP).

A par destas reformas assistiu-se a partir de 1993 a um forte desenvolvimento do sistema financeiro nacional, em meados do ano o BCSTP autoriza o funcionamento do primeiro banco comercial para operar no mercado, o Banco Internacional de STP (BISTP), que permanece até então como o líder da banca comercial, com uma estrutura acionista composta pelo Estado (48%), a Caixa Geral de Depósitos (CGD) (27%) e o Banco Angolano de Investimento (BAI) (25%).

A partir de 2003 a procura pela entrada de sucursais de Bancos ao nível regional foi crescente, tendo sido autorizado a operar no mercado São Tomé num espaço de uma década oito Bancos para o exercício da atividade vocacionada para banca comercial.

Tal diversidade de instituições bancárias numa pequena economia é justificada pela antecipação dos investimentos resultantes da exploração petrolífera, contudo constata-se que a demora na concretização das expectativas criadas tem conduzido à degradação da rentabilidade da maioria dos Bancos, tendo culminado nalguns casos, nas intervenções por parte do Banco Central.

De realçar que a atividade seguradora continua bastante incipiente dado o reduzido rendimento das famílias, pelo que o sistema financeiro nacional é composto apenas por duas seguradoras.

Tabela A.1 3 Principais Indicadores Económicos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real (t.v. anual)	3,3	8,2	4,0	4,5	4,8	4,6	4,2
Inflação (t.v.a. homóloga)	27,6	24,8	16,1	12,9	11,9	10,4	7,1
Massa monetária (t.v. anual)	34,3	36,9	8,2	25,1	10,5	20,3	14,0
Bal. corrente e de capital (% PIB)	111,4	-20,6	-19,8	-22,5	-23,6	-22,8	-16,8
Saldo orçamental (% PIB)	122,2	14,7	-18,0	-10,5	-12,6	-10,8	-1,5
Saldo orç. primário interno (% PIB)	-7,8	-6,0	-8,1	-4,1	-3,0	-3,3	-3,1
Dívida externa (% PIB)	104,0	59,6	69,2	78,6	73,8	77,4	72,5

Fontes: BCSTP, MPF, FMI e cálculos do Autor.

Tabela A.1 4- Critérios de desempenho ao abrigo do Programa do FMI para 2013

	Dezembro 2013 (C. desempenho)	Dezembro 2013 Estimado
Mil milhões de STD ou Milhões de USD		
Saldo primário interno (definido no MTE ²⁷)	-178	-153
Crédito bancário ao Governo (líq.)	0	-127
Reservas Int. Líq. do BCSTP (milhões USD)	22,0	50,0
Atrasados externos do Gov. Central	0,0	0,0
Dívida externa de curto prazo	0,0	0,0
Nova dívida ext. não-concessional mlp	0,0	0,0

Fontes: BCSTP, MPF, FMI, cálculos da Autora.

²⁷ Memorando Técnico de entendimento acordado entre STP e o FMI- definições e ajustamentos para avaliar os critérios e as metas indicativas, estes são examinados pelo corpo técnico do FMI nas avaliações ao abrigo do artigo IV.

Anexo D:

Variáveis de análise:

- (i) Variáveis do setor real: a inflação, medida pelo índice de preços ao consumidor (IPC) e o PIB.
- (ii) Variáveis do setor externo: reservas cambiais, exportação, importação e saldo da balança comercial, Balança corrente em % PIB, saldo da balança comercial (BC), balança corrente e de capital em % PIB, dívida externa em % PIB.
- (iii) Variáveis fiscais: necessidade de financiamento % PIB e saldos orçamentais em % PIB (saldo primário interno, saldo corrente primário e saldo global).
- (iv) Variáveis monetárias e financeiras: massa monetária (M3), crédito à economia, crédito líquido ao Governo, taxas de juro de curto prazo, ativos e passivos bancários.

Anexo E:

E.1 Os Objectivos do Acordo de Cooperação Económica (ACE)

Em Julho de 2009 e em obediência à Recomendação da Comissão 2009/918/CE, foi assinado o ACE entre a República Portuguesa e a República Democrática de STP e em Janeiro de 2010 o mesmo entrou em vigor. O acordo consagrou o objetivo de aprofundamento das relações económicas bilaterais, particularmente através da criação de condições para o fomento das transacções comerciais e do investimento e a garantia da prossecução das reformas económicas, tendentes ao ajustamento, à abertura e à expansão sustentada da sua economia.

Em termos estratégicos para São Tomé e Príncipe, o ACE vem garantir, a adoção de um modelo económico assente na estabilidade nominal, assegurada pela credibilidade governamental (moderação monetária e rigor nas finanças públicas). Por outro lado, a adoção duma âncora cambial sólida previne os ciclos viciosos de inflação/desvalorização, reduzindo a incerteza cambial, fator potenciador das relações económicas estáveis entre as regiões e, elemento propiciador dum crescimento sustentado na competitividade externa.

No cômputo geral o ACE, consagrou os elementos centrais da estratégia económica e financeira nacional: obtenção da estabilidade macroeconómica, crescimento e desenvolvimento económico.

E.2 Os Instrumentos do ACE²⁸

Com o objetivo de apoiar a estabilidade macroeconómica e financeira da economia de STP, o ACE estabelece um enquadramento operacional consituído pelos seguintes instrumentos: (a) a paridade foi fixada em 24.500 STD/EURO; (b) uma facilidade de crédito, um limite máximo de 25 milhões de euros, para apoiar a sua Balança de Pagamentos, podendo ser utilizada para o financiamento de importações de bens e serviços, bem como para a liquidação do serviço da dívida externa da Parte santomense;

²⁸ Decreto n.º 7/2010- diário da República Portuguesa n.º 79-23 de Abril 2010 e Normativos do BCSTP

(c) adoção de critérios macroeconómicos compatíveis com a preservação da estabilidade macroeconómica e financeira (guiados no âmbito do programa Extended Credit Facility – ECF- estabelecido com o FMI).

Relativamente à garantia do cumprimento e acompanhamento da aplicação do ACE, foram criadas as seguintes instituições:

- a) Comissão do Acordo de Cooperação Económica (COMACE);
- b) No âmbito da COMACE, foi criada uma Unidade de Acompanhamento Macroeconómico (UAM), incumbida de prestar-lhe toda a colaboração tida por necessária.

E.3 Funcionamento da âncora câmbial em STP

A análise teórica indica que, a construção e o funcionamento da uma âncora cambial implicam a observância de um conjunto de fatores tais como, a reabertura do mercado financeiro aos capitais estrangeiros, o diferencial entre as taxas de juro e o nível compatível das reservas cambiais. Adiciona-se a estes fatores o grau de abertura da economia ao exterior. Nesta perspetiva é importante descrever a evolução deste fatores assim como as várias reformas que foram realizadas em STP.

Relativamente à mobilidade do capital estrangeiro, é importante destacar que, dada a incipiente estrutura do mercado financeiro não existe um mercado de capitais em STP. Igualmente, não existe um mercado cambial interbancário (MCI), as coberturas cambiais e as conversões de divisas são integralmente realizadas entre os Bancos e o BCSTP. O BCSTP autoriza abertura de uma conta especial em moeda estrangeira apenas para o cumprimento das Reservas Mínimas de Caixa (RMC). Contudo foram alcançados alguns progressos no tocante ao conjunto de legislações, foi aprovado em 2014, o Decreto –Lei n.º2/2014 sobre o Regime Jurídico dos Bilhetes de Tesouro e está em curso a aprovação das Normas sobre o funcionamento do mercado monetário interbancário (MMI) e do mercado cambial interbancário (MCI), assim como a operacionalização das operações de Mercado Aberto (OMA) pelo BCSTP.

- Disposições relativas às transações de capital

Não existem limitações a circulação de capitais, no entanto, cabe ao BCSTP, a superintendência dos procedimentos em vigor. A Lei sobre as instituições financeiras estabelece que a autorização de funcionamento em São Tomé e Príncipe das instituições financeiras de capital estrangeiro, as sucursais de bancos estrangeiras ou os escritórios de representações das instituições financeiras estabelecidas no estrangeiro, será emitida sob condição da aprovação do Banco Central.

Com o ACE, o BCSTP aprovou a Norma²⁹ sobre o Acesso ao Mercado Cambial, Cobertura, Taxas e Comissões a cobrar e a Norma³⁰ sobre a Abertura e Movimentação de Contas em Moedas Estrangeiras.

²⁹ Norma de Aplicação Permanente do BCSTP - NAP n.º 10/2012-Regulamento sobre o acesso ao Mercado Cambial

³⁰ NAP n.º 10/11- Regulamento sobre a Abertura e Movimentação de Contas em Moedas Estrangeiras

Estas Normas visam assegurar a melhor gestão das disponibilidades externas do país no contexto de regime de câmbio fixo e, reforçar o papel da moeda nacional, regulamentando a abertura e movimentação de contas em moedas estrangeiras, respetivamente.

- Acesso ao mercado nacional e participação de capital estrangeiro

Em STP não existem limitações relativas ao acesso ao mercado nacional nem restrições quanto a participação de capital estrangeiro. Assim como, não existem restrições específicas relativas às instituições financeiras ou aos indivíduos que desejariam exercer serviços financeiros em São Tomé e Príncipe, tanto quanto conformam-se a todas às exigências estabelecidas pela legislação em vigor.

- Comércio externo

O programa de liberalização e da reforma económica do Governo santomense e o processo de acesso à OMC tornaram necessária a elaboração de leis e de regulamentos e/ou modificação das leis e regulamentos existentes.

O regulamento geral sobre a importação em São Tomé e Príncipe está a ser adaptado às novas necessidades do comércio atual, em cumprimento das exigências definidas pela OMC e seus Acordos. No período recente, o regime das importações sofreu modificações importantes. O Governo adotou recentemente uma nova legislação destinada a simplificar o processo de licenças de importação e de exportação. O Decreto-Lei número 11/2011, adotado para melhorar o clima de negócios, clarifica, simplifica e suprime parcialmente as exigências de licença para as empresas públicas e privadas que operam na importação ou exportação. A legislação estabelece a lista das atividades comerciais que doravante são isentas de exigências de concessão de licenças precedentes e dispõe que o Governo comprometeu-se na melhoria do ambiente dos negócios e a internacionalização da economia de São Tomé e Príncipe.

A importação das mercadorias é livre, mas a entrada das mercadorias nos portos e aeroportos de São Tomé e Príncipe é submetida a procedimentos aduaneiros previstos na legislação em vigor e as operações comerciais que são realizadas devem respeitar as restrições que, para alguns casos, fixa o Governo.

E.3.1 Instrumentos de política monetária

Para garantir a gestão da estabilidade cambial o BCSTP definiu os seguintes instrumentos: (a) manipulação das taxas diretoras no sentido de garantir que o nível das reservas externas seja compatível com a defesa de paridade e a manutenção de estabilidade de preços; (b) as reservas mínimas de caixa (RMC) usada com o duplo objetivo (prudencial e como regulador de liquidez na economia).

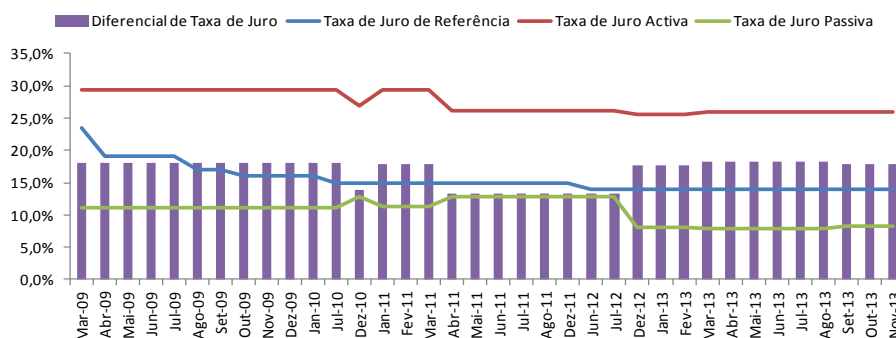
E.3.1.1 Taxas diretoras³¹

³¹ Vide em anexo a evolução das taxas de juro (Cf. gráfico 2)

a) Taxa de referência do BCST

A não existência de um mercado monetário interbancário tem limitado a transmissão das medidas de política monetária à economia, assim a gestão de taxa de juro de referência tem pouca importância enquanto instrumento de suporte da paridade fixa da dobra ao euro (cf. Gráfico 2.). Contudo, a operacionalização das OMA está programada para o 1º trimestre de 2015, para o efeito, toda a regulamentação já foi aprovada pelo BCSTP.

Gráfico A.1 1- Evolução das Taxas de Juro



Fonte: BCSTP

b) Facilidade permanente de cedência de liquidez

Criada em 2013 com o objetivo de suprir as dificuldades temporárias de liquidez, a facilidade de cedência de liquidez é pouco usada pelos bancos, uma vez que, o sistema é excedentário.

E.3.1.2 Reservas mínimas de caixa- RMC

As reservas mínimas de caixa têm representado até à presente análise o instrumento de política monetária mais eficaz. Neste contexto, a Norma³² obriga os bancos comerciais a terem reservas principalmente em Dobras. Em 2011, num esforço destinado a aumentar o acesso ao crédito, o BCSTP reduz as reservas obrigatórias em Dobras (que representam 90% do total das reservas obrigatórias) a 21% dos depósitos e seguidamente, a 18% dos depósitos. A exigência de reserva para os depósitos em divisas estrangeiras foi mantida à 21%.

Adiciona-se a estes instrumentos a Facilidade de crédito do ACE, disponibilizada pela Parte portuguesa como objectivo apoiar a Balança de Pagamentos da parte santomense, a título de mobilização antecipada de receitas cambiais próprias com entrada prevista no respectivo exercício

³²Norma de Aplicação Permanente do BCSTP (NAP n.º 18/2011)

económico. Esta facilidade de Crédito pode ser utilizada para o financiamento de importações de bens e serviços, bem como para a liquidação do serviço da dívida externa da Parte santomense.

O montante da Facilidade de Crédito deve ser disponibilizado em desembolsos até 2 milhões de euros com um limite máximo de 25 milhões de euros, e será sujeito a condicionalismos. Desde a sua criação, nunca foi accionada pelo BCSTP.

Anexo F

F.1. O Funcionamento da Âncora Cambial em Cabo-verde³³

No caso do BCV a gestão da estabilidade cambial é garantida por três instrumentos: (i) a intervenção cambial através da compra e venda de activos de reserva contra moeda nacional; (ii) a manipulação das taxas de juro domésticas de curto prazo no sentido de influenciar os movimentos espontâneos de divisas; e (iii) a gestão de restrições aos movimentos internacionais de capitais, especialmente de curto prazo e de natureza financeira. A estes três instrumentos junta-se a facilidade de crédito prevista no ACC, cujo objectivo é ajudar o BCV a ultrapassar no imediato eventuais dificuldades transitórias de utilização de reservas cambiais.

Uma breve resenha aos benefícios e aos custos do regime de câmbios fixos como o que foi adotado por CV, foram identificados os seguintes:

- Eliminação da incerteza acerca do valor futuro da taxa de câmbio, por parte das empresas que dependem dos inputs provenientes da Europa, assim como, por parte dos investidores estrangeiros relativamente a futuros repatriamentos de lucros,

- As importações são oriundas maioritariamente da ZE, onde a inflação é baixa, pelo que, ao garantirem a paridade do CVE contra o Euro, as autoridades garantem a importação de baixos níveis de inflação;

- O custo inerente à perda de autonomia na condução da política monetária, relativamente minimizado, na medida em que as autoridades podem manter algumas restrições à livre mobilidade de capitais, permitindo a curto prazo alguns desvios entre a política monetária de CV e do BCE. Outrossim, a política monetária do BCE vai de encontro às necessidades da economia caboverdiana. Na mesma sequência, o custo de perda do instrumento cambial é minimizado, por um lado, pela adequada e criteriosa gestão orçamental, e por outro lado, a elevada mobilidade da população- refletida nos fluxos emigratórios- constitui um mecanismo de ajustamento face a choque externo, relativizando a importância atribuída às políticas macroeconómicas;

- Os riscos derivados de ataques especulativos não são materializáveis, porque o regime de câmbios fixos foi adotado num quadro de restrições aos movimentos de capitais;

- A perda de competitividade resultante da ancoragem ao euro é pouco significativa, na medida em que, o turismo é a base da exportação de CV e a sua procura é determinada por factores internos e

³³Este ponto é baseado no documento “Avaliação do Acordo de Cooperação Cambial Cabo-Verde Portugal”, por BCV e GPEARI- Edição COMACC Outubro de 2008, publicado pelo Centro de estudos Macroeconómicos e Previsão da Universidade do Porto.

específicos (localização, clima, língua, exotismo das ilhas...), e não concorre com a procura dos outros países fora da ZE, sendo que, o maior peso da procura turística é proveniente da ZE, o que confere estabilidade à procura.

De destacar que em Cabo- Verde, tal como STP, não existe um mercado cambial interbancário, as conversões de divisas são asseguradas pelo BCV. O mesmo se verifica em relação ao mercado monetário interbancário, o que dificulta o mecanismo de transmissão da política monetária.

Tabela A.1 5 Taxa de crescimento do PIB nos PEI 1993-1998 (em %)

Country	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Jamaica	2,211	1,875	2,521	-0,243	-1,641	-1,21
Fiji	2,605	5,089	4,915	4,741	-2,261	1,227
São Tomé and Príncipe	1,1	2,2	2	1,5	0,996	2,5
Barbados	0,8	2	2,023	3,966	4,74	3,74
St. Lucia	2,623	1,655	2,247	1,834	0,324	4,191
Bahrain	7,604	3,212	1,923	3,25	2,348	4,849
Trinidad and Tobago	-1,454	3,567	3,955	7,042	7,688	8,116
Cabo Verde	7,31	6,93	7,492	6,694	7,639	8,413
Média dos países	2,2	2,8	2,8	3,2	1,7	3,3

Fonte:FMI, WEO, elaborado pela autora.

Tabela A.1 6 PIB nos PEI 1999-2005 (em %)

Country	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Jamaica	0,981	0,776	1,281	0,675	3,666	1,324	0,894
Fiji	9,211	-1,78	1,97	3,154	0,996	5,456	2,5
São Tomé and Príncipe	2,5	0,448	3,064	2,323	6,599	3,824	7,096
Barbados	0,326	2,305	-2,55	0,673	1,973	1,433	3,997
St. Lucia	3,799	0,251	-2,915	-1,406	4,391	7,586	-2,489
Bahrain	5,972	7,018	2,491	3,349	6,296	6,981	6,769
Trinidad and Tobago	8,025	7,56	4,169	7,937	14,441	7,95	6,209
Cabo Verde	11,86	7,267	6,138	5,283	7,502	4,927	5,81
Média dos países	4,4	2,4	1,07	2,4	5,5	4,9	3,6

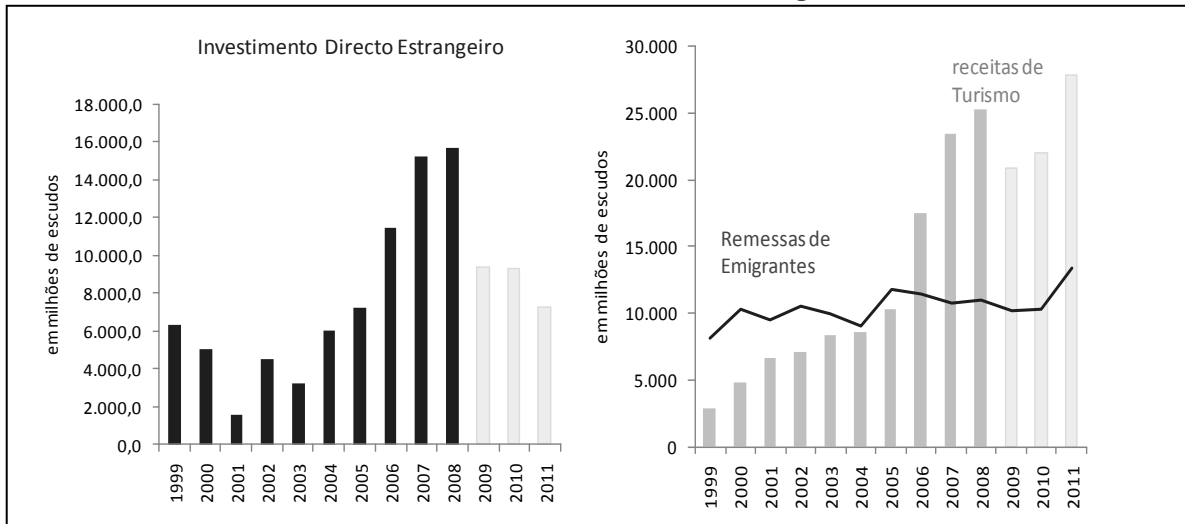
Fonte:FMI, WEO, elaborado pela autora.

Tabela A.1 7 PIB nos PEI 2006-2012 (em %)

Country	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Jamaica	2,873	1,434	-0,808	-3,419	-1,451	1,399	-0,467
Fiji	1,856	-0,86	1,032	-1,386	2,955	2,705	1,83
São Tomé and Príncipe	9,109	3,3	8,059	4,012	4,467	4,764	4,496
Barbados	5,707	1,671	0,343	-4,149	0,255	0,763	0
St. Lucia	8,629	-0,456	3,401	0,642	-0,174	1,255	0,61
Bahrain	6,469	8,292	6,237	2,545	4,337	2,1	3,363
Trinidad and Tobago	13,208	4,754	3,39	-4,391	-0,093	0,007	1,366
Cabo Verde	9,118	9,218	6,651	-1,27	1,467	3,969	1,197
Média dos países	6,8	2,2	3,1	-0,9	1,147	1,85	1,6

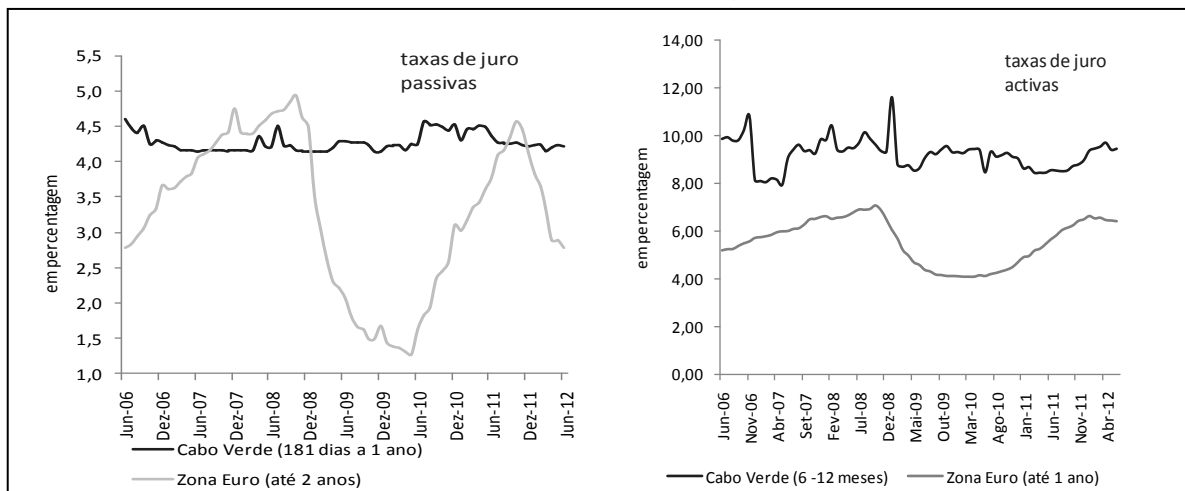
Fonte:FMI, WEO, elaborado pela autora.

Gráfico A.1 2 IDE/ Receitas de Turismo/ Remessas de Emigrantes-CV



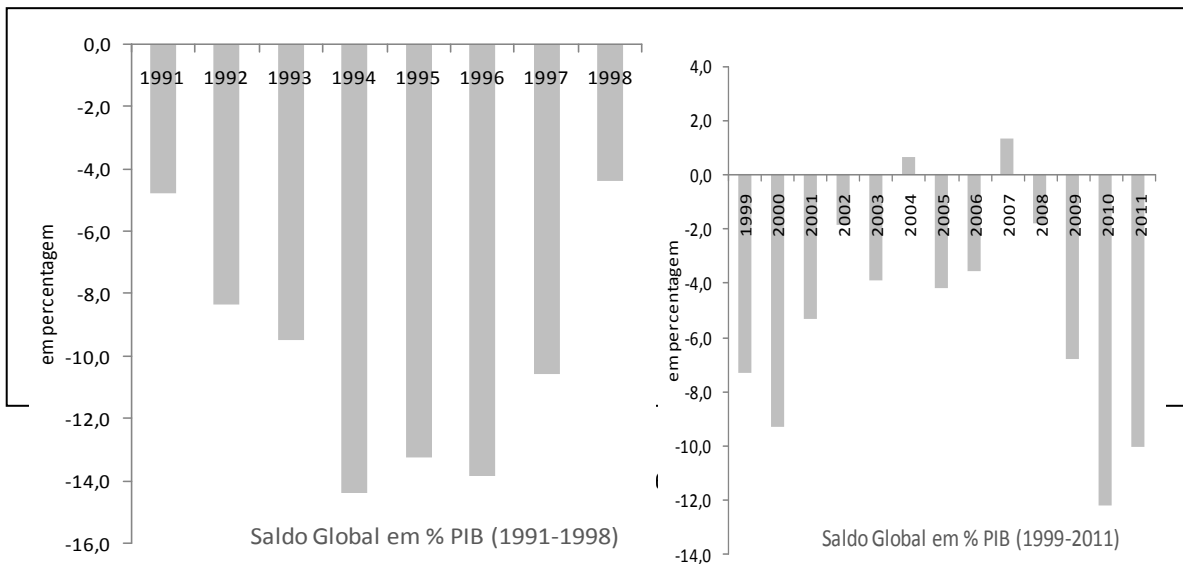
Fonte: BCV

Gráfico A.1 3 Taxas de Juro Ativas e Passivas das Operações Bancárias - CV



Fonte: BCV

Gráfico A.1 4 Saldos Orçamentais em % PIB- CV



Fonte: BCV

Tabela A.1 8 Análise SHIFT-SHARE do crescimento setorial de STP (em percentagem)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Taxa de crescimento do VAB (%)	4,9	3,0	6,1	6,0	1,4	5,2	-0,2	2,6	2,7	1,6	1,5
Diferencia de crescimento por setor (p.p)											
Sector primário	2,5	1,3	-2,2	4,3	-3,2	5,9	-4,7	2,6	-0,2	-1,1	1,0
Agricultura	-0,1	2,6	-2,2	5,6	-4,7	8,6	-6,8	1,4	-2,6	-0,8	-0,9
Pescas	1,4	-1,5	-2,0	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Sector secundário	-2,1	-1,1	-2,0	2,6	-3,6	3,0	-5,1	1,6	3,0	2,6	-4,0
Indústrias Extractivas	-8,6	-1,7	-6,2	4,1	-5,9	3,1	0,7	0,3	3,3	1,2	8,9
Indústrias Transformadoras	-1,1	-0,7	0,8	1,4	-1,7	4,4	-5,0	-2,1	3,3	4,9	-3,4
Electricidade, Gas e Água	-7,0	-3,9	4,3	-0,9	-5,8	2,2	2,1	1,6	3,1	2,2	-6,5
Construção	-13,2	-1,0	-6,2	4,4	-4,7	1,9	0,9	5,3	2,6	0,2	-3,7
Sector terciário	-2,3	-3,2	6,6	-2,6	-5,3	3,4	2,1	2,3	-1,6	-2,4	0,7
Comércio	2,3	0,1	-1,1	3,0	-7,0	7,3	-8,9	5,3	0,7	-1,4	-1,8
Hotéis e Restauração	-13,2	-0,7	-3,4	7,7	-8,5	1,2	-0,7	-0,5	2,0	0,2	0,2
Transportes e Comunicação	-6,3	-4,9	26,1	-29,6	2,1	-3,7	6,9	-3,9	-1,1	1,7	0,7
Actividades Financeiras	2,5	-1,9	3,2	8,8	-12,4	-2,2	3,0	4,3	0,1	-1,1	-0,1
Actividades Imobiliárias	2,5	-1,9	3,2	8,8	-12,4	-2,2	3,1	0,9	0,1	-1,1	-0,1
Administração Pública	11,6	7,0	2,3	-1,2	-0,5	-0,6	0,1	0,0	0,9	0,0	0,0
Educação	9,1	-3,9	-0,3	-1,1	-3,8	4,9	-2,6	4,3	-4,6	2,0	0,5
Saúde e Acção Social	1,2	-5,4	-6,9	-0,2	3,6	-4,1	0,8	-4,0	6,6	0,0	0,0
Outras Actividades	1,3	0,0	6,4	-4,9	2,5	3,9	-4,5	-0,3	0,2	0,0	0,0

Fonte: INE, Cálculos da autora

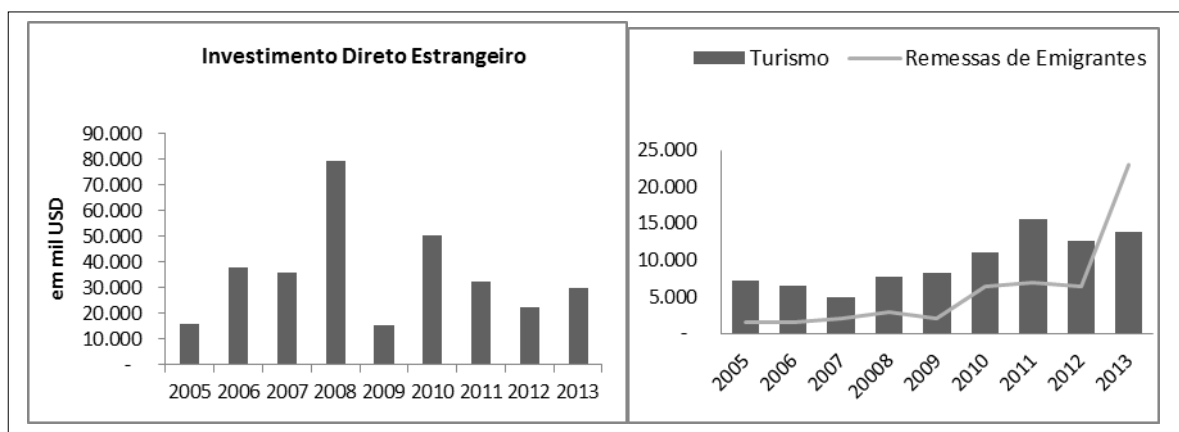
Tabela A.1 9 Taxas de câmbio médias anuais

	STD/EUR	STD/USD	ITCEN ¹	ITCER ¹	Variação, em %			
					STD/EUR	STD/USD	ITCEN ²	ITCER ²
1999	7650	7125	145,66	129,02	---	---	---	---
2000	7367	7978	197,76	139,96	-3,70	11,97	35,77	8,48
2001	7901	8842	218,63	133,43	7,24	10,83	10,55	-4,66
2002	8586	9088	236,91	131,84	8,67	2,78	8,36	-1,19
2003	10568	9362	225,07	115,54	23,08	3,01	-5,00	-12,37
2004	12306	9902	202,38	106,79	16,45	5,77	-10,08	-7,57
2005	13123	10519	191,88	111,39	6,64	6,23	-5,19	4,30
2006	15630	12445	158,39	107,58	19,10	18,31	-17,45	-3,42
2007	18558	13537	134,64	103,75	18,74	8,77	-15,00	-3,55
2008	21602	14685	116,90	113,51	16,40	8,48	-13,17	9,41
2009	22510	16208	112,19	124,57	4,20	10,37	-4,03	9,74
2010	24500	18574	105,39	127,33	8,84	14,60	-6,06	2,21
2011	24500	17754	106,95	139,76	0,00	-4,41	1,49	9,76
2012	24500	19211	105,50	146,14	0,00	8,21	-1,36	4,57
2013	24500	18618	106,54	156,32	0,00	-3,09	0,99	6,97

Fontes: BCSTP e cálculos da UAM.

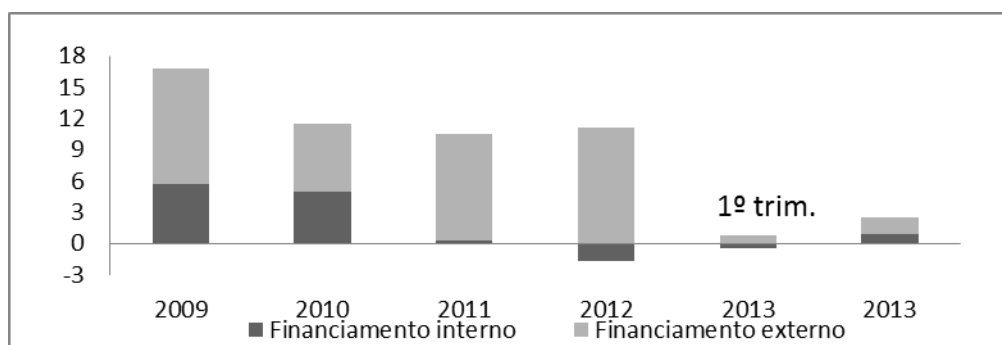
- Notas: (1) Índice da taxa de câmbio efetiva (ITCE, nominal e real; base 100: Janeiro de 1999),
 (2) Um aumento/diminuição do ITCE (nominal ou real) corresponde a uma apreciação/depreciação da Dobra.

Gráfico A.1 5 Entrada de IDE/ Receitas do Turismo/ Remessas de Emigrantes - STP



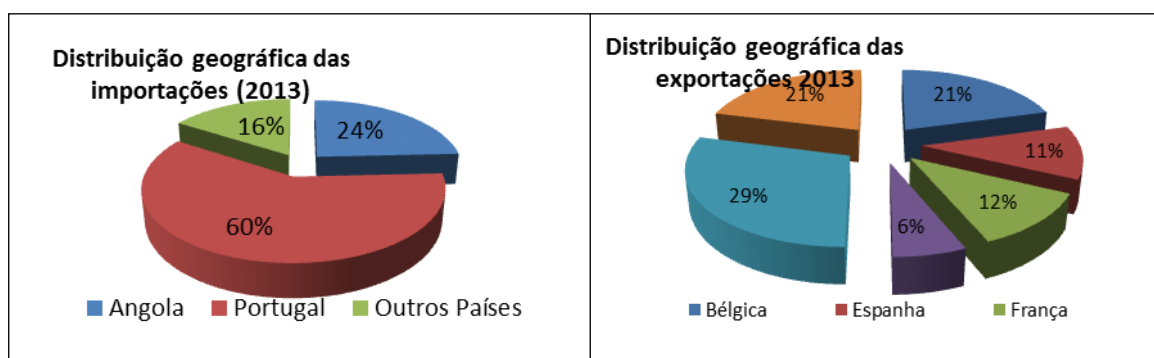
Fonte: BCSTP

Gráfico A.1 6 Financiamento do Défice em % do PIB STP



Fonte: MPF, INE

Gráfico A.1 7 Distribuição Geográfica da Balança Comercial



Fonte: INE

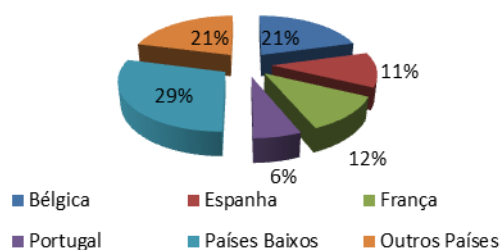


Tabela A.1 10 Balança Comercial (milhares de USD)

Base de transações		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Exportações	Totais	3390,9	3820,9	3927	5631	6206	5728	5889	6367	6946
FOB										
	Cacau	3008,5	2480,0	3521	5036	5449	4343	5272	5318	5416
	Café	9,8	923,2	29	13	4	5	16	26	37
	Pimenta							26	66	33
	Óleo de coco							33	0	7
	Chocolate							119	163	229
	Coco	108,6	35,7	23	34	91	101	95	87	141
	Outros	264,0	382,0	354	548	663	1278	329	707	1084
Importações	Totais	49732,7	70852,7	79091	114094	102263	117049	131561	131326	149778
CIF										
	Bens alimentares	13154,0	13494,6	14863	22420	28888	19832	30383	30801	32714
	Bebidas	5368,1	7810,5	7134	7782	7351	12028	11631	8880	12069
	Combustível	9997,5	14458,4	16223	26584	15929	15756	20185	32067	38718
	Equipamento	4236,8	9558,4	13767	16029	13804	20231	21699	16428	19919
	Meios de transporte	6211,6	5792,1	6056	8976	9941	12742	12006	11118	8456
	Materiais de	2527,4	6192,8	6795	8269	6460	7189	8650	8253	8318
	Construção									
	Outros	8237,2	13546,0	14252	24032	19889	29271	27007	23780	29585
Saldo Comercial		-46341,8	-67031,9	-75164	-108462	-96057	-111322	-125672	-124960	-142832
Taxa de Cobertura (X/M, em %)		6,8	5,4	5,0	4,9	6,1	4,9	4,5	4,8	4,6
Distrib. Geográfica (% do total)										
Exportações										
	Bélgica	11,0	14,2	16,8	7,9	18,9	20,2	29,5	13,9	20,7
	França	1,9	8,9	17,4	6,8	2,7	0,3	2,3	8,8	11,6
	Gabão	0,4	0,4	1,9	1,8	0,2	0,3	1,8	1,1	0,9
	Holanda	39,1	26,9	13,3	28,2	26,8	10,9	37,4	38,8	29,1
	Portugal	38,0	33,1	44,9	49,2	32,3	44,4	13,2	7,7	6,2
	Outros	9,5	16,4	5,7	6,1	19,0	23,9	15,8	29,7	31,5
Importações										
	Angola	20,3	18,3	20,1	22,9	14,8	12,1	9,6	21,9	24,3
	Bélgica	6,1	4,6	2,3	1,7	1,9	1,8	1,7	3,3	1,9
	França	0,3	1,1	0,3	0,2	0,7	5,0	2,4	0,6	0,7
	Gabão	0,6	3,5	2,2	3,0	2,7	5,3	2,0	2,1	1,4
	Japão	7,4	0,7	0,2	0,8	4,4	1,2	2,5	1,5	1,4
	Portugal	57,1	63,6	66,2	61,3	56,4	60,9	58,9	55,7	59,8

Outros	8,2	8,2	8,8	10,2	19,2	13,7	22,9	14,8	10,5
--------	-----	-----	-----	------	------	------	------	------	------

Fonte: INE, tratamento do BCSTP

Tabela A.1 11 Síntese Monetária 2002-2008

SÍNTESE MONETÁRIA								
(milhões de STD)								
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
		Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez
1. ATIVOS EXTERNOS LÍQUIDOS		256,7	300,0	268,7	813,2	737,5	1029,5	1417,8
1.1. Banco Central		186,3	227,5	179,0	586,1	622,0	856,9	1199,2
1.2. Bancos comerciais		70,5	72,5	89,7	227,1	115,5	172,6	218,6
2. ATIVOS INTERNOS LÍQUIDOS		-64,8	-4,8	29,6	-379,7	-167,7	-264,3	-370,5
2.1. Crédito interno líquido		31,7	114,7	210,1	56,9	353,1	460,0	333,6
2.1.1. Crédito líquido à Admin. Central		-12,3	19,0	33,9	-263,3	-123,4	-178,1	-450,0
2.1.1.1. Crédito bruto		57,4	61,3	81,8	78,8	105,9	112,3	126,6
2.1.1.2. Depósitos		-69,7	-42,4	-47,8	-342,2	-229,3	-290,4	-576,6
2.1.2. Crédito à economia		44,0	95,8	176,1	320,2	476,5	638,0	783,6
2.2. Outros ativos e passivos dos quais: Ações e outras participações		-96,5	-119,5	-180,5	-436,6	-520,7	-724,3	-704,1
		-105,1	-155,7	-216,8	-298,3	-380,9	-623,8	-759,3
3. MASSA MONETÁRIA		191,9	295,2	298,2	433,5	569,9	765,2	1047,3
3.1. Circulação monetária		39,4	55,9	60,0	72,5	92,3	109,3	120,3
3.2. Depósitos à ordem		137,3	219,1	207,8	271,0	360,8	504,7	717,3
3.2.1. Em moeda nacional		64,4	101,1	101,2	107,8	131,8	176,1	308,7
3.2.2. Em moeda estrangeira		72,9	118,0	106,6	163,2	229,0	328,6	408,6
3.3. Outros depósitos		15,2	20,2	30,4	90,0	116,8	151,2	209,7
3.3.1. Em moeda nacional		12,2	15,3	16,5	18,2	36,4	43,3	105,0
3.3.2. Em moeda estrangeira		3,0	4,9	13,9	71,7	80,4	107,9	104,7

Fonte : BCSTP, cálculos da UAM

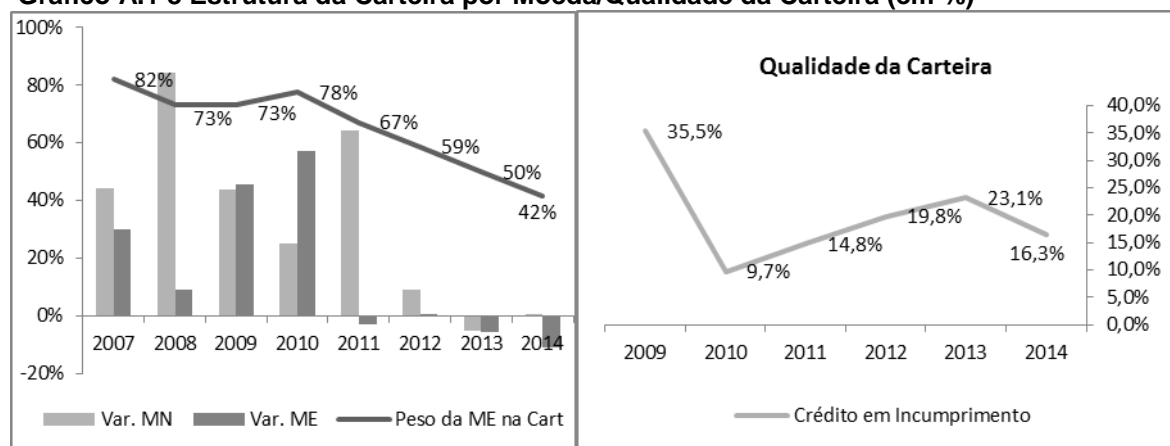
Tabela A.1 12 Síntese Monetária 2009-2013

SÍNTESE MONETÁRIA						
(milhões de STD)						
		2009	2010	2011	2012	2013
		Dez	Dez	Dez	Dez	Dez
1. ATIVOS EXTERNOS LÍQUIDOS		1278,6	1364,1	1262,7	1629,7	1647,6
1.1. Banco Central		1228,3	997,5	890,9	1061,5	1291,8
1.2. Bancos comerciais		50,3	366,6	371,8	568,2	355,8
2. ATIVOS INTERNOS LÍQUIDOS		-145,3	53,2	303,4	254,1	499,7
2.1. Crédito interno líquido		809,6	1465,5	1727,7	1795,0	1651,3
2.1.1. Crédito líquido à Admin. Central		-280,1	-60,4	-22,1	-123,4	-250,2
2.1.1.1. Crédito bruto		158,0	260,7	267,4	235,7	246,3
2.1.1.2. Depósitos		-438,1	-321,1	-289,5	-359,2	-496,5

2.1.2. Crédito à economia	1089,7	1525,9	1749,8	1918,4	1901,5
2.2. Outros ativos e passivos	-954,9	-1412,3	-1424,3	-1540,9	-1151,6
dos quais: Ações e outras participações	-843,9	-1365,0	-1410,4	-1605,5	-1328,7
3. MASSA MONETÁRIA	1133,3	1417,3	1566,1	1883,8	2147,3
3.1. Circulação monetária	149,1	163,5	177,4	172,7	187,0
3.2. Depósitos à ordem	718,1	922,5	955,1	1070,4	1404,3
3.2.1. Em moeda nacional	287,5	398,9	492,9	560,9	872,0
3.2.2. Em moeda estrangeira	430,5	523,6	462,2	509,6	532,3
3.3. Outros depósitos	266,2	331,4	433,6	640,7	556,1
3.3.1. Em moeda nacional	116,2	22,9	52,5	183,9	303,3
3.3.2. Em moeda estrangeira	149,9	308,5	381,1	456,8	252,8

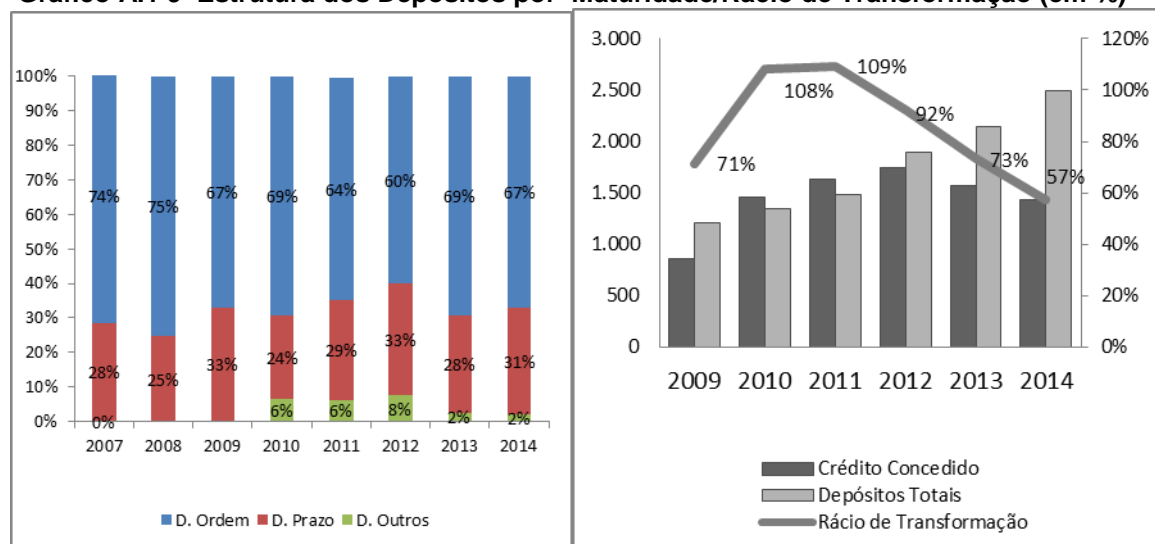
Fonte: BCSTP, cálculos da UAM

Gráfico A.1 8 Estrutura da Carteira por Moeda/Qualidade da Carteira (em %)



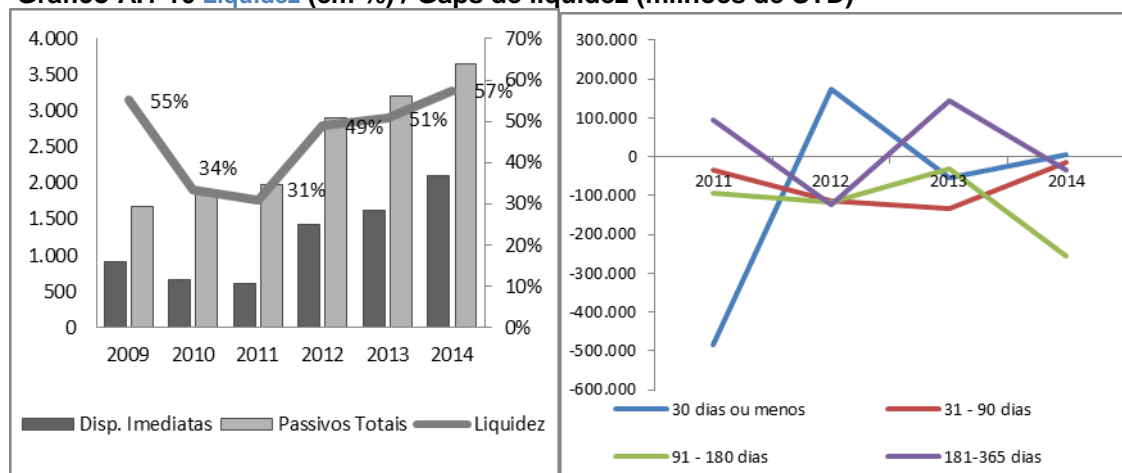
Fonte:BCSTP

Gráfico A.1 9 Estrutura dos Depósitos por Maturidade/Rácio de Transformação (em %)



Fonte:BCSTP

Gráfico A.1 10 Liquidez (em %) / Gaps de liquidez (milhões de STD)



Fonte:BCSTP