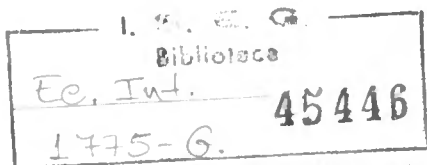


Y-06-060-431-6
H G3894.F47 1997



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

**A União Económica e Monetária na Europa e as restrições às políticas
fiscais de estabilização: o caso de Portugal**

Orientador: Professor Doutor António Mendonça

Júri:

Presidente: Professor Doutor António Mendonça

Vogais:

Professor Doutor Manuel Farto

Doutor José Martins Caetano



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM “Economia Internacional”

**A União Económica e Monetária na Europa e as restrições às políticas
fiscais de estabilização: o caso de Portugal**

Fernando Manuel Rôxo Ferreira

Orientador: Professor Doutor António Mendonça

Júri:

Presidente: Professor Doutor António Mendonça

Vogais:

Professor Doutor Manuel Farto

Doutor José Martins Caetano

Junho/1997



Glossário de abreviaturas e termos

BoP: Balança de Pagamentos

BP: Banco de Portugal

BTC: Balança de Transacções Correntes

CEE: Comunidade Económica Europeia

EUA: Estados Unidos da América

EUR15: Comunidade Europeia de 15 estados membros

FED: Reserva Federal dos Estados Unidos da América

IMF/FMI: Fundo Monetário Internacional

IVA: Imposto sobre o Valor Acrescentado

MTC: Mecanismo de Taxas de Câmbio

NAIRU: Non-accelerating inflation rate of unemployment

OCDE: Organização para a cooperação e desenvolvimento económico

p.p.: Ponto percentual

PCEC: Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento

PIB: Produto Interno Bruto

PNB: Produto Nacional Bruto

SME: Sistema Monetário Europeu

UE: União Europeia

UEM: União económica e monetária

Crawling-peg: flutuação cambial deslizando segundo uma regra

Crowding-in: “atração” do investimento privado pelo investimento público

Crowding-out: “expulsão” do investimento privado por excessiva despesa pública

Dampening: amortecimento

Défices estruturais: défices ajustados do ciclo

Demand-dominated: determinado fundamentalmente pela procura

Estabilização: redução da amplitude de flutuação e/ou do output-gap

Estagflação: coexistência de elevado desemprego com inflação elevada

Lag: desfazamento temporal

Lump-sum taxes: impostos não distorcedores em relação ao lucro de “concorrência”

Market-driven: induzido pelos sinais de mercado

Output: PIB/PNB

Output-gap: diferença entre PIB potencial ou tendencial e PIB actual

Overreacting: reacção mais do que proporcional

Portfolio: carteira de activos

Preços/salários viscosos: inflexíveis no curto prazo

Supply-dominated: determinado fundamentalmente pela oferta

Tax-smoothing policy: política fiscal óptima ajustada ao ciclo

Time-consistency/Credibilidade: cumprimento de programa de política económica

Trade-off: correlação negativa

Wars of attrition: conflitos

Yield curve: curva da diferença entre taxas de juro de longo e de curto prazo

A União Económica e Monetária na Europa e as restrições às políticas fiscais de estabilização: o caso de Portugal

Fernando Manuel Rôxo Ferreira

Mestrado em Economia Internacional

Orientador : Prof. Dr. António Mendonça

Resumo

Perspectivou-se a evolução da estabilização de instrumentos para contrabalançar os efeitos das “falhas de mercado”, à sua substituição pelas políticas de desinflação e “consolidação fiscal” como instrumentos para “reparar” os efeitos das “falhas governamentais”, e finalmente a estabilização pela “credibilidade” perante baixa inflação mas crescimento “insuficiente”. Procurou-se extrair alguma evidência, na União Europeia (UE), da relação inflação-crescimento e concluímos pela inexistência de um inequívoco trade-off, encontrando em contrapartida sinais de correlação positiva entre a instabilidade do crescimento e a sua desaceleração. Enquadrámos teoricamente a estabilização cíclica e concluímos da sua pertinência acrescida numa União Económica e Monetária, em particular, na “singular” federação europeia. No caso de Portugal encontrámos sinais reforçados de correlação positiva entre a instabilidade do crescimento e a sua desaceleração. Procurámos avaliar a dimensão da redução da capacidade de estabilização dos estabilizadores fiscais automáticos resultante das restrições da UEM a esses estabilizadores, em Portugal. Concluímos que perante um choque, negativo e assimétrico da procura, com a regra orçamental implícita no PCEC a eventual perda relativa de output variará inversamente com a dimensão do choque, podendo atingir cerca de 40 por cento para um choque equivalente ao ocorrido em 1992/93. Estimámos que na fase C, poder-se-ão absorver choques sem perda relativa de output, até 8 p.p. ou 16 p.p. de PIB, consoante a margem para agravamento do défice for de 2 p.p ou 4 p.p de PIB, respectivamente. A constatação de que a perda relativa de output, tudo o resto sem alteração, se reduz com a redução do peso do consumo público, confere importância à estratégia de consolidação fiscal pelo lado da despesa, e acuidade à solução de “privatização de serviços”.

Palavras chave: União monetária; Tratado de Maastricht; Regras orçamentais; Estabilizadores automáticos; choques assimétricos

Índice

I. INTRODUÇÃO.....	10
II. BREVE SÍNTESE HISTÓRICA.....	13
<i>Os Clássicos, a Estabilidade e o Padrão Ouro.....</i>	<i>13</i>
<i>A 1ª Grande Guerra e a Grande Depressão.....</i>	<i>14</i>
<i>O crescimento baseado na sustentação da procura.....</i>	<i>17</i>
<i>A estagflação.....</i>	<i>17</i>
<i>A desinflação condição insuficiente.....</i>	<i>22</i>
III. O CRESCIMENTO E A ESTABILIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS REAIS.....	24
3.1. A aceleração do crescimento e a desinflação.....	24
<i>O investimento de alta rentabilidade requer mais do que baixos preços.....</i>	<i>28</i>
<i>A importância de taxas de juro reais baixas.....</i>	<i>29</i>
<i>e do equilíbrio Poupança-Investimento.....</i>	<i>29</i>
<i>a eventual perversidade da convergência nominal.....</i>	<i>32</i>
3.2. As flutuações do rendimento.....	35
3.2.1. Flutuações de carácter endógeno.....	36
3.2.2. Flutuações de carácter exógeno (da procura ou da oferta).....	37
3.3. Estabilização: Políticas e Instrumentos.....	38
3.3.1. O modelo de base.....	38
3.3.1.1 O modelo IS-LM.....	38
3.3.1.2 O multiplicador.....	40
3.3.1.3 Políticas orçamentais de estabilização activa.....	45
3.3.1.4 Políticas orçamentais de estabilização automática.....	46

3.3.1.5 Políticas orçamentais de estabilização segundo regras.....	48
3.3.1.6 A combinação política fiscal-política monetária e o nível de investimento.....	49
3.3.2. A Qualificação Monetarista ao Modelo IS-LM: O Crowding-Out.....	49
3.3.3. A restrição orçamental.....	50
3.3.4. A restrição da Balança de Transacções Correntes.....	51
3.3.5. A restrição da Balança de Pagamentos.....	52
3.3.6. A introdução do mercado de trabalho no modelo keynesiano.....	52
3.4. Qualificações à estabilização das variáveis reais.....	53
3.4.1. A inexistência de trade-off inflação-desemprego.....	53
3.4.2. A importância crescente da “credibilidade”.....	54
3.4.3. As dificuldades de intervenção atempada.....	54
3.4.4. Controlo incompleto dos instrumentos	55
3.4.5. Natureza e dimensão do output-gap.....	55
3.4.6. Insensibilidade do consumo privado aos estabilizadores fiscais.....	56
3.4.7. Insensibilidade do Investimento privado aos estabilizadores fiscais.....	56
3.4.8. A “fuga” das importações.....	57
3.4.9. O grau de desenvolvimento como condicionante.....	57
3.4.10. O perigo da assimetria nas políticas de estabilização da procura.....	58
3.4.11. As restrições impostas pelas funções orçamentais de médio/longo prazo.....	59
3.5. Justificação da estabilização das variáveis reais.....	59
3.6. A estabilização das variáveis reais em câmbios fixos.....	63
3.7. A estabilização das variáveis reais na UEM.....	66
3.7.1. O desaparecimento das restrições externas à estabilização.....	66

3.7.2. A indisponibilidade das políticas monetárias nacionais.....	67
3.7.3. As limitações do orçamento federal do ponto de vista da estabilização.....	69
3.8. Conclusão.....	74
IV. CAPACIDADE ESTABILIZADORA DA ECONOMIA PORTUGUESA.....	75
4.1. Breve análise empírica.....	76
4.1.1. Qualificações ao trade-off inflação-crescimento: o caso de Portugal.....	76
4.1.2. A desaceleração do crescimento em Portugal: factores alternativos.....	78
<i>a tendência decrescente da rentabilidade média do investimento.....</i>	<i>78</i>
<i>o aumento da variabilidade (instabilidade) do crescimento.....</i>	<i>80</i>
<i>aparentemente não correlacionada com políticas fiscais pró-cíclicas.....</i>	<i>82</i>
<i>alterações no multiplicador como factor de aumento da variabilidade do crescimento.</i>	<i>84</i>
4.2. Alterações estruturais e discricionárias à capacidade de estabilização	87
4.2.1. Alterações normativas à capacidade estabilizadora da economia portuguesa..	89
4.2.2. Abordagem ao impacto do orçamento da UE em Portugal do ponto de vista da estabilização.....	93
4.2.3. O impacto da UEM na capacidade de estabilização das variáveis reais.....	97
4.2.3.1. Indicador do efeito estabilizador.....	101
4.2.3.2. O modelo de simulação.....	103
4.2.3.3. O efeito estabilizador no caso de Portugal.....	109
V. Conclusões.....	118
Bibliografia.....	121

Lista de quadros e figuras

Quadro 3.1.1.	31
Quadro 3.1.2.	31
Quadro 3.1.3.	33
Quadro 4.1.1.	77
Quadro 4.1.2.1.	79
Quadro 4.1.2.2.	79
Quadro 4.1.2.3.	81
Quadro 4.1.2.4.	86
Quadro 4.2.3.1.	113
Figura 3.1.1.	27
Figura 3.1.2.	33
Figura 3.1.3.	34
Figura 3.1.4.	34
Figura 3.1.5.	34
Figura 3.1.6.	35
Figura 4.1.1.	78
Figura 4.1.2.1.	80
Figura 4.1.2.2.	83
Figura 4.2.1.	88
Figura 4.2.2.1.	94
Figura 4.2.3.1.	110
Figura 4.2.3.2.	113



A minha mulher e filho

INTRODUÇÃO

A partir do segundo choque petrolífero, a redução da inflação passa a ser considerada mais importante para o crescimento sustentado de longo prazo do que a sustentação da procura no curto prazo. E, as políticas de estabilização expansionistas são, na maioria dos países membros da OCDE, abandonadas.

Porém, actualmente, a inflação atingiu níveis historicamente baixos sem que se verifique uma clara tendência de retorno aos níveis de crescimento do pós-guerra, nos países industrializados, e em que o espectro do desemprego estrutural não cessa de crescer, nomeadamente nos países membros da U.E.

A estagflação (desemprego e inflação) determinou na prática o afastamento, na generalidade dos países da OCDE, em relação às políticas de estabilização keynesianas, e o retorno aos clássicos¹.

A revelação cada vez mais evidente da incapacidade das políticas subsequentes, das décadas de 80 e 90, de transformar o estímulo deflacionista² em crescimento duradouro e absorvedor de desemprego, está a provocar por sua vez um interesse renovado pela problemática da estabilização das variáveis reais, para o que concorrem também os sinais cada vez mais

¹ Em Portugal, sintomaticamente, foi criado o "Grupo da Mão Invisível".

² Que não terá sido resultado exclusivo de políticas macroeconómicas, em particular da política monetária, (The Economist, 1995).

notórios de "overreacting" dos mercados financeiros, a flutuações "excessivas", positivas ou negativas, das variáveis reais³.

Actualmente, dados os historicamente elevados (para períodos de paz) níveis dos défices e endividamento públicos, as perspectivas são de uma próxima reflução, sem antes se ter conseguido relançar duradouramente o crescimento nos países industrializados, em particular na União Europeia, capaz de absorver parte do desemprego.

É neste contexto, que a U.E. institui um conjunto de critérios⁴, chamados de convergência, a respeitar por todos os Estados membros, com implicações profundas nos mecanismos de estabilização da União, mas aparentemente potenciadores duma nova fase de incerteza e volatilidade, centrada agora nas variáveis reais (output/emprego), sobretudo em União Económica e Monetária, e perante a eventualidade de choques assimétricos, uma vez que neste espaço económico o mercado de trabalho apresenta menor flexibilidade relativa, quer por parte dos salários quer quanto à mobilidade da força de trabalho.

Neste trabalho, no capítulo IV, pretendemos avaliar do impacto sobre o crescimento real das limitações à capacidade de estabilização automática impostas pela convergência nominal de preparação para a entrada na "moeda única", no caso de Portugal.

³Em Abril de 1996, e.g., a divulgação nos Estados Unidos da América, dos indicadores do crescimento significativamente mais favoráveis do que se esperava, conduziram a uma reacção negativa dos meios financeiros, em razão dos receios de que essa expansão conduzisse a um aumento das taxas de juro.

⁴O tratado de Maastricht institui, em 1989, um conjunto de critérios de convergência, a que se junta a proibição do financiamento monetário dos défices públicos.

Antes, apresenta-se uma breve síntese da evolução histórica do pensamento económico relativamente às questões do crescimento, do desemprego e das políticas de estabilização, no capítulo II, abrindo de seguida para uma discussão mais teórica, no capítulo III, como preparação instrumental para o capítulo IV de avaliação quantitativa.

No capítulo III, começamos por tentar evidenciar que a desinflação não é condição suficiente para acelerar o crescimento, colocando a hipótese de necessidade de estabilidade (menor variabilidade) do crescimento real para a sua aceleração. E, em seguida apresentamos, uma síntese dos fundamentos teóricos da estabilização económica das variáveis reais, algumas qualificações e justificações teóricas, e finalmente uma avaliação teórica da estabilização das variáveis reais em ambiente UEM.

II. BREVE SÍNTESE HISTÓRICA

Os Clássicos, a Estabilidade e o Padrão Ouro

A *estabilidade* é habitualmente referida como uma das características marcantes do desenvolvimento económico que antecedeu a Primeira Guerra Mundial. Efectivamente, as grandes certezas dominaram o pensamento económico do século XIX, e com a entrada em vigor do padrão-ouro o dinheiro tornou-se também mais uma das certezas da vida. Com a Primeira Grande Guerra estas certezas voltaram a perder-se.

Quer em Adam Smith quer em Ricardo, o sistema económico, pelos mecanismos de mercado, garantia quase automaticamente a sua reprodução. Os rendimentos obtidos na produção seriam gastos ou poupados e reinvestidos novamente⁵. E, a riqueza de uma nação seria função crescente da divisão do trabalho e do esforço individual de cada cidadão na procura do seu interesse próprio. As intervenções do Estado deveriam limitar-se às áreas monetária e do mercado de trabalho.

A prosperidade viria de facto a verificar-se em Inglaterra, e após Waterloo, verificou-se um aumento da prosperidade em paralelo com uma redução dos salários. Aparentemente, estavam confirmadas as suas teorias. Por outro lado, o comedimento do Banco de Inglaterra

⁵Os clássicos não admitiam a possibilidade de insuficiência da procura (até ao fim da Idade Média, a produção na Europa e, de um modo geral, em todo o mundo, era orientada em boa medida para consumo próprio ou, quando dirigida para o mercado, de acordo com contratos previamente estabelecidos), fundamentalmente devido a três vectores do seu modelo: a lei de Say; teoria dos juros e das poupanças (a taxa de juro estabelecia o equilíbrio entre poupança e investimento); e flexibilidade dos preços.

na emissão monetária e a instituição do padrão ouro reforçaram a confiança no dinheiro, na Europa.

Até à I Grande Guerra na Europa e à Grande Depressão nos Estados Unidos da América, Smith e Ricardo, e os neoclássicos (Marshall, Walras e Pigou, segundo os quais o equilíbrio dos mercados era automático) dominaram incontestados, tendo inclusive influenciado as tomadas de decisão das autoridades. A hipótese, levantada por Malthus, de os rendimentos não serem totalmente gastos ou reinvestidos, causando quebra do poder de compra, foi totalmente esquecida.

A 1ª Grande Guerra e a Grande Depressão

Com a Primeira Grande Guerra, a Europa trocou o seu ouro por munições dos EUA provocando aí um tal afluxo do metal que terá tornado impraticável a sua utilização, a qual aliás, nunca mais seria retomada eficazmente. Por outro lado, nos EUA, a indisciplina na emissão bancária e o comportamento do FED haveriam de conduzir a uma sucessão de falências bancárias, entre 1929 e 1933, e finalmente, à bancarrota.

Perante toda esta instabilidade, as teorias clássica e neoclássica revelavam-se incapazes de fornecer soluções. Os factos precederam a análise teórica na contestação às teorias dominantes. Irving Fisher surge então com um valioso contributo para a compreensão da relação entre os preços e a quantidade de dinheiro, tornando explícita e organizada uma relação que se pressentia desde há bastante tempo.

Segundo ele: $P=(M*V+M'*V')/T$

Os preços (P) sobem quando a quantidade de moeda (M) aumenta e esse aumento dos preços será tanto maior quanto menor for o número de transacções (T). Isto é, aumentando ou diminuindo a quantidade de dinheiro, podia-se, segundo ele, aumentar ou diminuir os preços. E, baixando ou elevando os preços, poder-se-ia travar a euforia, ou contrabalançar a depressão.

Em 1933, Roosevelt, tentou aplicar esta ideia, reduzindo o conteúdo em ouro do dólar. Todavia, a medida não resultou, porque a velocidade de circulação desceu contrariando o aumento da quantidade de moeda, e porque o aumento de M não significa necessariamente um aumento dos depósitos (M') e conseqüentemente dos empréstimos bancários.

A ideia não morreu, contudo, e mais tarde J. M. Keynes sintetiza-a com a "falha de mercado" de Malthus⁶, e propõe que o governo criasse dinheiro ou pedisse emprestado, garantindo ainda o seu uso - para garantir de algum modo que a velocidade de circulação não se reduzisse - gastando-o.

⁶Keynes argumenta que as economias modernas podiam encontrar o seu equilíbrio mesmo com um desemprego contínuo e grave - desemprego involuntário - (ao contrário do que afirmavam os clássicos). A razão para tal residia, segundo Keynes, no esforço dos indivíduos e empresas para poupar mais do que era habitualmente investido. Ora, o que é poupado do rendimento deve ser em última análise investido para que não haja quebra do poder de compra. Os clássicos não admitiam esta possibilidade, argumentando que quando havia excesso de poupança as taxas de juro baixavam, garantindo a circulação do dinheiro.

Esta proposta, que curiosamente coincidia com a política económica que a Alemanha nazi vinha seguindo desde 1933⁷, com resultados, aliás, excelentes, não encontra porém acolhimento imediato, nem na Europa democrática nem na América, não obstante a evidência aqui dar razão a Keynes⁸. Foi preciso esperar pela Segunda Guerra Mundial para a sua implementação.

Em tempo de guerra, a terapia keynesiana revelou-se um sucesso, que nem o facto do controlo da inflação só ter sido conseguido com o concurso de controles de preços e racionamento, chegou a obscurecer. Keynes sugerira aumentos de impostos para redução do défice e só eventualmente o recurso a controles de salários e de preços.

A incapacidade do seu sistema em controlar a inflação só viria a ser notado trinta anos mais tarde. O seu remédio era assimétrico (ou mais correctamente, o desemprego necessário para baixar a inflação era perfeitamente inaceitável).

Na Europa industrializada⁹ e nos EUA, nas duas décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, a produção aumentou significativamente, o desemprego diminuiu, e os preços mantiveram-se estáveis.

⁷Desde 1933 que Hitler pedia dinheiro emprestado e o gastava em obras públicas. O controlo dos capitais impedia a sua fuga para o exterior, e os resultados foram excelentes. Em fins de 1935, o desemprego estava a acabar na Alemanha, e os salários começaram a subir, tendo sido então estabelecido um limite para os aumentos de salários e preços, o que resultou.

⁸Os "homens sensatos" perante a lentidão da retoma, decidiram cortar as despesas públicas e aumentar os impostos equilibrando o orçamento, e a retoma parou e originou uma nova crise violentíssima; (Galbraith, 1977)).

⁹A Europa beneficiou muito, em particular a Alemanha, do Plano Marshall, que foi um legado de Keynes.

O crescimento baseado na sustentação da procura

A instabilidade e as recessões (subutilização de recursos produtivos) tinham sido identificadas como causadas por “falhas do mercado”. Daqui decorria que a estabilidade do crescimento era entendida não só como um “caminho” com flutuações reduzidas, mas também como um caminho “óptimo” que permitiria a aproximação ao produto potencial.

Nos anos 60, preconizou-se então um crescimento rápido das despesas públicas em proporção do PIB, considerando-se que a oferta de bens públicos era inferior ao nível óptimo.

Pensava-se que seria de fomentar a redistribuição dos frutos do crescimento por um reforço das medidas de sustentação dos rendimentos¹⁰ e pelo acesso mais vasto aos serviços de saúde, de ensino e de alojamento. E as despesas públicas e impostos eram vistos como dois instrumentos chave para as políticas anticíclicas de regulação da procura.

A estagflação

O aparecimento da *estagflação* ressuscitou o debate sobre a verdadeira capacidade das autoridades influenciarem as variáveis reais, nomeadamente no longo prazo, e acabou por conduzir ao abandono generalizado das políticas de estabilização activa, principalmente as políticas orçamentais expansionistas.

¹⁰Keynes tinha proposto em tempos ao governo britânico para criar postos de trabalho, que consistia em encher minas abandonadas com notas de libra, as quais acabariam por criar posteriormente novos postos de trabalho para

Os objectivos de estabilização do *output* e dos *preços* , ao colocarem um problema de "inconsistência temporal" ao sistema de câmbios fixos, - instituído em Bretton Woods - a partir do momento em que a inflação nos Estados Unidos supera a da Europa Ocidental e esta a não aceita, terão contribuído assim para o fim do próprio sistema de câmbios fixos, tal como vinha de Bretton Woods, (Grauwe, 1989).

Posteriormente, o primeiro choque petrolífero veio então evidenciar a incapacidade da política orçamental de conter o desemprego, apesar dos níveis elevados de despesas públicas e de défice, enquanto surgia cada vez mais a convicção da sua quota-parte de responsabilidade na espiral inflacionista.

O período de retoma entre o primeiro e o segundo choque petrolífero, quando comparado com o período imediatamente anterior, caracterizou-se por uma desaceleração substantiva das taxas de crescimento¹¹, em paralelo com a subida generalizada das taxas de inflação e das taxas de desemprego (estas últimas à excepção dos Estados Unidos da América).

Não obstante o aumento significativo da carga fiscal, neste período, as necessidades de financiamento das Administrações Públicas subiram consideravelmente em termos de percentagem do PIB, em razão da forte progressão das despesas com protecção social e das despesas com juros da dívida pública.

desenterrar essas notas e seguidamente pelo seu gasto.

¹¹O reduzido crescimento, que passou a ser induzido fundamentalmente pelo consumo (privado e público), resultou da redução das taxas de investimento, da desaceleração do crescimento da produtividade do trabalho, e da redução do emprego no caso da Europa dos Dez.

A incapacidade de resposta das políticas convencionais, acabou por favorecer as teses neoliberais que atacavam as políticas de estabilização activa. No entanto, segundo alguns autores, não se estaria perante a evidência de ineficácia das políticas de estabilização mas antes da utilização assimétrica dessas mesmas políticas (Leibfritz, Roseveare e Noord, 1994). Na grande maioria dos Estados membros da OCDE, por exemplo, os estabilizadores não foram deixados funcionar livremente nas fases de expansão, o que acabou por limitar a real capacidade de estabilização uma vez chegada a recessão.

A partir do segundo choque petrolífero (1979), a maioria dos países membros da OCDE abandona as políticas orçamentais expansionistas. A redução da inflação passa a ser considerada mais importante para o crescimento sustentado de longo prazo do que a sustentação da procura de curto prazo.

A evolução recente da situação económica tinha aumentado a receptividade à ideia de que o declínio no crescimento da produtividade do trabalho, e nas taxas de investimento resultava em última análise das políticas expansionistas.

Na verdade, esta inflexão representava na essência o retorno à *teoria dos salários reais excessivos* dos clássicos. Gerou-se novamente e de forma gradual um consenso entre os macroeconomistas de que no longo prazo, as economias de mercado tendem a alcançar uma



posição em que todos os recursos são plenamente utilizados, aparte algum desemprego friccional ou estrutural, "natural rate hypothesis"¹².

Portanto, segundo esta hipótese o "output" e o emprego flutuam á volta de uma tendência de longo prazo. Qualquer perda de "output" durante uma recessão conduzirá a um crescimento mais rápido do que o crescimento potencial de longo prazo, durante a retoma.

O desemprego involuntário de que falava Keynes, no longo prazo, não existe, segundo o "novo consenso". Existe sim uma taxa de desemprego natural que estabelece o equilíbrio no mercado de trabalho para uma dada taxa de salário, e assim sendo qualquer política expansionista para afastar o desemprego dessa taxa (considerada eventualmente excessiva pelos governos) resulta infrutífera no longo prazo, acabando simplesmente por provocar uma subida da inflação¹³, e uma dívida pública crescente.

A inflação, em particular a sua volatilidade e imperfeita antecipação, teriam, por sua vez, afectado negativamente as decisões de investimento - quer porque aumentam a incerteza sobre o retorno do investimento (Baldwin, 1991), quer porque aumentam o prémio de risco nas taxas de juro -(Neumann, 1991), e também o consumo, pelo efeito Pigou¹⁴.

¹² Don Patinkin tinha demonstrado não existir nenhum corte epistemológico, entre a posição de Keynes e os clássicos. O desemprego involuntário seria perfeitamente enquadrável no modelo clássico requerendo apenas a introdução do pressuposto dos preços viscosos (em substituição de preços flexíveis), e da análise dinâmica. O desemprego involuntário seria, por outras palavras, uma situação de desequilíbrio, um ajustamento pelas quantidades, que pode ocorrer num período transitório, numa situação de preços viscosos.

¹³ É o retorno à teoria clássica dos salários reais excessivos agora integrada por Friedman na curva de Philips (Curva de Philips positivamente inclinada de M. Friedman).

¹⁴ Pigou defendeu que uma descida dos preços provocaria um aumento na função consumo, porque os consumidores detêm activos financeiros cujo valor real aumenta com a descida dos preços impulsionando assim o consumo, ao contrário de Keynes que tinha assumido que os consumidores tomavam as decisões de consumir com base no "poder de compra", i.e., a procura agregada não se

Adicionalmente, os défices elevados e em acumulação (dívida pública), teriam também provocado o afastamento do investimento privado (crowding-out), porque competem com este quer no mercado de bens e serviços quer na captação das poupanças privadas (financiamento). E, as elevadas taxas de tributação, (requeridas para financiar a despesa pública crescente) e o seu efeito distorcedor, poderão ter tido igualmente um impacto significativo e negativo nas taxas de investimento.

Pressupondo então que o sector privado tem capacidade para uma retoma "automática", como resposta aos "cortes" orçamentais, a nova estratégia assentou basicamente em três mecanismos :

1/exploração do efeito Pigou¹⁵, ao nível da IS e da LM;

2/impulso ao investimento produtivo, por via da descida das taxas de juro, possibilitada pela redução da inflação, e pela menor incerteza nos preços;

3/impulso ao investimento, por via do estímulo fiscal: menores impostos, e menor despesa pública (menor crowding out quer no mercado de bens e serviços quer no mercado financeiro).

alterava perante uma descida uniforme de preços e rendimentos.

¹⁵Inflação mais baixa pode significar menor erosão do valor real da riqueza financeira do sector privado. O sector privado pode então afectar uma menor proporção do seu rendimento à manutenção do valor real das suas poupanças de modo que os gastos pessoais podem aumentar. Mesmo que o crescimento monetário se verifique a uma taxa constante, uma descida da taxa de inflação aumentará a oferta real de moeda, dando terreno para uma expansão da procura real.

Em termos genéricos, a estratégia adoptada no domínio das políticas orçamentais, consistia, fundamentalmente, em reduções dos défices (por redução do peso das despesas e não por aumento de impostos) e, redução das áreas da economia intervencionadas (privatizações).

Na realidade, porém, não se verificou nenhuma contenção das despesas, tendo a melhoria que se viria a verificar nos défices estruturais resultado de um aumento substancial das receitas estruturais, o qual mais do que compensou o aumento das despesas. Só a partir da retoma de 1984 se viria a conseguir um abrandamento no crescimento das despesas públicas.

Não obstante esta performance inferior na área das finanças públicas, a inflação desacelerou significativamente, nas décadas de 80 e 90, passando para cerca de metade, as taxas de investimento voltaram a subir, mas o crescimento recuperou menos de 1 ponto percentual, em resultado do fraco crescimento da produtividade apesar do aumento significativo das taxas de desemprego (com excepção dos Estados Unidos), em particular na Comunidade Económica Europeia.

A desinflação condição insuficiente

Efectivamente, os progressos na desinflação foram substantivos, mas podem ter ficado a dever-se mais às políticas monetárias restritivas, à globalização, liberalização e crescente concorrência, ao nível mundial, do que às políticas fiscais domésticas, ao contrário do que se tinha programado.

Não obstante, o adiamento da consolidação fiscal, neste processo parece resultar claro que a desinflação por si só é insuficiente¹⁶ para o relançamento do crescimento a taxas elevadas (como por exemplo as que se verificaram no período do pós-guerra), uma vez que não se poderá já argumentar com a necessidade de mais desinflação, porque em termos de nível já se alcançaram os valores de há três décadas atrás.

Contudo, o adiamento da consolidação fiscal permitiu de facto, manter a "crença" na necessidade da desinflação, alimentando ainda um novo desenvolvimento teórico centrado na importância da *credibilidade* (time inconsistency) das políticas.

Tal como a evidente ineficácia das políticas orçamentais, há duas décadas atrás, em boa verdade não significava automaticamente a "falência" dos argumentos das políticas de estabilização das variáveis reais, a actual insuficiência da desinflação não deverá também significar a rejeição de todos os seus argumentos.

Admitindo-se que a baixa inflação permanece como pressuposto teórico necessário ao relançamento do crescimento sustentado, a estabilização (redução da amplitude de flutuação) das variáveis reais poderá de algum modo contribuir para um crescimento maior, a partir desta base assumidamente mais saudável?

¹⁶Em entrevista ao Financial Times de 30 de Maio de 1996, o Sr. Pierre Jaans, director geral do Instituto Monetário Luxemburguês, dizia "Estamos tão convencidos de que só a estabilidade monetária conduz ao emprego, ao crescimento, e ao bem-estar. Mas, há exemplos recentes que apontam para o inverso" citando a Itália, cuja taxa de inflação do pós-guerra foi uma das mais elevadas da CEE, mas em que o processo de criação de riqueza foi um dos mais notórios.

III. O CRESCIMENTO E A ESTABILIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS REAIS

Neste capítulo, procurar-se-á fundamentar a ideia de que não basta desinflacionar para relançar (acelerar) o crescimento. E, entre outros quesitos colocamos a hipótese de o crescimento requerer estabilidade.

Preocupa-nos sobretudo as crescentes restrições sobre os mecanismos automáticos de estabilização, em particular, os fiscais, e daqui que façamos uma breve resenha da tipologia das flutuações, com destaque para as que são susceptíveis de amortização pelos estabilizadores fiscais automáticos.

Seguidamente, referenciamos brevemente os fundamentos teóricos da estabilização económica das variáveis reais, e as principais qualificações e justificações desenvolvidas subsequentemente.

Nos penúltimo e último pontos, tentamos mostrar como a estabilização das variáveis reais sai certamente prejudicada em ambiente de câmbios fixos ou em UEM.

3.1.A aceleração do crescimento e a desinflação .

A obsessão desinflacionista levou a que a "teoria" de Phillips do trade-off inflação/desemprego, no longo prazo, fosse substituída gradualmente pela ideia da existência de um claro trade-off, entre inflação e crescimento.

Todavia, o crescimento económico não pode obviamente ser reduzido a um fenómeno exclusivamente macroeconómico, e o enquadramento macroeconómico estabilizado ainda que contribuindo de forma importante para a convergência de expectativas (e consequentemente para a redução do trade-off inflação/desemprego¹⁷), não é suficiente para, através dos mecanismos de mercado, assegurar:

i) uma elevada taxa de investimento em capital físico e humano, de elevada rentabilidade, i.e., investimento orientado pelo mercado, “market-driven”, (Scott, 1993)¹⁸, e

ii) que o nível de despesa se modificará sempre de acordo com a capacidade produtiva da economia de tal modo que o equilíbrio seja permanente, e com níveis de produção de pleno emprego.

Na verdade, o crescimento significa, geralmente, eliminação gradual de indústrias de procura em declínio e sua substituição por indústrias de procura em rápida ascensão. Este processo de reafecção de recursos, porém, por razões diversas, é geralmente, em maior ou menor grau, dificultado por rigidezes específicas¹⁹, lags ou conflitos de interesses “wars of attrition”, (Alesina e Drazen, 1991) que acabam por arrastar no tempo a adaptação estrutural da

¹⁷Não existindo qualquer “trade-off” de médio e longo prazos entre a inflação, por um lado, e o desemprego, por outro, o melhor resultado possível envolve a manutenção da estabilidade dos preços.

¹⁸A teoria do crescimento endógeno ajusta-se perfeitamente ao sucesso asiático. A inovação permite elevados retornos do investimento durante longos períodos ou mesmo indefinidamente. O investimento cria oportunidades inesperadas. O fluxo de novas oportunidades pode sustentar o retorno do investimento durante longos períodos, embora nas fases iniciais do crescimento económico esses retornos possam ser excepcionalmente elevados. Os elevados retornos do investimento geram poupanças crescentes conduzindo assim a mais investimento. Para conseguir isto, as economias asiáticas de sucesso criaram um enquadramento macroeconómico estável, uma força de trabalho competente, e incentivos à exportação, e disponibilidade para importar tecnologia.

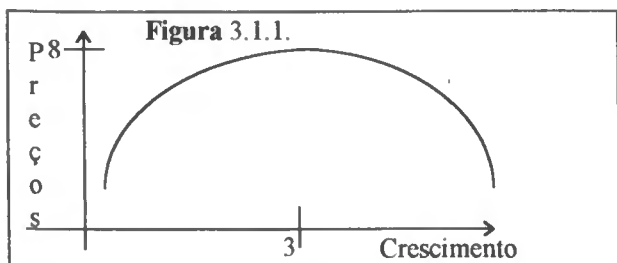
¹⁹Abordagem estruturalista do desenvolvimento, (Chenery, 1975).

economia reduzindo o crescimento da produtividade global, independentemente do nível geral dos preços e/ou da sua volatilidade.

Por outro lado, do ponto de vista macro, Tobin, Levhari e Patinkin tinham, aliás, admitido que um estímulo inflacionista (e.g. aumento da oferta de moeda) poderia aumentar a acumulação de capital per capita, uma vez que aumenta o custo de oportunidade da detenção de moeda e conseqüentemente pode aumentar a poupança real.

A própria evidência não permite concluir inequivocamente pelo contributo da desinflação para a aceleração do crescimento. Uma contribuição recente, neste domínio (Sarel, 1996) revela que a função que relaciona a inflação com o crescimento económico é uma função quebrada. Mais concretamente, o estudo revela que abaixo dum determinado valor da taxa de inflação (8%), a influência desta no crescimento ou é insignificante ou pode mesmo exercer algum estímulo.

Recorrendo a uma abordagem diferente, seleccionou-se no período de 1961 a 1995 quatro subperíodos, 1961-73; 1974-85; 1986-90 e 1991-95, suficientemente longos para acomodarem correlações típicas de médio prazo, e procurou-se de seguida as funções que melhor ajustamento permitiam para cada par inflação-crescimento. Verificou-se, que para o conjunto da UE, os pares formados pelo crescimento médio e inflação média em cada um dos períodos ajustam-se a uma curva em U invertido da qual se evidencia a compatibilidade entre crescimentos até 2,5-3 por cento com inflações até 7-8 por cento. Isto é, o trade-off entre inflação e crescimento não se verifica em todo o domínio, como concluiu Sarel.



Individualmente, a maioria das economias da UE (representando cerca de dois terços do PIB da UE) apresentavam uma correlação muito

forte entre inflação e crescimento, sendo de destacar as exceções da Alemanha, Holanda, Irlanda, e Bélgica, e os casos da Grécia e Portugal em que não se verifica qualquer trade-off entre crescimentos até 3 por cento e níveis de inflação até 20 por cento.

Verifica-se ainda que para os Estados actualmente membros da UE, considerados individualmente, a correlação entre inflação e crescimento real do PIB, ao longo desse período (ajustamento cronológico), é muito mais forte do que no caso dum ajustamento cross-section para cada sub-período, e para esses Estados.

Portanto, no mínimo, não se pode concluir pela existência de um inequívoco trade-off inflação-crescimento, em particular no período de 1991 a 1995, período no qual se verifica uma convergência substancial das políticas monetárias e fiscais dos 15 Estados membros da UE, não sendo portanto possível atribuir a estas políticas (variáveis) a explicação da diversidade de situações (insignificância da correlação entre inflação e crescimento)²⁰.

No caso dos choques da oferta, como por exemplo, os dois choques dos preços do petróleo (favorecem o “trade-off” inflação-crescimento na medida em desacelera o crescimento e

²⁰ O “par” inflação crescimento é influenciado por outras variáveis, como por exemplo a política fiscal (variação de défices estruturais), política monetária, choques da oferta (eg. variações dos termos de troca), etc., pelo que para cada

acelera a inflação), poder-se-ão considerar choques comuns a este grupo de economias, e no caso das políticas monetária e orçamental, verifica-se uma importante convergência, pelo que esta constatação parece evidenciar que a cada momento e para cada Estado não há (nem houve nestas últimas três décadas) na verdade uma opção clara entre inflação e crescimento, dada a diversidade de situações em cada período, mas que essa opção a existir será antes uma opção no médio-longo prazo intrínseca a cada economia.

Em síntese, a opção em cada fase do ciclo económico, parece ser entre crescer a ritmo idêntico ao do **bloco económico** (do qual se depende mais fortemente) ainda que com taxas de inflação significativamente diferentes, ou ter taxas de inflação similares à do bloco aceitando porém taxas de crescimento significativamente diferentes²¹. Ter-se-ia, para cada Estado membro uma combinação possível específica de inflação-crescimento, para cada ciclo.

Mas, em termos absolutos, o retorno a taxas de crescimento da ordem das verificadas no período pós-II guerra mundial, se possível, só o será, certamente, com aumentos significativos e simultâneos da produtividade e do emprego. O que requererá impreterivelmente elevadas taxas de investimento "market-driven".

O investimento de alta rentabilidade requer mais do que baixos preços

O investimento em capital físico requer, sobretudo²²: 1/expectativas de lucros futuros, o que requer que a procura futura seja suficiente; 2/baixas taxas de juro, e 3/poupança suficiente.

ciclo haverá uma combinação diferente inflação-crescimento.

²¹ No "bloco económico" haverá uma economia líder que tem a possibilidade de utilizar os instrumentos de política económica para influenciar os equilíbrios fundamentais nos mercados, das variáveis reais, segundo as suas escolhas.

²² A desconfiança social, aparentemente em crescendo nas sociedades industrializadas, parece também exercer uma influência significativa sobre o

A importância de taxas de juro reais baixas

A taxa de juro é um elemento importante para a determinação do investimento, por duas razões: 1/afecta directamente o custo do investimento (teoria neoclássica), 2/permite estimar a rentabilidade do investimento orientando a decisão de investir ou não (teoria keynesiana).

Todavia, uma baixa taxa de inflação é condição necessária mas não suficiente para baixas taxas de juro. Na verdade, é geralmente aceite, que a taxa de juro nominal (observada no mercado) é formada por três componentes: uma taxa de juro real que resulta do equilíbrio entre o investimento e a poupança; efeitos de curto prazo que afastam temporariamente a taxa de juro real daquela taxa de equilíbrio (efeito Wicksell); e a taxa de inflação antecipada (efeito Fisher) a qual, por sua vez, depende entre outros do *output gap* estimado.

Aliás, o que a realidade tem revelado, recentemente, é que taxas de juro reais baixas estão fortemente correlacionadas com taxas de inflação mais elevadas. A razão é que a velocidade de ajustamento das taxas de juro nominais é inferior à dos preços.

e do equilíbrio Poupança-Investimento

A poupança, por sua vez, joga um papel fulcral (paradoxo de thrift) relativamente ao investimento: se é superior às intenções de investimento, há insuficiência da procura, o que significa que os empresários não recuperarão o suficiente para cobrir os custos, o que levará a uma redução da produção ou dos custos ou seja a uma redução dos rendimentos, e

seguidamente da própria poupança; por outro lado, se é inferior às intenções de investimento, não haverá, no longo prazo, investimento suficiente.

Para os clássicos este problema não se punha uma vez que no seu paradigma, nunca haveria insuficiência de procura (lei de Say) e a taxa de juro igualava a poupança ao investimento, e para os neoclássicos a flexibilidade dos preços e salários mantêm os mercados em equilíbrio.

A constatação da possibilidade de divergências entre o nível da procura agregada e a oferta, ou o estabelecimento de equilíbrios abaixo do pleno emprego leva a que Harrod e Domar, inspirados em Keynes mas considerando o investimento não só do ponto de vista do multiplicador (componente da procura - visão keynesiana) mas também como factor de expansão da capacidade produtiva nos períodos seguintes (*princípio do acelerador*), tentem determinar o caminho de expansão para o investimento que assegurasse a procura efectiva requerida para a utilização plena da capacidade produtiva proporcionada por esse investimento.

Harrod e Domar (H-D) concluem que a taxa de crescimento do investimento que satisfaria tais condições, (*taxa garantida*) deveria ser igual ao rácio da taxa de poupança pelo coeficiente capital/produto, taxa essa que estaria porém condicionada pela *taxa natural* (taxa máxima admissível) que resulta da taxa de crescimento da população pela taxa de crescimento da produtividade.

Usando este simples modelo de H-D, conclui-se que a taxa garantida de crescimento do investimento teria de ser superior a 4 por cento, no período de 1991 a 1995, o que contrasta com a taxa efectiva de -0,4 por cento ao ano, (quadro 3.1.1.).

Quadro 3.1.1

EUR-15	1961-73	1974-85	1986-90	1991-95
Taxa crescimento efectivo	4,8	2,0	3,3	1,4
Taxa natural (H-D)	4,8	2,7	2,7	2,1
Taxa garantida (Investimento)	4,8	2,1	3,0	4,3
Taxa efectiva crescimento Investim.	5,7	-0,1	5,7	-0,4

Fontes: Economic Forecasts, Autumn 1996, European Commission e OCDE Historical Statistics

De par com a “insuficiência” de investimento verificamos uma significativa redução da taxa de rentabilidade média do investimento ao longo destas últimas três décadas. Segundo a OCDE, e para o conjunto da Comunidade Europeia, a taxa de rentabilidade média do investimento passou de cerca de 20 por cento no período de 1960 a 1973 para cerca de 11 por cento no período de 1973-89, e posteriormente para cerca de 6,5 por cento de 1989 a 1994, (quadro 3.1.2.).

Quadro 3.1.2

EUR-15	1961-73	1974-85	1986-90	1991-95
Taxa rentabilidade média investim.	20	11	11	6,5
Taxa juro real longo prazo	2,4	1,2	5,5	5,1

Fonte: Economic Forecasts, Autumn 1996, European Commission

O crescimento do investimento no período de 1991 a 1995 poderá ter sido prejudicado pelo efeito de crowding-out dos défices orçamentais, entre outros factores. Efectivamente, os

défice e a dívida pública aumentaram em relação ao período anterior enquanto o output se manteve abaixo da tendência desde 1992. Se se admitir para este período os output-gaps estimados pela OCDE ter-se-ia que registar um défice médio ao longo deste período, para o conjunto da UE, de cerca de 3 por cento, no máximo, para que não se tivesse verificado “crowding-out”. O défice verificado foi da ordem de 5,3 por cento do PIB.

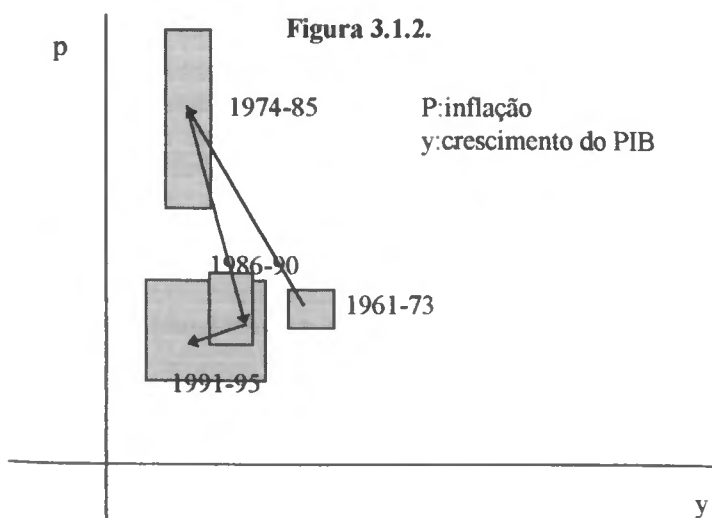
Contudo, esta quantificação deve ser interpretada com algumas reservas que advém fundamentalmente da quantificação do “output-gap”²³ implícita na abordagem ao efeito de “crowding-out”, e dos próprios pressupostos desta abordagem.

A eventual perversidade da convergência nominal

A diversidade relativa de situações, em termos de taxas de crescimento do PIB, no seio da União Europeia, nos períodos de 1961-73, 1974-85 e 1986-90 aumentou relativamente pouco em contraste com a diversidade de situações em termos de taxas de inflação.

Porém, esta evolução inverteu-se totalmente a partir do início da década de 90. Enquanto a diversidade de taxas de inflação se reduziu a diversidade de taxas de crescimento do PIB aumentou para o triplo da média verificada nas três décadas anteriores, (quadro 3.1.3.).

²³ O conceito de *output gap* surge, ao que parece, com Samuelson, embora este conceito continue ainda hoje a concentrar em si grande polémica quer no plano teórico (o output é “supply-dominated” ou “demand-dominated”, e existe um “output trend” ou não) quer ao nível das metodologias mais adequadas para a sua quantificação.



Esta evolução divergente poderá não ser simples coincidência. Na verdade, não parece difícil admitir a dificuldade em conseguir-se limitar simultaneamente flutuações de preços e flutuações de quantidades. E, sobretudo, quando à convergência de taxas de inflação se adiciona a convergência das políticas monetárias (medida pela variabilidade das “yield curves”) e das políticas fiscais (variabilidade dos défices estruturais em percentagem do PIB).

Quadro 3.1.3.

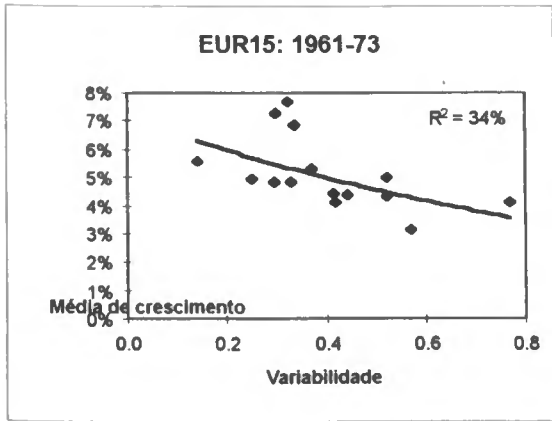
União Europeia (EUR15): diversidade (1)				
	1961-73	1974-85	1986-90	1991-95
Crescimento do PIB	0,25	0,27	0,31	0,88
Inflação	0,23	0,45	0,85	0,73
Défices estruturais em % do PIB	-13,41(2)	-1,42	-1,02	-0,53
Yield curves	0,41	1,24	2,78	1,81

Notas: (1) Diversidade, medida pelo rácio desvio padrão/média; (2) 1970-73;

Fonte: Economic Forecasts, Autumn 96, European Commission



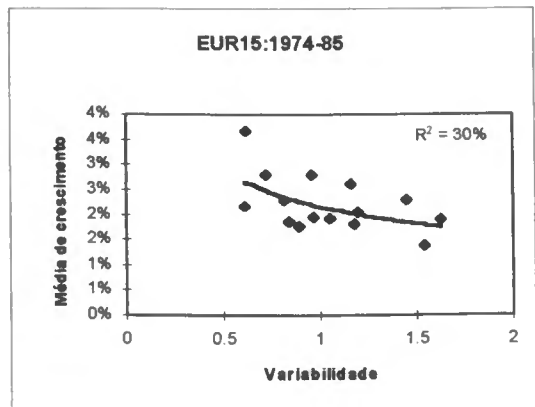
Figura 3.1.3.



Finalmente, observámos a existência de uma significativa correlação entre estabilidade do crescimento e nível de crescimento²⁴ indicando uma influência positiva da estabilidade do crescimento no próprio crescimento.

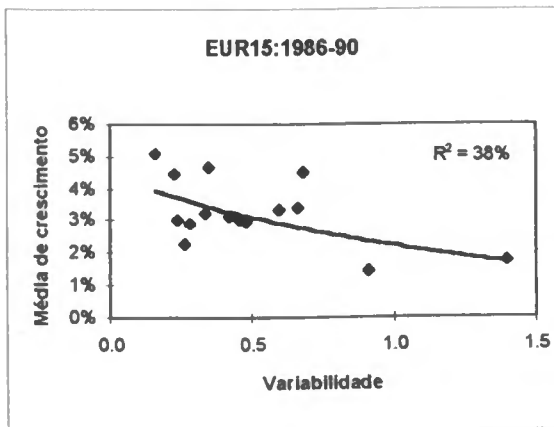
O aparente “trade-off” entre instabilidade e nível de crescimento parece ter-se reforçado substancialmente na década de 90²⁵.

Figura 3.1.4.



Corresponderá este aumento na instabilidade real poderá na realidade corresponder às restrições da convergência nominal e do

Figura 3.1.5.



MTC/SME, e à redução da estabilização, activa e automática, das economias dos Estados membros da UE, isto é a uma maior estabilidade nominal?

²⁴ Válida também se se considerar os Estados Unidos e o Japão.

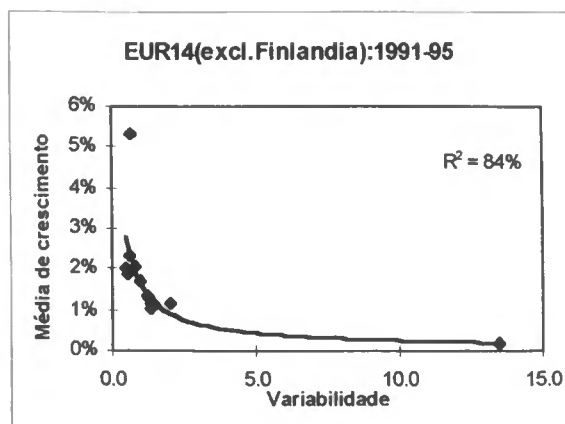
²⁵ A Finlândia foi excluída do conjunto da UE dada a situação sui generis a que ficou exposta a sua economia após o colapso da União Soviética.

A confirmar-se esta influência perversa haverá certamente uma fortíssima justificação para as políticas de estabilização cíclica.

A estabilização cíclica porque não requer o conhecimento da dimensão das flutuações/divergências entre a procura agregada e a oferta de pleno emprego não é

afectada pela polémica em volta do "output-gap". Todavia, requer-se uma abordagem mínima da tipologia das flutuações, porquanto as várias origens possíveis destas têm implicações na escolha dos instrumentos de estabilização, e algumas flutuações não são inclusive estabilizáveis. Os instrumentos de estabilização a utilizar diferirão substancialmente consoante as flutuações tenham origem nos "business cycles" ou em flutuações da procura agregada, por exemplo.

Figura 3.1.6.



3.2. As flutuações do rendimento

Com relevância para este estudo as flutuações podem classificar-se basicamente em dois tipos: endógenas e exógenas. As flutuações de carácter exógeno parecem ser as mais frequentes, porém, naturalmente, que a realidade é frequentemente mais complexa, o que justifica, por exemplo, a posição de Slutsky de que os ciclos resultam de uma multiplicidade de choques aleatórios.

3.2.1. Flutuações de carácter endógeno

Alguns fenómenos aparecem frequentemente em todos os ciclos económicos, o que leva a pensar na possibilidade do ciclo se explicar pela interacção de algumas variáveis endógenas.

O mecanismo do *acelerador* em interacção com o *multiplicador* pode, teoricamente, explicar algumas flutuações deste tipo, através dos *ajustamentos das expectativas*²⁶ no investimento (como evidencia, aliás, o modelo de Harrod-Domar, com determinados parâmetros)²⁷.

Outra causa eventual de flutuações endógenas do rendimento é o comportamento dos agentes monetários (Bancos Centrais e intermediários financeiros), de que são exemplo, os casos descritos por Hawtrey (Hawtrey, 1936) e o processo de desequilíbrio no modelo Wickseiliano.

Segundo Hawtrey, taxas de juro mais baixas estimulam os especuladores a aumentarem stocks, uma vez que os juros constituem o custo mais importante na sua aquisição e na sua manutenção. A procura de stocks aumenta o rendimento dos produtores, e seguidamente o nível de preços, o que vem aumentar os lucros dos que vendem agora os seus stocks comprados a preços anteriores. Este movimento ascensional altera-se quando os bancos

²⁶ No caso de expectativas elásticas (Hicks) há um alargamento da amplitude das flutuações económicas (uma redução no crescimento gera expectativas de futuras reduções). E, nos pontos de inflexão dos ciclos, as expectativas tendem a reforçar a própria inflexão.

²⁷ Aliás, um dos modelos que parece estar na origem das teorias endógenas foi proposto por Samuelson e consiste basicamente na interacção do mecanismo do multiplicador com o mecanismo do acelerador (modelo de Harrod-Domar). Este mecanismo parece, no entanto, não ter uma ampla aderência à realidade na medida em que os investimentos parecem estar em atraso em relação ao ciclo ao invés do que postula o princípio do acelerador. Por outro lado, é um mecanismo que na maioria dos casos, só entraria em funcionamento quando já não houvesse capacidade disponível.

começam a libertar-se das suas reservas em excesso e a aumentar as taxas de juro, o que depende da actuação do banco central.

No modelo Wickseliano, a despesa está positivamente relacionada com o excesso da "taxa natural de retorno" (taxa real do capital físico) sobre a "taxa de retorno financeira" (taxa de juro ajustada pelas expectativas inflacionistas). As duas taxas igualam-se em equilíbrio. No desequilíbrio, os bancos saem dum retoma com excesso de liquidez e para expandir o crédito baixam as taxas de juro abaixo da "taxa natural" o que altera a alocação intertemporal de recursos em direcção ao presente estimulando a expansão. Com o tempo os preços tendem a subir á medida que os recursos estão cada vez mais perto do pleno emprego e então os stocks monetários reais reduzem-se conduzindo à redução das reservas dos bancos, desacelerando a expansão e aumentando as taxas de juro que refreiam ainda mais essa expansão.

3.2.2. Flutuações de carácter exógeno (da procura ou da oferta)

Os choques exógenos podem resultar de alterações nas preferências dos consumidores, dos preços nos mercados externos ou ainda, no caso dos ciclos longos, da inovação.

A capacidade para inovar e para explorar efectivamente o crescimento e as fases de maturidade dos ciclos do produto podem gerar ciclos económicos, uma vez que essa capacidade não é necessariamente contínua, e ainda porque, na realidade, existe como que um "paradigma tecnológico" que faz com que na fase de expansão, do ciclo de Kondratiev, a pressão competitiva e inovativa seja orientada para a melhoria e racionalização das tecnologias existentes (o que é mais fácil), e só na fase de depressão, esgotadas as melhorias, se intensifica a pesquisa de novas tecnologias.

As flutuações de carácter exógeno da oferta representam variações na taxa natural de desemprego (NAIRU).

As flutuações de carácter exógeno da procura (keynesianas) são afastamentos da procura dos níveis de pleno emprego e de utilização normal da capacidade produtiva disponível. Este tipo de flutuações porque susceptíveis de serem “amortizadas” pelos mecanismos fiscais e monetários, constituirão de ora em diante as flutuações de referência na nossa abordagem.

3.3. Estabilização: Políticas e Instrumentos

Neste capítulo procuramos fazer uma breve descrição do modelo de base da teoria da estabilização económica e algumas das principais críticas (limitações).

3.3.1. O modelo de base

As políticas de estabilização são um produto da teoria keynesiana. Como fez notar Premchand, a teoria keynesiana libertou o pensamento económico do conceito estreito de balanceamento do orçamento para o conceito mais vasto de balanceamento da economia (Premchand, 1983), com recurso ao instrumento orçamento.

3.3.1.1. O modelo IS-LM

O quadro analítico que suporta as políticas neo-keynesianas de estabilização económica foi formulado por Hicks, sendo vulgarmente conhecido como modelo IS-LM. A curva IS

representando os pontos de equilíbrio no mercado de bens e serviços²⁸, para cada par taxa de juro/rendimento; e a curva LM representando os pontos de equilíbrio no mercado monetário, para cada par taxa de juro/rendimento, dada a base monetária e conseqüentemente o stock de moeda. O equilíbrio simultâneo nos dois mercados verifica-se no ponto de cruzamento das duas curvas (IS-LM).

As acções de política orçamental²⁹ agindo sobre o equilíbrio no mercado de bens e serviços pela deslocação da curva IS, e as acções de política monetária alterando o equilíbrio no mercado monetário através de deslocações na curva LM, constituem o mecanismo de funcionamento da estabilização neokeynesiana, cuja acção concertada da política orçamental e monetária se admitia poder conduzir a economia ao nível de rendimento real correspondente ao pleno emprego³⁰.

À estabilização económica associaram-se geralmente três objectivos macroeconómicos (Cavaco Silva, 1976):

- a manutenção de um elevado nível de emprego;
- a estabilidade do nível de preços, e

²⁸A curva IS tem um declive negativo, porque quando Y aumenta a Procura aumenta também mas menos. O consumo privado aumenta menos devido à propensão marginal a poupar. Então para obrigar a Procura a aumentar tanto como o rendimento é necessário aumentar o investimento, o que se consegue com uma descida da taxa de juro. E, inversamente, partindo duma variação da taxa de juro, esta provoca uma alteração do investimento, a que o output terá de satisfazer, mas este ao variar terá de assegurar logo a parte que terá de satisfazer o consumo induzido.

²⁹Finanças funcionais é a política fiscal que procura compensar os movimentos espontâneos adversos da economia, ao invés de perseguir um objectivo fixo de défice orçamental.

³⁰Posteriormente, os neokeynesianos, admitiram que a combinação dos objectivos pleno emprego sem inflação só é viável com a complementaridade de uma política de rendimentos cujo principal objectivo seja a adequação oferta/procura no mercado de trabalho, (Nevile, 1983; Meade, 1977; Meade, 1983).

- o equilíbrio da balança de pagamentos.



Contudo, a modernização e complexidade crescente das sociedades tem conduzido quer ao recurso dum panóplia cada vez mais vasta de instrumentos com particular destaque para as "actividades e regulamentações quasi-fiscais", quer à formulação de objectivos mais genéricos e difíceis de definir. Mesmo a função de estabilização tornou-se mais multidimensional e aparece agora direccionada para o output, emprego, preços, balança de pagamentos, dívida pública, nível de despesa pública e nível de tributação, (Tanzi, 1995).

3.3.1.2. O multiplicador

Chama-se *multiplicador* à relação entre a variação do rendimento dY que se consegue com uma determinada variação num instrumento de política orçamental ou monetária, por exemplo, dG (em que G é a despesa pública).

O multiplicador é um dos conceitos mais importantes das teorias da estabilização. Geralmente, quando se refere o conceito de multiplicador, está-se a referir implicitamente ao multiplicador de impacto. No entanto, na avaliação dos efeitos de variações nos instrumentos, é não só importante considerar-se o multiplicador de impacto, mas também ou mais importante ainda abordar-se o multiplicador de médio/longo prazo.

Não obstante a importância lógica do mecanismo do multiplicador, o seu valor depende fortemente das especificações da economia, e das estimativas dos parâmetros das equações comportamentais, o que lhe reduz a aplicabilidade dado o grau de erro que normalmente se

pode cometer na avaliação daqueles parâmetros, ou na especificação da economia para um dado momento temporal.

Por exemplo, quanto maior o grau de abertura da economia ao exterior menor é o valor do multiplicador: o aumento da procura induzido por uma qualquer expansão fiscal é em parte canalizado para as importações, quer porque a resposta da oferta interna é insuficiente, quer porque as preferências dos consumidores vão para os produtos importados³¹.

As características do sistema fiscal determinam também fortemente o valor a assumir pelo multiplicador. Quanto mais dependentes os impostos estiverem do nível de rendimento menor será o valor do multiplicador, tudo o resto mantendo-se inalterado.

Assim, genericamente, pode considerar-se, por exemplo, que as despesas públicas em bens e serviços são um instrumento mais eficaz do que os impostos relativamente ao objectivo produto nacional³², ou dito de outra forma, que o seu multiplicador é maior que o dos impostos.

Mas, o impacto na procura de variações nos impostos sobre o rendimento, depende ainda da função consumo, e de como os impostos sobre o rendimento distinguem entre rendimento para consumo e rendimento para poupança.

³¹Visto de outro ângulo, as importações funcionam também por si como estabilizadores automáticos perante choques na procura global.

³²Um instrumento é tanto mais eficiente (Tinbergen, 1952) quanto menor a variação requerida para alcançar uma dada variação do objectivo, ou quanto maior a variação do objectivo em resposta a uma dada variação do instrumento. A análise da eficiência faz-se pela comparação das derivadas da variável objectivo em relação à variável instrumental.

A importância da especificação da função consumo

Se o consumo depende sobretudo do rendimento corrente - assunção keynesiana, o impacto de variações nos impostos será mais significativo, porém, se o consumo depender mais do rendimento permanente - Friedman - ou do rendimento do ciclo de vida -Modigliani - o impacto será menor dependendo ainda no entanto de como os agentes privados encaram essa alteração nos impostos³³, temporária (impacto sem significado) ou permanente, e a descontar no presente (equivalência Ricardiana) ou não.

A neutralidade da dívida

A equivalência Ricardiana

A ideia da neutralidade da dívida pública relativamente a impostos, no financiamento de défices públicos foi primeiramente referida por Ricardo. No entanto, o grande impacto desta ideia só surgiu com a sua teorização por (Barro 1974),

Numa situação em que a dívida pública é reconhecida pelos agentes económicos como equivalente a impostos futuros (equivalência Ricardiana) então, a qualquer aumento do défice público corresponderá um aumento da poupança privada, contrariando, assim o impacto da política orçamental.

³³Nas situações em que variações dos impostos sobre o rendimento têm pouca importância sobre o consumo a política fiscal poderá recorrer a alterações nos impostos sobre certos bens.

A equivalência de Barro

Segundo Barro as famílias que baseiam as suas decisões de despesa no rendimento disponível permanente não consumirão mais apesar dum desagravamento fiscal, e perante as críticas de que as pessoas têm vidas finitas, Barro contra-argumentou com o altruísmo das gerações em relação aos seus descendentes³⁴.

Os estudos empíricos não são porém conclusivos ou consensuais sobre a aderência deste princípio à realidade, e mesmo as hipóteses são susceptíveis de qualificações.

Teorema de Modigliani-Miller

Modigliani e Miller alargam a teoria da neutralidade da dívida ao financiamento monetário dos défices públicos:

i) os consumidores bem informados consideram que a dívida é tributação diferida;

ii) o financiamento monetário significa um imposto de inflação, o qual em condições restritivas acaba por ter o mesmo efeito que taxas explícitas, no rendimento permanente.

As qualificações de Tobin ao Princípio da Equivalência Ricardiana

Tobin considera irrealistas os pressupostos da “equivalência ricardiana” na medida em que esta requer impostos “lump-sum” e informação e previsão futura perfeitas. Considera ainda

³⁴ Curiosamente, a teoria da neutralidade da dívida, se punha em causa a teoria da estabilização keynesiana, também não agradou aos "fiscalistas conservadores" para quem os défices só trazem malefícios.

que a política orçamental influencia de facto o output, fundamentalmente através de três tipos de efeitos:

i) os agentes económicos dispostos a legar heranças negativas (i.e., concretamente, dispostos a consumir o acréscimo de rendimento disponibilizado por reduções de impostos) têm um impacto superior na economia, ao dos agentes que se comportam de acordo com o princípio da equivalência Ricardiana, aliás os pais podem preocupar-se com as heranças sem que isso signifique preocupação em assegurar que os herdeiros possam consumir, donde é possível que os desagravamentos fiscais possam resultar em mais consumo actual;

ii) o endividamento público pode ser a única possibilidade de financiar despesas afectas a fins cujos beneficiários têm restrições de liquidez, e seriam incapazes de conseguir financiamento, pelo menos a taxas tão favoráveis como as conseguidas pelo Estado, devido ao funcionamento imperfeito dos mercados de capitais³⁵.

iii) a subida das taxas de juro da dívida pública, em consequência de maiores défices, provoca um aumento da procura de outros activos financeiros, o que por sua vez conduz a uma redução na sua rentabilidade, até que se torna mais rentável investir em capital físico (efeito de crowding-in).

Outras influências sobre o multiplicador

O valor do multiplicador depende ainda do regime cambial considerado. No caso de câmbios fixos, e tudo o resto mantendo-se inalterado, o multiplicador apresenta um valor inferior ao

³⁵ Uma dívida pública elevada "pode" aumentar o stock de capital no estado estacionário, ao aumentar a eficiência com que o investimento é financiado em resultado da resolução das restrições de liquidez das famílias, (Woodford,

que se verificaria num sistema de câmbios flutuantes. A razão é de que não sendo possível, em câmbios fixos alterar a relação de preços domésticos/externos, o mecanismo automático (cambial) de equilíbrio da balança de transacções correntes não funciona o que faz aumentar o papel estabilizador das importações, reduzindo o impacto sobre a oferta interna (multiplicador) das medidas de política.

Todavia, é também possível em princípio, à política orçamental através dos impostos indirectos, em particular dos impostos sobre as importações e dos subsídios às exportações, influenciar a produção interna através da modificação da relação preços internos/preços externos (a exemplo das alterações cambiais), dependendo o impacto das elasticidades procura preço das exportações e das importações.

Aliás, a abertura das economias para além de apelar ao recurso conjunto à política orçamental e à política monetária, uma vez que cada uma destas de per se é incapaz de satisfazer simultaneamente aos objectivos interno e externo³⁶, introduz uma restrição adicional às políticas de estabilização, a balança de pagamentos.

3.3.1.3. Políticas Orçamentais de Estabilização Activa

As políticas de estabilização activa procuram manter o nível da procura tão próximo quanto possível do nível de pleno emprego sem inflação, socorrendo-se para tal de intervenções nos impostos e despesas públicas sempre que por qualquer razão a procura se afaste desse nível. Em ambiente de incerteza, a escolha das políticas far-se-á com a ajuda duma matriz de resultados prováveis do cruzamento das políticas com as reacções do sector privado.

As políticas orçamentais de estabilização activa deparam-se, porém, com alguns problemas que conduzem inclusive a que estas políticas sejam menos recomendáveis. Os problemas agrupam-se fundamentalmente em três categorias:

i) dificuldades de mensuração das variações requeridas para se obter um determinado efeito, e do próprio “output gap”, porque o impacto do mix de política fiscal e monetária varia, evidentemente com a fase do ciclo (Leibfritz, Roseveare e Noord, 1994)³⁷;

ii) dificuldades com os lags: lags no reconhecimento da situação; lags na tomada de decisão e lags na produção dos efeitos.

iii) os instrumentos de estabilização, despesas públicas e impostos tem atribuídos também, simultaneamente, outros objectivos, pelo que a margem de manobra é na prática muito mais reduzida do que se poderia antever.

3.3.1.4. Políticas Orçamentais de Estabilização Automática

Diferentemente da estabilização activa, a estabilização automática não visa manter a procura agregada ao nível do pleno emprego, mas tão somente atenuar as flutuações da actividade económica provenientes de flutuações na procura agregada.

Receitas

³⁶Princípio de Tinbergen.

³⁷Se se está ainda em recessão, um estímulo fiscal não porá certamente em risco a estabilidade dos preços, porém, se output está já próximo do potencial, o impacto sobre o output real será insignificante, enquanto a inflação agravar-se-á, a política monetária tornar-se-á mais restritiva travando o crescimento, agravando-se os défices e a dívida pública.

Alguns itens das receitas orçamentais apresentam geralmente características pró-cíclicas, i.e., comportam-se como estabilizadores automáticos. De entre esses itens assumem particular importância os impostos sobre o rendimento que apresentam uma elasticidade tanto maior quanto mais progressivo for o imposto. Se estes impostos forem de retenção na fonte a resposta deste mecanismo de estabilização é praticamente imediata.

Despesas Públicas

As despesas públicas para funcionarem como estabilizadores têm de possuir características anticíclicas, ao contrário, portanto, dos impostos. Geralmente, nos orçamentos de despesa há uma componente que possui estas características, e que é as despesas com o subsídio de desemprego. A elasticidade do subsídio de desemprego é tanto mais negativa quanto maior for a sua cobertura e mais generoso este for. No entanto, dado a reduzida dimensão deste subsídio no conjunto da despesa pública, esta apresenta conseqüentemente uma elasticidade (negativa) bastante inferior à dos impostos. Para além de que o subsídio de desemprego nem sempre apresenta um comportamento simétrico, como é por exemplo o caso em que se verifica uma expansão do sector privado numa situação já de pleno emprego.

Qualificações à estabilização automática

Não obstante as vantagens da estabilização automática relativamente à estabilização discricionária, a pluralidade de objectivos atribuída geralmente à política orçamental pode igualmente dar origem a conflitualidade entre esses objectivos e a estabilização automática.



Por outro lado, os estabilizadores automáticos reduzem a eficiência das medidas discricionárias, o que na circunstância de a economia não se encontrar ao nível desejado, pode dificultar o alcance desse nível.

3.3.1.5. Políticas Orçamentais de Estabilização segundo Regras

A estabilização segundo regras de flexibilidade difere da estabilização activa porque as variações nos instrumentos são função pré-definida dos valores assumidos por outras variáveis, mas difere também da estabilização automática na medida em que utiliza variações nos próprios instrumentos (e.g. redução da taxa de imposto sobre o rendimento em $x\%$ se a taxa de desemprego for igual ou maior do que $y\%$).

As políticas de estabilização segundo regras distinguem-se das regras orçamentais do saldo ajustado do ciclo, enquanto extensão da "tax smoothing policy" (Barro, 1989; Lucas e Stokey, 1983)³⁸, na medida em que o output nestes modelos não se considera determinado pela procura, não havendo portanto lugar a políticas de estabilização no sentido keynesiano.

Em princípio potenciadora dos efeitos da estabilização automática e minimizadora dos inconvenientes da estabilização activa, a estabilização segundo regras apresenta o inconveniente da dificuldade de definição de regras estáveis em economias complexas.

³⁸A política "tax smoothing" consiste em usar os défices e excedentes orçamentais para minimizar os efeitos distortionários dos impostos, dado um certo programa de despesas. Mais concretamente, as taxas dos impostos devem ser mantidas constantes ao longo dos ciclos económicos.

3.3.1.6. A combinação política fiscal - política monetária

Assumindo o paradigma keynesiano, a importância do “mix” políticas fiscal-monetária reflecte-se não só na dimensão do impacto sobre a procura mas na composição da procura, e na exploração do trade-off de curto prazo, inflação-desemprego.

Por exemplo, uma política fiscal mais restritiva acompanhada de uma política monetária mais expansionista, de modo a que a procura agregada e o emprego não se alterem, provoca um desvio de recursos do consumo para o investimento: o aumento dos impostos implica uma redução das despesas dos consumidores que é compensada pelo aumento das despesas de investimento induzido pelas maiores facilidades monetárias.

As políticas económicas implementadas na administração Reagan, e por isso baptizadas de "Reaganomics", admitiam a existência de um trade-off, no curto prazo, entre inflação e desemprego, trade-off que poderia, contudo, ser evitado com uma combinação de políticas apropriada: reduzindo os impostos com impacto nos custos, reduzir-se-ia a inflação e estimular-se-ia o crescimento do output real; para contrariar o estímulo inflacionista, proveniente da expansão do output, numa segunda fase, a política monetária deveria então tornar-se mais restritiva.

3.3.2. A Qualificação Monetarista ao Modelo IS-LM: O Crowding-Out

De acordo com a teoria keynesiana tradicional, um aumento das despesas públicas financiado quer por impostos quer por dívida provoca um aumento do rendimento, mesmo no caso em

que se mantêm o orçamento equilibrado, contrariamente à tese da neutralidade do orçamento equilibrado, dos clássicos³⁹.

Para os monetaristas o aumento das despesas públicas provoca uma contracção das despesas privadas⁴⁰ (efeito não contemplado no modelo IS-LM) pelo mecanismo das taxas de juro (agravamento), que praticamente pode anular o efeito da expansão da despesa pública, se a política monetária for não acomodatória⁴¹.

Para avaliar os efeitos de *crowding-out*, é necessário considerar as repercussões monetárias das medidas orçamentais, i.e. o seu impacto nas curvas IS-LM, através da introdução da restrição orçamental, no paradigma das políticas de estabilização.

3.3.3. A restrição orçamental

A restrição orçamental pode escrever-se: $G + J - T = dB + dH$

em que:

G: despesa pública primária;

³⁹ *Teorema de Havelmo*: num modelo com investimento exógeno, impostos independentes do nível de rendimento, e em economia fechada ($E=F=0$), uma variação equilibrada do orçamento, uma variação G acompanhada de igual T , a variação do produto nacional é precisamente igual à variação da despesa pública (multiplicador = 1).

⁴⁰ A contracção das despesas privadas na sequência dum subida da taxa de juro resulta desta subida reduzir o património líquido (a curva LM desloca-se para a esquerda) o qual contrai a despesa privada (a curva IS desloca-se para a esquerda). Se o aumento da despesa pública for financiado por impostos, a redução do património líquido é óbvia, enquanto que no caso do financiamento por dívida tal deve-se a que a perda de valor (devida à subida da taxa de juro) dos títulos existentes supera o aumento dos títulos da dívida pública. Os neokeynesianos, atribuíam grande importância ao efeito riqueza nos agentes económicos tomadores dos títulos de dívida pública, o qual conduz a uma redução da poupança e consequentemente a um aumento do consumo.

⁴¹ Em regra, porque como Keynes tinha realçado há um caso em que a política monetária é ineficaz para influenciar o nível do produto nacional e o emprego, o que se verifica quando a taxa de juro baixa a um nível tal que a procura de moeda se torna infinitamente elástica *Liquidity trap*.

J: despesa com juros da dívida pública;

T: receitas, incluindo impostos;

B: dívida pública;

H: base monetária.

d: operador de primeira diferença

Esta equação estabelece uma relação importante entre “stocks” e fluxos, e entre variáveis monetárias e variáveis orçamentais, uma vez que contempla a hipótese de um défice poder ser financiado por criação monetária ou por empréstimos.

Mas a restrição orçamental não introduz somente a interdependência entre a política orçamental e a política monetária, mas também mostra a condição de equilíbrio estático de longo prazo, $dB=dH=0$. I.e., no longo prazo o orçamento deve ser equilibrado.

A introdução desta restrição orçamental permite a consideração simultânea dos mecanismos orçamentais e dos mecanismos monetários, e ainda a distinção entre o impacto de curto prazo e o impacto de longo prazo.

3.3.4. A restrição da Balança de Transacções Correntes

Segundo a *New Cambridge School*, a balança externa corrente é essencialmente determinada pela poupança pública. Considera-se a economia dividida em três sectores segundo a identidade expost: $(S-I) - (G - T) - (X - M) = 0$ ⁴². Admitindo-se que $(S-I)>0$ é bastante

⁴²S: poupança; I: Investimento; G: Despesa pública; T: Receita pública; X: Exportações de bens e serviços; M: Importações de bens e serviços.

estável, um aumento dum défice público é imediatamente canalizado para um aumento do défice da BTC.

3.3.5. A restrição da Balança de Pagamentos

A *abordagem do portfolio* estende a análise das implicações da restrição orçamental ao contexto duma economia aberta⁴³. Por exemplo, o financiamento de défices crónicos da BTC acaba por exigir um prémio de juro ao país devedor. É portanto necessário inserir nos modelos keynesianos um mecanismo que tenha em conta as variações das elasticidades em relação às taxas de juro dos fluxos de capitais de curto prazo induzidos pelo crescimento do endividamento externo.

Numa economia aberta, o défice público pode ser financiado igualmente e adicionalmente pela cessão de reservas cambiais (R). A restrição orçamental, em economia aberta, poder-se-á escrever, então: $G + J - T = dB + dH - dR$

3.3.6. A introdução do mercado de trabalho no modelo keynesiano

De acordo com o paradigma keynesiano qualquer alteração na procura resultante de acções de estabilização só seria susceptível de se reduzir a um efeito preço na oferta, se esta se situa já próximo do nível de pleno emprego.

Para os monetaristas, pelo contrário, considerando o mercado de trabalho, a variação da procura só é susceptível de provocar um aumento *real* da produção se, e enquanto, conduzir a uma redução dos salários reais. Dito de outro modo, uma política expansionista terá

impacto no produto real se a política monetária for acomodatória e perante rigidez dos salários nominais.

Deixando de fora, a posição da escola das expectativas racionais, segundo a qual existe rigidez dos salários reais à descida, é possível conciliar a posição keynesiana com a posição monetarista se se admitir a situação de salários nominais inflexíveis à descida no curto prazo, ou viscosos.

Portanto, nestas circunstâncias, em que existe um trade-off entre inflação e desemprego, no curto prazo, (a posição na curva de Phillips altera-se) as políticas de estabilização têm também um efeito sobre o mix inflação/desemprego, por esta via.

3.4. Qualificações à estabilização das variáveis reais

3.4.1. A inexistência de “trade-off “ inflação-desemprego

A maioria dos monetaristas pensa que no longo prazo, a acção governamental, cuja eficácia depende fundamentalmente do controlo que o governo tem da oferta monetária, tem pouco efeito sobre a actividade económica, acabando por se reflectir em mais inflação. O impacto sobre o output real só se verificaria perante salários nominais inflexíveis.

Para os neoclássicos das expectativas racionais (Sargent, 1973), os mercados respondem às políticas governamentais, contrariando-as, sempre que, evidentemente os salários e preços sejam flexíveis. Por esta razão, o multiplicador das despesas reduz-se substancialmente.

⁴³O modelo keynesiano de curto prazo considerava que os stocks de activos se

3.4.2. A importância crescente da “credibilidade”

Verifica-se um ceticismo crescente relativamente à utilidade das políticas de estabilização de curto prazo, e em particular devido à importância que a credibilidade das políticas económicas vem adquirindo (time-consistency)⁴⁴. A flexibilidade deixa de ser uma vantagem a partir do momento em que os agentes privados suspeitam que poderá ser mal utilizada.

3.4.3. As dificuldades de intervenção atempada

Admitindo que as acções governamentais têm efeito sobre as variáveis reais⁴⁵, será ainda necessário que o governo seja capaz de implementar as suas políticas atempadamente, para que não corra o risco, inclusivamente de engendrar mais flutuação.

Os problemas com o timing das alterações podem ser agrupados em três categorias:

- lags no reconhecimento da necessidade de alterações nas políticas;
- lags na implementação das políticas, e
- lags na efectividade das políticas adoptadas.

mantêm constantes, apesar dos fluxos de poupança e de investimento.

⁴⁴A inconsistência temporal ocorre quando, uma política, que à partida, parecia ótima deixa de o ser quando chega o tempo da sua aplicação. A continuada exploração deste efeito pelos governos pode acarretar que os agentes económicos antecipem este comportamento impedindo que as acções governativas tenham efeito. Geralmente, considera-se que uma política de baixa inflação sofre de "time-inconsistency", pois os governos estão normalmente tentados a explorar o trade-off inflação-desemprego.

⁴⁵Há evidência de que a política fiscal tem efeitos estabilizadores a curto prazo e no longo prazo, na acumulação de capital. Porém, essa evidência não garante o seu uso inteligente do ponto de vista de uma política contracíclica, (Boskin, 1988).

O risco de engendrar mais flutuação aumenta com a duração dos lags e inversamente com a duração das recessões/expansões.



3.4.4. Controlo incompleto dos instrumentos

Existem ainda as limitações próprias às variações dos instrumentos: no caso da política monetária, as autoridades monetárias não detêm a totalidade do controlo da oferta monetária, enquanto relativamente à política fiscal elevados graus de endividamento público limitam a margem de manobra da política de estabilização.

3.4.5. Natureza e dimensão do "output-gap"

A actuação com propósitos de estabilização requer que se determine a origem das flutuações do output: "supply-dominated" ou "demand-dominated". No primeiro caso, não haverá lugar a políticas de estabilização da procura (keynesianas), enquanto que no segundo caso serão estas políticas as mais eficazes.

Desde a sua introdução por Samuelson o conceito de "output gap" tem evoluído de forma não consensual, a que se adicionam as dificuldades de mensuração inerentes a cada conceito. A mais recente contribuição para esta temática, admite existirem em cada momento dois "output gaps"; um de curto prazo e outro de médio-longo prazo, (Brittan, 1996). Alguns teóricos defendem, que o "output" segue uma tendência aleatória, logo os "output-gaps" não se acumulam, e o "output" não retoma necessariamente para a tendência anterior.

Permanece, pois, o risco da formulação de políticas nele assentes, com eventuais sub- ou sobreestimativas, e os perigos desestabilizadores que daí decorrem, uma vez que o impacto do mix de política fiscal e monetária varia com a fase do ciclo.

3.4.6. Insensibilidade do Consumo Privado aos estabilizadores fiscais

O impacto no consumo privado de alterações nos impostos sobre as famílias pode ser insignificante quando o consumo privado depende mais do rendimento permanente (Friedman) ou do rendimento ao longo da vida (Modigliani) do que do rendimento corrente⁴⁶ ou ainda quando essas alterações são antecipadas como temporárias (equivalência Ricardiana), ou também quando os consumidores não têm restrições de liquidez (Tobin)⁴⁷.

Adicionalmente, se os recebedores de juros da dívida pública poupam a maioria do seu rendimento marginal, e os défices públicos são equivalentes ao pagamento de juros, então esses défices terão certamente um impacto limitado sobre a procura.

3.4.7. Insensibilidade do Investimento Privado aos estabilizadores fiscais

Limitações do impacto sobre o investimento de alterações nos impostos sobre as sociedades

Uma redução temporária na taxa de imposto sobre os lucros terá um impacto reduzido no investimento, uma vez que o efeito sobre o valor descontado actual dos rendimentos será diminuto, para o conjunto do período do investimento (Stiglitz, 1988).

⁴⁶Embora, mesmo nestas circunstâncias, exista uma forma de influenciar a procura agregada que consiste em fazer variar os impostos sobre certos bens.

⁴⁷ Ver capítulo 3.3.1.2.

Se as firmas financiam o seu investimento marginal por crédito, uma alteração na taxa de imposto sobre os lucros não tem qualquer efeito no custo marginal do capital, porque os pagamentos de juros são dedutíveis no imposto (Stiglitz, 1988).

Quer a evidência econométrica quer a evidência empírica depois do corte nas taxas de 1981, nos EUA, mostram precisamente que os teóricos do supply-side terão sobrestimado a sensibilidade do investimento à descida das taxas de tributação.

O efeito de crowding-out financeiro

Nos casos em que há entraves à livre circulação de capitais e/ou o país é grande, os défices públicos podem, quando a política monetária é não acomodatória e a velocidade de circulação não se altera, conduzir a subidas da taxa de juro, desincentivando o investimento doméstico.

3.4.8. A “fuga” das importações

As variações das receitas ou despesas públicas têm tanto menos impacto no produto quanto mais aberta for a economia, porque parte da expansão (contração) induzida pela procura não é canalizada para a produção interna. Para um impacto idêntico sobre a procura agregada a influência sobre a oferta interna será tanto maior quanto maior for a incidência sobre a componente da procura com menor conteúdo importado.

3.4.9. O grau de desenvolvimento como condicionante

A consideração do objectivo de estabilização (balanceamento da procura agregada com a oferta na economia) como objectivo da política orçamental requer planificação orçamental e

uma abordagem contínua à dinâmica e impacto orçamentais, e ainda a consideração do grau de desenvolvimento económico do país.

A estabilidade deve ser pensada num contexto de crescimento. Como os requisitos de crescimento diferem substancialmente consoante o grau de desenvolvimento económico. Isto significa, para a política orçamental importantes requisitos colaterais específicos.

Por exemplo, enquanto em economias desenvolvidas o objectivo é assegurar a plena utilização da capacidade produtiva e o pleno emprego, contrariando eventuais flutuações cíclicas, nas economias menos desenvolvidas, o desemprego é maioritariamente estrutural, pelo que qualquer expansão fiscal não se reflectirá significativamente na oferta interna, daqui que neste caso, a política de estabilização deva procurar absorver as poupanças para investimentos em infra-estruturas, (Premchand, 1983).

3.4.10. O perigo da assimetria nas políticas de estabilização da procura

A escola da "escolha pública" (Buchanan) atribui grande parte da responsabilidade pelos actuais níveis elevados dos défices públicos às políticas de estabilização keynesianas, na medida em que estas se tornam assimétricas, por vontade dos governantes e com a permissão dos votantes "fiscalmente iludidos" (Alesina e Perotti, 1995)⁴⁸. Esta tendência de assimetria pode ser também amplificada pela existência de implicações redistributivas conducentes a "wars of attrition" (Alesina e Drazen, 1991).

⁴⁸Os votantes não compreendem a restrição orçamental intertemporal. Perante um programa de despesa financiado por défice sobreestimam os benefícios correntes e subestimam a futura carga fiscal.

3.4.11. As restrições impostas pelas funções orçamentais de médio/longo prazo

É necessário ter em conta eventuais conflitos entre a função de estabilização a curto prazo e, as funções de alocação e de redistribuição de médio e longo prazo. Daqui que se aceite geralmente que as despesas estão mais ligadas ao potencial de crescimento da economia no longo prazo, devendo ser fixadas de acordo com estes objectivos enquanto a estabilização de curto prazo deverá ser confiada essencialmente aos impostos.

3.5. Justificação da estabilização das variáveis reais

A estabilização das variáveis reais pressupõe em primeiro lugar que é possível influenciar as variáveis output real e emprego através das políticas monetária e orçamental, o que exige de imediato o abandono da hipótese de *expectativas racionais*.

Para as duas principais correntes teóricas, com relevo para este tema, as condições para que uma intervenção genérica de política fiscal e/ou monetária se repercuta eficazmente sobre o output e o emprego são - consoante se admita que o output é "supply dominated"⁴⁹ (clássicos/monetaristas) ou "demand dominated" (keynesianos) - respectivamente: que exista um trade-off entre inflação e emprego (i.e., rigidez dos salários nominais), ou que exista desemprego "involuntário" e capacidade produtiva disponível.

Explorando um caso intermédio os neokeynesianos justificam as políticas de estabilização na viscosidade dos preços, e especialmente dos salários, a acomodarem eventuais excessos da

⁴⁹ Naturalmente, que na circunstância de o ciclo do output ser "supply-dominated" não há lugar a políticas de estabilização da procura (keynesianas).

procura ou da oferta, podendo daí resultar perdas de bem-estar, as quais podem persistir por longos períodos.

Mas, para Buitter, a principal justificação das políticas de estabilização são as imperfeições no mercado de capitais⁵⁰ impedindo alguns agentes económicos de consumirem de acordo com o seu rendimento permanente, mesmo quando os mercados de bens e serviços e de factores estão em equilíbrio. A insuficiência de procura keynesiana pode reforçar o caso para a acção de estabilização.

Através das políticas orçamentais e financeiras, os governos podem actuar como intermediários superiores⁵¹ na mudança de composição dos "portfolios" privados, e assim minimizar as restrições ao consumo, ao investimento e à produção, provenientes da escassez de liquidez.

Barro e Grossman (The Economist, 1984), rejeitaram o pressuposto de que todos os mercados (de bens e serviços e laboral) estão em equilíbrio, e demonstraram com um modelo de desequilíbrio que podem efectivamente surgir diversas situações de desemprego involuntário correspondentes a diversas combinações de *raционamentos*, do lado das firmas e do lado das famílias, nos mercados dos bens e serviços e laboral. Por exemplo, pode surgir uma situação em que se verificaria excesso de oferta em ambos os mercados: as famílias estariam racionadas no mercado laboral (oferta "notional" superior à oferta efectiva),

⁵⁰Falta de liquidez ou activos não comercializáveis, perda de colaterais requeridos para possibilitar o endividamento, etc.

⁵¹Os governos, através da sua capacidade única de tributar, do seu monopólio da oferta de moeda (no sentido estrito), e da qualidade superior da sua dívida, têm vantagens comparativas sobre o sector privado na obtenção do financiamento necessário para "alazar" o consumo.

podendo ajustar a sua procura no mercado de bens; enquanto as firmas são portanto racionadas no mercado de bens. Neste caso, então a melhor solução para reduzir o desemprego seria uma expansão da procura. Mas, um outro caso possível seria o de as famílias se encontrarem perante racionamentos nos dois mercados; aqui uma descida dos salários reais seria a melhor solução para aumentar o emprego (solução clássica).

A vantagem absoluta da estabilização das variáveis reais

Se se considera não existir nenhum "output trend", qualquer perda de output (recessão) não é automaticamente recuperada⁵², e o desemprego temporário corre o risco de se transformar em desemprego de longa duração ou mesmo permanente. Neste caso, então, a estabilização temporária⁵³ das variáveis reais parece perfeitamente justificável, independentemente das questões relativas à forma e timing da intervenção estabilizadora.

A vantagem relativa da estabilização das variáveis reais

A estabilização das variáveis reais pode ainda apresentar-se vantajosa face à estabilização da inflação, quando:

-a redução da inflação requer um longo período de excessivamente elevadas taxas de juro reais e de taxa de câmbio sobreavaliada, podendo daí resultar danos á estrutura produtiva

⁵²A Escola de Harvard afirmava que um certo conjunto de causas produz uma tendência independentemente da outra série de causas que provocam as variações cíclicas. Teóricamente, todavia, não se pode separar as tendências das flutuações gerais da conjuntura económica, ambas reflectindo certas leis do processo da reprodução das economias de mercado. Este processo constitui um todo do qual resultam tanto a tendência como as flutuações gerais da conjuntura económica, (Lange, 1961). Para os defensores de que o "output" e o emprego flutuam á volta de uma tendencia de longo prazo (qualquer perda de "output" durante uma recessão conduzirá a um crescimento mais rápido do que o crescimento potencial de longo prazo, durante a retoma) sendo desnecessária, ou mesmo contraproducente (inflacionista) qualquer política expansionista.

⁵³A intervenção em casos de choques permanentes apresenta alguns riscos dos

(Dornbusch, 1989)⁵⁴, reduzindo posteriormente as receitas fiscais e aumentando excessivamente o serviço da dívida;

-a estabilidade anual da taxa de inflação pode não ser possível (Amaral, 1996)⁵⁵ ou até nem ser desejável, o que poderá acontecer em circunstâncias de grandes alterações monetárias (como a abolição dos controlos cambiais, e dos controlos directos sobre a actividade bancária) em que não há uma regra simples de orientação para a política monetária (Brittan, 1995)⁵⁶;

-para contrariar uma subida de preço das importações (choque externo) e/ou casos de graves choques internos da procura (IMF, 1996) se tem de contrair a procura (consumo público) até um nível que eventualmente provoque depressão e desemprego (Meade, 1977);

-o custo que o desemprego impõe sobre a sociedade, em termos de produção não realizada, e sobretudo em termos de custos sociais, se torna superior ao custo da inflação ou mesmo inoportável⁵⁷;

quais se destacam: a possibilidade de agravamento sistemático e crescente dos défices e dívida pública e retardamento do ajustamento.

⁵⁴O que assume maior importância quando a maioria dos principais países, com peso na economia internacional, tentam simultaneamente reduzir os défices através de políticas monetárias e fiscais restritivas (as fugas do multiplicador reduzem-se substancialmente).

⁵⁵A competição entre gerações cria uma tensão inflacionista permanente que resulta do envelhecimento da população, o qual obriga a uma partilha cada vez mais difícil, entre as diversas gerações, do "bolo" produzido cada ano. Neste caso, políticas anti-inflacionistas restritivas criadoras de desemprego, acabam por tornar mais difícil a partilha do "bolo".

⁵⁶Já Friedman tinha chamado a atenção para o facto de que a relação entre a massa monetária e os preços não só estava sujeita a desfazamentos temporais como só se mantinha estável em média. É conveniente, portanto, permitir alguma flutuação da taxa de inflação nalgumas circunstâncias. Seria até preferível às regras rígidas que as autoridades monetárias se guiassem por indicadores "forward-looking".

⁵⁷Alguns teóricos contestam esta possibilidade argumentando que a inflação afecta todos os agentes económicos, enquanto o desemprego só afecta alguns.

-ou ainda quando se verifica uma assimetria significativa na curva de Phillips, nomeadamente quando um excesso de procura é muito mais inflacionista do que um excesso de oferta é desinflacionista (Clark, Laxton e Rose, 1996)⁵⁸, pelo que resulta vantajoso manter as flutuações da procura reduzidas.

-se verificam choques exógenos "country-specific" ou "choques comuns assimétricos" a Estados membros, numa união monetária, desprovidos do instrumento cambial, e com salários e preços fixos no curto prazo (Majocchi e Rey, 1992)⁵⁹.

3.6. A estabilização das variáveis reais em câmbios fixos

Do ponto de vista do efeito sobre a estabilidade do output real, perante choques exógenos, a passagem dum objectivo monetário (câmbios flutuantes) para um objectivo de taxa de câmbio, pode ser positiva (menor flutuação) ou negativa, consoante a natureza do choque.

Por exemplo, a mudança para um objectivo de câmbios fixos, pode introduzir mais estabilidade no output, perante choques salariais (reduzindo inclusive a sua ocorrência por via da influência sobre as expectativas inflacionistas), perante aumentos exógenos da procura de moeda e perante alterações de preferências de activos financeiros, mas pode conduzir a maior instabilidade perante expansões fiscais, choques adversos da procura externa e subidas de

⁵⁸ Quando as políticas não evitam o sobreaquecimento excessivo da economia os ciclos económicos alongam-se e ocorrem perdas permanentes de output, e inversamente resultando na redução da variância da procura agregada e no aumento do nível do output.

⁵⁹ Casos em que poderão verificar-se "quebras significativas de produção e de emprego. No longo prazo, o ajustamento é efectuado através dos preços e salários reais, mas mesmo neste caso há lugar a uma política dirigida á amortização dos efeitos difíceis nesta fase de transição".

taxas de juro externas, com a agravante de que nestes casos, de par com uma eventual maior instabilidade no output real, vem também uma maior instabilidade dos preços.

Os câmbios fixos aumentam a *credibilidade* duma política desinflacionista, reduzindo as expectativas inflacionistas, e por esta via podem contribuir efectivamente para a estabilização da economia.

Os câmbios fixos, em princípio, poderiam também conduzir a uma maior estabilidade nas trocas externas, exportações e importações. No entanto a evidência parece não confirmar este efeito, talvez porque hoje em dia o risco de câmbio possa ser coberto, nomeadamente nos mercados a prazo.

Porém, a falência do sistema de Bretton Woods é de certa maneira paradigmática da eventual insustentabilidade na prossecução simultânea de objectivos de estabilização do "output" e de câmbios fixos.

Os câmbios flexíveis são já um substituto imperfeito para alterações insuficientes de preços relativos, externos/internos, nalguns bens, na medida em que afecta um conjunto mais vasto de bens do que seria necessário.

Com câmbios fixos e a conseqüente indisponibilidade da política monetária para efeitos de estabilização⁶⁰, com rigidez de preços e salários, perante choques externos, resta confiar à

⁶⁰Em economias abertas, com câmbios fixos e com perfeita mobilidade de capitais, a política monetária só poderá influenciar a conjuntura na medida em que conseguir influenciar a taxa de juro mundial.

política orçamental alguma capacidade para minorar os efeitos sobre as "quantidades" uma vez que esta não dispõe de meios eficazes para intervir significativamente no sistema de preços relativos.

E, referimos alguma capacidade à política orçamental, porque apesar de menos flexível do que a política monetária (a estabilização requer flexibilidade), em câmbios fixos a política fiscal é mais efectiva do que em câmbios flutuantes porque neste último regime uma expansão fiscal é acompanhada por uma apreciação cambial que contraria o efeito inicial expansionista sobre a procura, o que não acontece em câmbios fixos, em que a autoridade monetária se vê compelida a aumentar a oferta monetária para acomodar o aumento da procura monetária, mantendo a taxa de juro (Krugman e Obstfeld, 1991).

Todavia, o regime de câmbios fixos para ser viável impõe restrições por si só à política orçamental, em termos da sua sustentabilidade de médio e longo prazo. Porque, para além da escassez de reservas, o sistema cambial pode entrar em colapso também por via da acção desenvolvida pelos especuladores, na suspeita de que a política orçamental está a violar a restrição de longo prazo para a manutenção dos câmbios fixos, ou que o nível da dívida pública é insustentável do ponto de vista daquela restrição, antecipando assim o colapso do sistema (Daniel, 1993).

Para além dessa restrição à política orçamental, se os efeitos de uma expansão fiscal resultarem em mais inflação, haverá uma perda directa de competitividade externa, o que poderá, inclusive, levar a uma recessão.

Portanto, em resumo, torna-se evidente que a mudança para câmbios fixos acarreta certamente uma redução significativa da estabilidade do crescimento real, em particular perante choques adversos da procura externa, com rigidez de salários, e/ou quando se verifiquem descidas significativas na taxa de câmbio real, devido por exemplo a menor crescimento relativo da produtividade⁶¹.

3.7. A estabilização das variáveis reais na UEM

3.7.1. O desaparecimento das restrições externas à estabilização

Numa União Monetária, com moeda única⁶², as restrições da balança de transacções correntes e da balança de pagamentos desaparecem enquanto restrições de equilíbrio externo de curto prazo. Isto não significa, contudo, que não sejam necessárias medidas correctivas de eventuais desequilíbrios externos da "região", no longo prazo, por forma a reaproximar a absorção interna da oferta interna. Porque a não se implementarem estas medidas, no âmbito dos mecanismos de ajustamento externo não haverá problemas com as "reservas" como aconteceria num Estado com moeda própria, mas os mercados financeiros começarão a impor um prémio de juro no financiamento à "região", a liquidez dos agentes económicos da "região reduzir-se-á progressivamente⁶³, e consequentemente o investimento desacelera⁶⁴, num ciclo "vicioso" de depressão do output regional.

⁶¹ Em câmbios fixos, o ajustamento terá de se fazer pelos preços internos, o qual poderá conduzir a agravamentos insustentáveis da taxa de desemprego.

⁶² Em termos macroeconómicos os efeitos da moeda única são iguais aos de câmbios fixos irrevogáveis. A moeda única traz somente credibilidade porque é mais uma garantia de que a política monetária não acomodará "passageiros clandestinos".

⁶³ No caso do sistema bancário da região assentar maioritariamente em bancos "regionais" i.e., não sucursais, o problema das restrições crescentes de liquidez agrava-se.

⁶⁴ O reestabelecimento do equilíbrio no portfolio dos agentes económicos, perante a redução dos seus activos monetários, conduz à redução dos activos



Todavia, apesar do desaparecimento das restrições da BTC e da BoP, da convergência das estruturas industriais e do desaparecimento de alguns factores de choques específicos, como a política cambial e a descoordenação das políticas monetárias, (ComUE, 1990), o processo de integração europeia conduz a uma especialização acrescida a que corresponde maior vulnerabilidade a choques externos. Essa maior vulnerabilidade (Krugman, 1992 e Feldstein, 1992), é ainda ampliada pela livre circulação de capitais⁶⁵.

3.7.2. A indisponibilidade das política monetárias "nacionais"

Como a integração conduzirá muito provavelmente, a uma moeda única e a um Banco Central Europeu, as políticas monetárias só existirão pela influência que conseguirem exercer sobre o Banco Central Europeu, sendo que, para já, foi conferida prioridade absoluta à estabilidade de preços, enquanto objectivo de política monetária⁶⁶, e à independência do Banco Central Europeu e do Sistema Europeu de Bancos Centrais.

Reforça o caso para a intervenção estabilizadora da política fiscal

Isto significa, que em casos de choques assimétricos, ou "country-specific", em que não há flexibilidade dos preços e salários, e/ou mobilidade do factor trabalho, a estabilização, no período de ajustamento ao novo equilíbrio, só é possível através da política orçamental.

reais.

⁶⁵Os movimentos de capitais em geral são pró-cíclicos, afluem em épocas de boom e saem em épocas de recessão.

⁶⁶O que encontra justificação no pressuposto de que não existe qualquer "trade-off" de médio e longo prazos entre a inflação, por um lado, e o desemprego, por outro.

Neste contexto, e mesmo que a flexibilidade dos salários e preços e/ou a mobilidade do trabalho (mecanismos de ajustamento interno) sejam suficientes para o retorno ao equilíbrio no longo prazo, no curto prazo, em que prevalece a rigidez nominal de salários, a política orçamental pode introduzir alguma estabilização.

Mas reforça também a necessidade de coordenação

Todavia, enquanto em câmbios flutuantes uma acção estabilizadora de política orçamental conduziria a uma alteração de câmbios, ou a uma acomodação monetária em câmbios fixos com o conseqüente reforço da acção estabilizadora, numa união monetária com moeda única, o efeito das acções orçamentais nas taxas de juro "transborda" para os outros Estados membros da União, criando assim um caso para "*coordenação*" (Aglietta e Boissieu, 1992).

A União Europeia, do ponto de vista das políticas económicas de estabilização, apresenta uma característica singular: uma política monetária única, associada a uma política orçamental largamente descentralizada (princípio da subsidiariedade), com um orçamento central de reduzidas dimensões (cerca de 1,2 por cento do PIB comunitário), comparativamente com outros orçamentos federais, sem impostos progressivos e sem autonomia fiscal⁶⁷, sem capacidade de endividamento e balizado por um plano financeiro plurianual.

Na impossibilidade de exercer funções de estabilização e de redistribuição, a UE tinha definido de há já bastante tempo, alternativamente, como objectivos:

⁶⁷Os recursos próprios que representam cerca de $\frac{3}{4}$ das receitas totais, baseados no Imposto sobre o Valor Acrescentado e no PNB, numa perspectiva económica não são mais do que contribuições nacionais para o financiamento do orçamento comunitário.

i) aproximar progressivamente as políticas orçamentais dos Estados membros (harmonização⁶⁸ e *coordenação*⁶⁹), e

ii) a implementação de políticas comuns (sectoriais).

A *coordenação* é, portanto, aliás, o único instrumento para lidar com choques simétricos à economia da União Europeia, embora se possa questionar a prontidão efectiva desse instrumento quando segundo sugerem os estudos, os choques são sobretudo de curta duração.

3.7.3. As limitações do orçamento federal do ponto de vista da estabilização

Em 1977 o Relatório MacDougall considerava que a inexistência de um orçamento federal com capacidade de estabilização impediria a consolidação duma União Monetária. Estimou-se então que na fase *pré-federal* o nível das despesas comunitárias que assegurariam um grau suficiente de convergência dos níveis de produtividade e dos níveis de vida, simultaneamente

⁶⁸As exigências da União Aduaneira obrigaram a alguma harmonização, limitada quase exclusivamente à tributação indirecta e, dentro desta ao imposto sobre o valor acrescentado.

Depois de se ter eliminado um dos principais entraves à livre circulação das mercadorias, o qual falseava o livre jogo da concorrência, o imposto cumulativo sobre as vendas com a sua substituição pelo imposto sobre o valor acrescentado, os Estados membros, em 1971, acordaram num conjunto de actos de harmonização fiscal necessários ao aprofundamento em direcção à União Económica e Monetária.

⁶⁹A 8 de Maio de 1964 foi instituído o Comité de Política Orçamental, no seguimento da instituição dos comités de Política Conjuntural e de Política Económica de Médio Prazo, os quais foram posteriormente substituídos por um único, a 18 de Fevereiro de 1974, o Comité de Política Económica.

Composto por quatro representantes da Comissão e mais quatro de cada Estado membro, o Comité de Política Económica acompanha o desenvolvimento das políticas económicas a curto e médio prazos, contribuindo para a sua coordenação, prepara o ante-projecto do programa económico de médio prazo da CEE e analisa a aderência das economias ao programa em vigor. Os trabalhos do Comité de Política Económica, embora com carácter meramente consultivo, têm o mérito de apresentar uma visão global e integrada das economias dos países membros.

com capacidade de estabilização conjuntural⁷⁰ dever-se-ia elevar de 0,7% do PIB para cerca de 2% a 2,5% do PIB (tendo em conta a transferência de algumas despesas do nível nacional para o nível comunitário).

O relatório McDougall tinha estimado que cerca de metade a dois terços duma quebra temporária inicial de rendimento numa região devida a um choque externo era compensada automaticamente, nas federações existentes na altura, pelo sistema fiscal. E, que na UE esse mecanismo por não existir, impedia a UEM.

Em 1993, o relatório "Les finances publiques de la Communauté dans la perspective de l'UEM", (Groupe d'économistes indépendants, 1993), considerava que ao orçamento comunitário não caberia o papel de estabilização. A *estabilização* deveria ser alcançada através da conjugação da política monetária única com a *coordenação* das políticas orçamentais nacionais, e não através de maior centralização. Não obstante, a comunidade deveria criar um mecanismo financeiro, eficaz mas pouco dispendioso, concebido exclusivamente para fins de estabilização, para contrabalançar os efeitos negativos de grandes choques externos "country-specific", na ausência do mecanismo de defesa cambial. Estimou-se que um sistema de absorção de choques baseado na variação da taxa de desemprego implicaria despesas para o orçamento da UE da ordem do 0,2% do PIB comunitário. Este estudo pressupunha, a aplicação rigorosa do princípio da subsidiariedade, e um aumento não significativo da redistribuição interregional centralizada na UE.

⁷⁰Esta deveria permanecer quase insignificante, na fase pré-federal, na medida em que não se admite o endividamento e em que estando limitado a despesas num montante máximo de 2,5% do PIB os saldos (se admitidos) teriam

O Tratado de Maastricht reafirmou os dois princípios base da intervenção orçamental comunitária: 1/ O princípio da subsidiariedade, e 2/ O princípio da adicionalidade.

O papel da coordenação sai reforçado face à centralização, no Tratado da UE. Do princípio da subsidiariedade resulta que a intervenção comunitária limitar-se-á às situações nas quais a eficácia não pode ser restabelecida pela simples *coordenação* dos Estados membros. Aliás, a *coordenação* estará muito mais facilitada com a passagem à política monetária única.

Porém, a capacidade estabilizadora do orçamento comunitário sai reduzida. A Cimeira de Edimburgo reforçou a ênfase no enquadramento do orçamento num cenário de médio prazo, tendo fixado para o período de 1993-99, o crescimento real das principais categorias de despesas para o período, e a margem máxima admissível para a revisão dos montantes fixados no quadro plurianual, a 0,01% do PIB, ou seja 1% das despesas fixadas anteriormente.

Daqui resultou um aumento da rigidez, quer em termos globais quer em termos de não se admitir transferências entre as rubricas de despesa, e uma impossibilidade acrescida do orçamento comunitário desempenhar qualquer papel estabilizador, uma vez que o Tratado interdita a possibilidade de défices. E, na medida em que o plafond de despesas é expresso em percentagem do PIB comunitário⁷¹, tal significa também, uma distorção pró-cíclica do orçamento comunitário.

de registar grandes flutuações para exercerem alguma estabilização.

⁷¹O plafond para as despesas totais foi fixado, na Cimeira de Edimburgo, de 2 de Dezembro de 1992, em 1,2% do PNB comunitário até 1994 inclusivé, aumentando progressivamente até alcançar 1,27% em 1999. Esta evolução dos recursos próprios tem subjacente a seguinte hipótese de evolução do PIB: 1,1% em 1993; 1,4% em 1994; 2,2% em 1995 e 2,5% daí em diante.

Relativamente à coordenação das políticas orçamentais dos Estados membros, de Maastricht resultou ainda que, a 1 de Janeiro de 1994, entrassem em vigor um conjunto de dispositivos, chamados de critérios de convergência, de entre os quais constam um limite superior para o défice público (três por cento do produto interno bruto), e também um limite superior para a dívida pública (sessenta por cento do produto interno bruto), dos Estados Membros, no pressuposto da sua necessidade para o sucesso da União Monetária. Adicionalmente, aboliu-se também a possibilidade de recurso ao financiamento monetário dos défices.

Segundo a teoria do *Federalismo Financeiro* o endividamento público deve ser uma prerrogativa do Estado Federal, isto é, uma função a centralizar. A UE privilegiando o princípio da subsidiariedade está a enveredar por uma via *sui generis*, também aqui, mantendo a impossibilidade de endividamento do orçamento comunitário, e limitando ainda adicionalmente a margem de manobra dos Estados membros, neste domínio.

A interdição do financiamento monetário dos défices públicos, só por si impõe maior disciplina às políticas orçamentais nacionais, na medida em que, juntamente com as dificuldades acrescidas na tributação (por via do aumento da concorrência fiscal, nomeadamente)⁷², e a indisponibilidade do mecanismo cambial, o caminho para a *insolvência* se encurta, ou ainda dito de outra forma, a restrição orçamental intertemporal se reforça⁷³.

⁷²A possibilidade do voto electrónico pode até suceder à votação com os pés de que falava Tiebout.

⁷³A exclusão da possibilidade de recurso ao imposto de inflação, como forma de assegurar o serviço da dívida pública denominada em moeda nacional, aumenta o risco de insolvência. A restrição orçamental intertemporal estipula que o valor actualizado da despesa pública mais o valor inicial da dívida pública iguale o valor actualizado das receitas fiscais incluindo o imposto inflacionário. A sua equação pode escrever-se:

$$d + PV(g) = PV(t + pm)$$

O reforço da restrição orçamental intertemporal confere por sua vez maior importância à gestão do orçamento corrente, ou do seu equilíbrio (Barbosa, 1991)⁷⁴, na medida em que, consoante a natureza mais ou menos reprodutiva da despesa pública financiada pelo endividamento, e a incorporação da inflação na taxa de juro nominal, se poderá atenuar ou estreitar a margem de manobra de longo prazo da política orçamental.

O impacto de "tectos" na redução da capacidade estabilizadora do orçamento foi confirmado, em estudo recente de Bayoumi e Eichengreen (1995) dependendo a dimensão da redução, imposta à capacidade estabilizadora, do instrumento orçamental sobre o qual se impõe o "tecto". Das simulações para os EUA, com um modelo MULTIMOD, a redução da capacidade estabilizadora situou-se em média em 40 por cento.

Em conclusão, se a imposição de critérios ex-ante (enquanto limites superiores) para as finanças públicas pode conduzir a situações bastante diversas (Buiter and Kletzer, 1990), do ponto de vista do impacto sobre o output e sobre os preços, não há, por outro lado, dúvida de que a estabilização das variáveis reais, na UE, parece de facto, no presente, bastante diminuída, quer face a períodos anteriores, quer face a outras federações, a menos que as

d, representa a dívida pública em percentagem do PIB
PV(g), o valor actualizado da despesa pública em percentagem do PIB,
t, as receitas fiscais em percentagem do PIB,
p, a taxa de inflação, e
m, a base monetária em percentagem do PIB.

⁷⁴"Se os empréstimos contraídos financiam despesas de consumo, é evidente que não haverá benefícios futuros a contrapor ao custo da tributação futura. Se pelo contrário os empréstimos são aplicados em bens de capital produtivo, então um valor anormalmente elevado para o stock inicial da dívida não será neste aspecto preocupante. Porque há de facto que contabilizar o fluxo de benefícios futuros que esses bens duradouros irão proporcionar. Por outro lado, as inflações elevadas são geralmente incorporadas nas taxas de juro nominais, antecipando, deste modo, para o presente os encargos da dívida, o que constitui um antídoto regularizador contra a tendência dos governos de sobrecarregarem as gerações futuras. A redução da inflação pode eliminar este

pressões sobre estas restrições orçamentais conduzam a um reforço significativo das intervenções extra-orçamentais, e/ou à proliferação do “creative-accounting”.

Embora, uns defendam que na UE não seria necessário um orçamento federal semelhante aos existentes noutras federações para que fosse possível dispor de uma importante função estabilizadora mas, tão somente implementar mecanismos exclusivamente orientados para esse objectivo. Na verdade, na actualidade, na UE não existe sequer nenhum sistema de transferências federais, que minimize os efeitos de eventuais choques assimétricos, na ausência da possibilidade de utilizar as correcções cambiais.

3.8. Conclusão

Portugal, no seu processo de integração e de convergência para a moeda única, pode estar a impor limites “inadequados” (para a sua estrutura económica) às flutuações de preços, obrigando as “quantidades” a eventuais variações excessivas (Green, 1996), uma vez que na União Europeia, não existe um mecanismo “central” de estabilização e o mecanismo nacional estará significativamente coarctado pelos critérios de convergência das finanças públicas.

No capítulo IV tentar-se-á avaliar do impacto deste processo na capacidade de estabilização da economia portuguesa, começando por uma breve descrição dos factos relevantes da evolução económica portuguesa nas três últimas décadas, do ponto de vista desta problemática.

antídoto, a não ser que se verifique uma subida das taxas de juro reais.

IV. CAPACIDADE ESTABILIZADORA DA ECONOMIA PORTUGUESA

O posicionamento das políticas económicas de Portugal relativamente à polémica da estabilização da procura versus controlo da inflação foi significativamente distinto do dos restantes Estados membros da OCDE. Efectivamente, o sector público administrativo, em particular os impostos absorviam muito menos recursos do que a generalidade dos países da OCDE. O controlo da conjuntura através das políticas monetária e orçamental era praticamente inexistente, e os controlos administrativos de preços perduraram até muito recentemente (Lopes, 1996)⁷⁵.

Neste capítulo, procuramos, em primeiro lugar, evidenciar a provável existência de correlação entre a desaceleração do crescimento e a instabilidade do próprio crescimento, para de seguida identificarmos um conjunto de importantes alterações à capacidade estabilizadora da economia portuguesa, desde a adesão às Comunidades Europeias, em 1986, e finalmente procuramos quantificar o impacto das restrições aos estabilizadores fiscais.

A capacidade estabilizadora da economia de um país, num determinado momento, varia com o tipo de choque que enfrenta, por exemplo, se é um choque comum a vários Estados membros ou se é um choque assimétrico.

Choques assimétricos exigem respostas assimétricas pelo que a UEM nestes casos é indubitavelmente uma solução inferior na medida em que só permite ligeiras respostas

⁷⁵ Aliás, actualmente ainda se encontram condicionadas as rendas de habitações com contratos mais antigos e alguns combustíveis.



assimétricas por parte das políticas fiscais. A esta limitação acrescem as restrições orçamentais, aos estabilizadores fiscais automáticos, impostas pelo Tratado da União e pelo Pacto de Estabilidade.

A abordagem à capacidade estabilizadora centrar-se-á pois na análise comparativa das respostas (impacto na amplitude das flutuações do “output”) a choques assimétricos da procura, com e sem restrições sobre o funcionamento dos estabilizadores fiscais, em ambiente de transição para a UEM (correspondente ao período do Programa de Convergência Estabilidade e Crescimento), e na fase c da UEM.

A integração gradual pela convergência nominal, das finanças públicas, “Pacto de estabilidade”, e da UEM implica em si mesma a redução da possibilidade de choques fiscais assimétricos (dy/dg). Porém, estas restrições têm como contrapartida alterações na capacidade estabilizadora das finanças públicas, perante outros choques assimétricos.

Em cada uma destas situações, procurar-se-á avaliar do impacto de um choque exógeno assimétrico da procura, uma vez que este é o tipo de choque relevante para a estabilização orçamental. Um choque salarial, por exemplo, aumentará as receitas fiscais o que provocará ainda uma retracção adicional na procura.

4.1. Breve análise empírica

4.1.1. Qualificações empíricas ao trade-off inflação-crescimento: o caso de Portugal

A especificidade do intervencionismo português (a liberalização gradual dos preços só se iniciou na década de 80), conjuntamente com a ocorrência de um longo período de

instabilidade político-social entre 1974 e 1975, dificultam o estabelecimento e análise da correlação entre o crescimento e a inflação.

No período de 1974-85 ocorreram vários choques “country-specific” de grande dimensão na economia portuguesa: choque da procura; choque salarial e demográfico⁷⁶, e um importante choque nos termos de troca.

Quadro 4.1.1.

Portugal	1961-73	1974-85	1986-90	1991-95
Crescimento médio anual da procura	8	1,8	8	3
BTC em % do PIB	0,4	-5,8	-1,0	-1,9
Saldo público em % do PIB	-1,3	-5,8	-4,7	-5,6
Índice termos de troca	114,9	102,5	104,6	106
Var. relativa (20 países) CTUPs (esc)	-0,9	11,4	8,3	6,2

Fontes: OCDE Historical Statistics; European Economy, Séries Longas do Banco de Portugal.

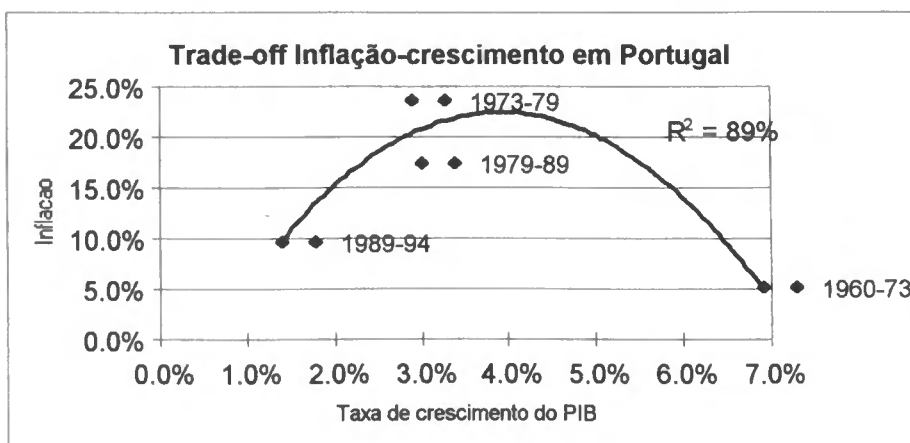
Quer o choque salarial⁷⁷, quer o choque nos termos de troca, reforçam o trade-off inflação - crescimento. Não obstante, verifica-se (Figura 4.3.1.) que taxas de inflação até 20 por cento são, aparentemente, compatíveis com taxas de crescimento até 4 por cento ao ano. Portugal apresenta, o ponto de inflexão mais elevado na inflação, de entre todos os Estados da UE,

⁷⁶ importante afluxo populacional (a população activa aumentou perto de 30 por cento), coincidente com o aumento de rigidez no mercado laboral.

⁷⁷Um choque salarial não dá origem a qualquer estabilização orçamental, pois a receita fiscal suplementar ainda retrai mais o output, segundo o modelo keynesiano.

com excepção da Grécia. Aparentemente a actual desaceleração relativa do crescimento dificilmente se poderá atribuir a inflação excessiva.

Figura 4.1.1



Fontes: Historical Statistics; e Survey; OECD

4.1.2. A desaceleração do crescimento em Portugal: factores alternativos

Os diversos choques “country-specific” que afectaram a economia portuguesa no período de 1974-85, dificultam também a apreensão dos efeitos de médio-longo prazo no crescimento resultantes de outras variáveis, nomeadamente quando em comparação com o conjunto da economia da UE.

a tendência decrescente da rentabilidade média do investimento

Todavia, e embora não de forma tão nítida como para o conjunto da economia europeia, parece verificar-se também uma tendência decrescente da rentabilidade média do investimento de par com uma permanência recente bastante duradoura de elevadas taxas de

juro reais, esta última mais pronunciada do que no caso da média da EUR15, (quadro 4.1.2.1.).

Quadro 4.1.2.1

Portugal	1961-73	1974-85	1986-90	1991-95
Taxa crescimento efectivo (PIB)	6,9	2,2	5,1	1,1
Rentabilidade do investimento	21,8	7,9	19,6	3,9
Taxas juro reais longo prazo	-2,9 (1)	-9,5 (2)	5,8	5,9

Fontes: Economic forecasts, European Commission, Autumn 1996.

Notas: (1) Taxas de juro reais de curto prazo (1966-73); (2) Taxas de juro reais de curto prazo .

Ao contrário do que se verifica para o conjunto da EUR 15, a “insuficiência” de investimento (no sentido de Harrod-Domar) não parece constituir factor explicativo da desaceleração recente do crescimento económico, (quadro 4.1.2.2.).

Quadro 4.1.2.2

Portugal	1961-73	1974-85	1986-90	1991-95
Taxa de crescimento efectivo	6,9	2,2	5,1	1,1
Taxa de crescimento <i>natural</i> (H-D)	6,9	3,7	5,1	0,7
Taxa <i>garantida</i> de crescimento do Investimento	5,5	-5,3	5,8	2,5
Taxa efectiva de crescimento do Investimento	7,9	-1,3	10,2	2,0

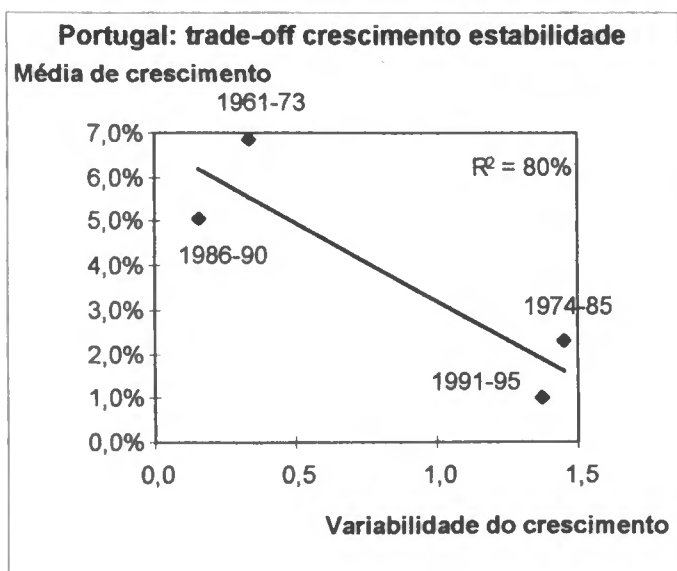
Fontes: Economic Forecasts, European Commission, Autumn 1996, e OCDE Historical Statistics

O esforço de investimento apoiado pelos Fundos Estruturais comunitários, poderá explicar quer a pronunciada descida da taxa de rentabilidade média do investimento, quer o próprio

nível relativamente elevado de investimento⁷⁸. Por outro lado, quanto ao investimento privado, geralmente com taxas de rentabilidade média mais elevada, não terá havido qualquer efeito significativo de “crowding-out”⁷⁹.

o aumento da variabilidade (instabilidade) do crescimento

Figura 4.1.2.1.



Outro factor eventual de desaceleração do crescimento poderá ser o aumento da sua variabilidade (instabilidade). Efectivamente, verifica-se uma correlação fortemente negativa, sendo de realçar que entre os períodos de 1986-90 e 1991-95

enquanto a variabilidade (instabilidade) do crescimento do PIB aumenta cerca de 10 vezes, a média do seu crescimento reduz-se em mais de 80 por cento, mesmo sem se corrigir o impacto dos fundos comunitários sobre o crescimento do PIB, estimado entre 0,6 e 1,2 p.p., para o período 1986-90, e entre 0,3 e 0,8 p.p. no período de 1991-95,

⁷⁸ O apoio comunitário a Portugal iniciou-se na década de 70 com empréstimos concessionais, e na primeira metade década de 80 foram concedidas as primeiras ajudas de pré-adesão. Após a adesão, em 1986, Portugal beneficiou do apoio dos Fundos Estruturais em montantes entre 1,5 e 3 por cento do PIB ao ano. O impacto imediato (via consumo privado e rendimento disponível, e via investimento privado pelas expectativas “forward-looking”) dos apoios estruturais, no crescimento do PIB português, é estimado pela Comissão (ComUE, 1997), entre 0,6 e 1,2 p.p. de crescimento suplementar do PIB no período de 1986 a 1990, e entre 0,3 e 0,8 p.p. para o período de 1991 a 1995.

⁷⁹ Considerando, como Buiter, que a despesa evolui de forma “neutral” quando cresce à mesma taxa do crescimento potencial do PIB e a receita é neutral quando cresce à taxa de crescimento efectivo, admitindo-se os output-gap estimados pela OCDE.

(quadro 4.1.2.3.). De notar, que a variabilidade da inflação, reduz-se também de cerca de 70 por cento⁸⁰ (quadro 4.1.2.3.).

Quadro 4.1.2.3.

Portugal	1977-85	1986-90	1991-95
Variabilidade (1) do crescimento do PIB (2)	1,36	0,31	3,10
Crescimento do PIB (2)	2,2	4,5	0,5
Variabilidade (1) Inflação (2)	0,21	1,16	0,38

Fontes: Contas Nacionais trimestrais, Boletins mensais de estatística, INE.

Notas: (1) Variabilidade medida pelo rácio desvio padrão/média; (2) Variação homóloga trimestral não acumulada.

O aumento da variabilidade do crescimento pode dever-se a:

- aumento da variabilidade da procura;
- aumento da rigidez de preços⁸¹/salários;
- aumento da predominância de efeitos pró-cíclicos, devido a:

- redução da capacidade de estabilização automática; ou
- predominância de políticas discricionárias pró-cíclicas.

⁸⁰ A redução da variabilidade dos preços no período de 1991-95 relativamente aos períodos anteriores terá sido "ofuscada" pelo efeito da gradual redução do cabaz de bens com preços administrados.

⁸¹ Quer o modelo keynesiano quer o modelo clássico sugerem que quanto mais flexíveis os preços menos variável se torna o output. Porém o efeito Mundell alerta para o impacto contraditório sobre o output de aumentos de preços ou aumentos de inflação (os primeiros têm um efeito negativo sobre o output e os segundos um efeito positivo). Portanto, para saber se um aumento de rigidez dos preços é responsável por um aumento de variabilidade do output há que determinar primeiro qual o limiar crítico de rigidez, pois segundo Chadha (1990) há um limiar de rigidez abaixo do qual um aumento de rigidez reduz a variabilidade do output.

No período de 1974-85 ocorreram vários choques simétricos e “country-specific”, choques da procura e simultaneamente choques salariais⁸². No período de 1973-75, o investimento e as exportações decresceram (em termos acumulados) cerca de 32 por cento, cerca de -19 pontos percentuais (p.p.) do PIB, tendo o PIB decrescido cerca de 3,2 por cento. Na recessão de 1982-84, o consumo privado e o investimento decrescem conjuntamente cerca de 12 por cento (em termos acumulados), ou -12 p.p. do PIB, e o PIB decresce cerca de 2 por cento. Verifica-se, pois, entre os dois choques, sensivelmente a mesma proporcionalidade.

Porém, na recessão de 1992-93, o decréscimo conjunto do investimento e das exportações em cerca de -3 p.p. do PIB provoca um decréscimo do PIB de cerca de 1,2 por cento. Se se admitir a linearidade do comportamento, conclui-se que, proporcionalmente, a flutuação do PIB foi muito maior na última recessão do que nas anteriores, indiciando uma redução da capacidade de estabilização da economia.

aparentemente não correlacionada com políticas fiscais pró-cíclicas

Quanto á predominância de políticas pró-cíclicas, admitindo a regra simples⁸³ de que uma política fiscal pró-cíclica se caracteriza por fazer crescer as despesas públicas a uma taxa superior ao crescimento do PIB e as receitas a uma taxa inferior à taxa de crescimento do PIB, estimou-se uma relação funcional do tipo $d y = a + b_1 * d \ln x_t + b_2 * y_{t-1}$, para o período

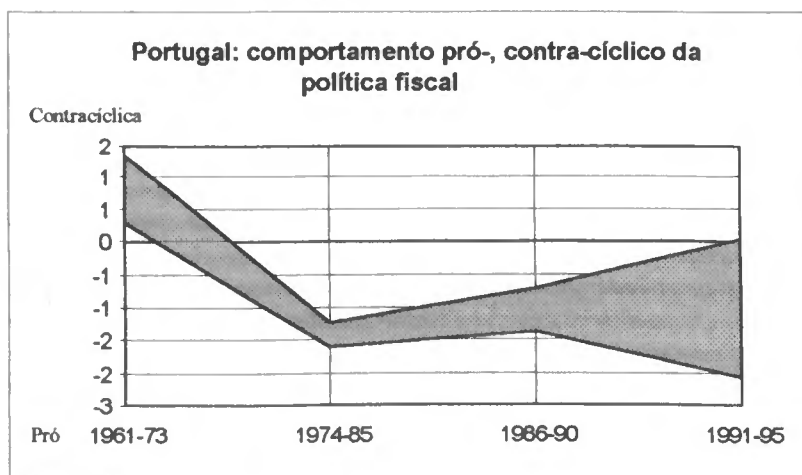
⁸² Não estabilizável pelas finanças públicas, no sentido de redução do impacto negativo deste choque na oferta.

⁸³ Poder-se-ia recorrer aos métodos do FMI (Fiscal Impulse), ou da OCDE (Cyclical adjusted balance), em lugar do défice convencional. Porém, estes dois métodos baseiam-se ambos no conceito de output gap, quer relativamente ao “output” potencial, quer relativamente ao “output” tendencial.

de 1961 a 1995 com variáveis dummy para os sub-períodos. A variável x representa o PIB, e y o saldo orçamental em percentagem do PIB, ou as despesas públicas em percentagem do PIB, ou ainda as receitas públicas em percentagem do PIB, e d é o incremento.

A uma política pró-cíclica corresponderia um coeficiente b_1 positivo, se y representar a despesa, ou negativo no caso de y representar o saldo ou a receita pública. Os coeficientes estimados não permitem, porém, afirmar com segurança, que a política fiscal (automática e

Figura 4.1.2.2.



discricionária) tenha tido impactos (expansionistas ou contraccionistas) substancialmente diferentes de período para período, (Figura 4.1.2.2.).

A simplicidade traz, na verdade, alguma fraqueza do ponto de vista da correcta quantificação do impacto das contas públicas sobre a procura⁸⁴, mas há ainda a considerar os problemas decorrentes das frequentes alterações dos métodos de contabilização dos défices e do próprio PIB no âmbito do Sistema Europeu de Contas.

Porém, arriscamos a concluir que a estabilização dos choques verificados no período 1974-85, não se terá ficado a dever à política fiscal, e que o aumento recente da variabilidade do

⁸⁴ Uma das limitações deste método é o facto do crescimento do output ser ele mesmo influenciado pela função estabilizadora do orçamento.

output também não se deverá a uma eventual redução do carácter contra-cíclico da política fiscal.

Quer a estabilização que ocorreu no período de 1974-85, quer a recente instabilidade, no crescimento real do PIB, no período de 1991-95, não parecem resultar de forma inequívoca da política fiscal contra-cíclica ou pró-cíclica, respectivamente.

Alterações no multiplicador como factor de aumento da variabilidade do crescimento

A economia portuguesa enfrentou, nas últimas três décadas, substanciais choques exógenos da procura. De 1973 a 1975, o Investimento e as Exportações, conjuntamente, decresceram, em termos acumulados mais de 30 por cento, o que representou um choque negativo de 19 pontos percentuais do PIB inicial. Entre 1982 e 1984, o Consumo privado e Investimento, em conjunto, decresceram cerca de 12 por cento, em termos acumulados, o que equivaleu a um choque negativo de cerca de 12 p.p. do PIB inicial. E, recentemente, já em pleno esforço de convergência nominal, o Investimento e as Exportações, em conjunto, decresceram cerca de 5 por cento, de 1992 para 1993, o que representou um choque de cerca de 3 p.p. do PIB inicial.

É visível uma desproporção de impacto no PIB entre os dois primeiros choques e o último. Efectivamente, a verificar-se um impacto no PIB de proporções equivalentes, em 1992-93, o PIB deveria decrescer “grosso modo” cerca de 0,5 por cento e não 1,2 por cento como se verificou. Este “amortecimento” menor poderá ter resultado da significativa redução da propensão marginal a poupar sem compensação noutros mecanismos estabilizadores.

Considerando que em Portugal o funcionamento do sistema de preços e do mercado financeiro esteve fortemente estrangido até muito recentemente, poder-se-á admitir como hipóteses simplificadoras que quer o consumo privado(Luz, 1992)⁸⁵ quer o investimento não dependem da taxa de juro, e o mercado de bens e serviços em volume não depende do sistema de preços. Assim, poder-se-á considerar as seguintes equações:

$$Y=C+G+I+X-M \quad (1)$$

$$C=c_0+c_1*Y_d \quad (2)$$

$$G=G_0 \quad (3)$$

$$I=I_0 \quad (4)$$

$$X=X_0 \quad (5)$$

$$M=m_0+m_1*Y \quad (6)$$

$$Y_d = Y - T + R \quad (7)$$

$$T=T_0 + t*Y \quad (8)$$

Em que:

Y: Procura agregada de bens domésticos, em volume;

C: Consumo privado, em volume;

G: Consumo público, em volume (variável exógena);

I: Investimento, em volume (variável exógena);

X: Exportações, em volume (variável exógena);

⁸⁵ O comportamento do consumo privado em Portugal revela a forte dependência do rendimento corrente, devido a restrições de liquidez.



M: Importações, em volume;

Y_d : Rendimento disponível;

T: Impostos

R: Transferências públicas para particulares;

Obtém-se, como multiplicador (k) da procura interna:

$$k = 1/(1-c_1(1-t)+m_1)$$

Admitindo as aproximações seguintes: $c_1 = 1 - s$ (taxa de poupança das famílias); m_1 é o quociente das importações pelo PIB; e t o nível de fiscalidade. Verifica-se que o valor “deste” multiplicador terá aumentado cerca de 5 por cento sucessivamente nos dois períodos posteriores a 1974-85, (quadro 4.1.2.4.):

Quadro 4.1.2.4.

	Varição percentual do multiplicador (k)
De 1961-73 a 1974-85	-27%
De 1974-85 a 1986-90	+5%
De 1986-90 a 1991-95	+5%

Fontes: Séries Longas do Banco de Portugal; Historical Statistics, OECD; Economic Forecasts, Autumn 96, European Commission

Como o efeito estabilizador é tanto maior quanto menor for o multiplicador, verifica-se, portanto que a estabilização ter-se-á reduzido consecutivamente nos dois últimos períodos, em resultado, principalmente, da redução da taxa de poupança das famílias.

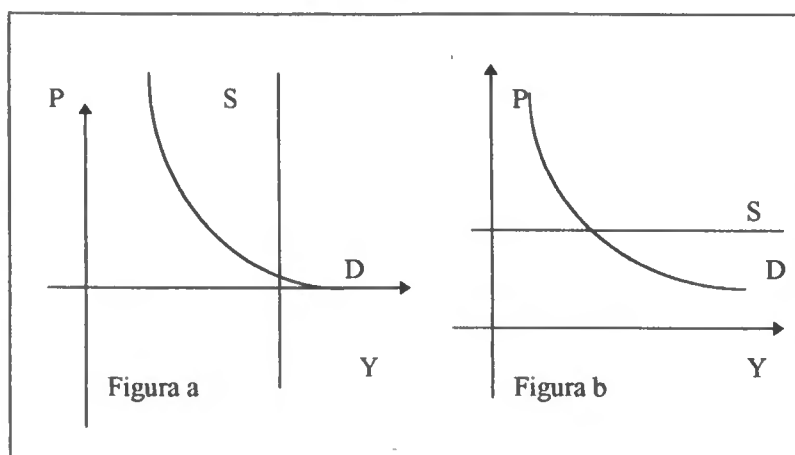
Em síntese, aparentemente, não será por insuficiência de desinflação que o crescimento do PIB não acelera mais, sendo plausível que tal se deva a outros factores conjugados, como por exemplo a descida da taxa média de rentabilidade do investimento, e em particular, não será de excluir a hipótese de o aumento da variabilidade do crescimento real do output estar a ter um efeito perverso sobre o próprio crescimento.

Quanto às causas do acréscimo na instabilidade do crescimento real do output, não há evidência inequívoca, numa primeira abordagem simplista, de que tal se deva a políticas fiscais pró-cíclicas. Em contrapartida, há indícios de alterações estruturais, incluindo o efeito da imposição de algumas restrições sobre a margem de flutuação admissível para algumas variáveis nominais, com impacto no multiplicador, e conseqüentemente na capacidade de absorção de choques exógenos da procura.

4.2. Alterações estruturais e discricionárias à capacidade de estabilização da economia portuguesa

Recapitulando o capítulo III, tem-se que, genericamente, a capacidade de estabilização, no curto prazo, das variáveis reais, perante choques exógenos na procura, é tanto maior quanto menos “demand dominated” é o “output”, quanto menor for o multiplicador, e quanto maior for a “margem de manobra” dos estabilizadores fiscais automáticos.

Figura 4.2.1.



Como é óbvio no caso do “output” ser “supply dominated”, caso neoclássico em que os preços e salários reais são suficientemente flexíveis, a curva da oferta é vertical e não há qualquer efeito no

“output” de alterações na procura agregada. Os preços acomodam todas as alterações (Figura 4.2.1., figura a).

Na nossa abordagem, assumimos o caso em que o output é “demand dominated”, caso keynesiano, e os preços “supply-dominated”, (Figura 4.2.1, figura b). Nestas circunstâncias, qualquer alteração na curva da procura reflecte-se no “output” real, permanecendo os preços constantes.

Admitindo-se, o “output” “demand-dominated”, tem-se que o multiplicador dum choque exógeno da procura, é tanto menor quanto menos acomodatória for a política monetária, e quanto maiores forem as “fugas”, i.e., basicamente, a propensão marginal a poupar do rendimento corrente, os estabilizadores fiscais automáticos, e em câmbios fixos também a propensão marginal a importar.

O efeito dos estabilizadores fiscais é tanto maior quanto mais dependentes do rendimento corrente forem os impostos, maior a progressividade, quanto mais anticíclico for o

comportamento da despesa pública, menor o “crowding-out”, e menor a “neutralidade Ricardiana”.

A convergência nominal para garantir a passagem à terceira fase da UEM, e posteriormente, a exigência da própria moeda única e do Pacto de Estabilidade condicionam estes parâmetros da economia portuguesa, enquanto reduzem simultaneamente a “margem de manobra” dos estabilizadores fiscais automáticos.

A propensão marginal a importar tende a aumentar com o desenvolvimento do próprio processo de integração, inclusive com o desaparecimento da restrição da BTC e da BoP. E, a propensão marginal a consumir do rendimento corrente tende a diminuir com o desenvolvimento do mercado financeiro.

Na nossa abordagem, porém, não se consideram estas alterações estruturais, mas tão somente as implicações da introdução de restrições à estabilização monetária e fiscal automática, decorrentes da convergência nominal, e da passagem à terceira fase da UEM.

4.2.1. Alterações normativas à capacidade estabilizadora da economia portuguesa

Após a adesão de Portugal às Comunidades Europeias, Portugal deu início à implementação gradual de um conjunto de alterações estruturais com impacto na capacidade de estabilização da economia, em sentido estrito⁸⁶, as quais se podem agrupar em:

⁸⁶ Redução da flutuação do output independentemente do nível deste.

a) Restrições à acomodação monetária/cambial

Até 1990, a política monetária procurava através do controle monetário directo, sob a forma de limites ao crédito, taxas de juros administradas e controles aos movimentos de capitais, contribuir para o alcance de um objectivo de crescimento real e de um objectivo de inflação tendo em conta a restrição externa e a conjuntura interna.

Desde 1977 que se vinha adoptando um regime cambial de “crawling peg”. Em 1986, data da adesão de Portugal às Comunidades Europeias tornou-se o regime de “crawling peg” menos acomodaticio, reduzindo-se as depreciações mensais de 1% gradualmente até 0,25% em 1990.

Em ordem a preparar o ajustamento da economia portuguesa para a UEM, procedeu-se a alterações na lei orgânica do Banco de Portugal (BP) em 1990 substituindo-se o objectivo de acomodação, da política cambial, pelo objectivo de “estabilidade do escudo”. Em 1992 o escudo entra para o Mecanismo de Taxas de Câmbio (MTC) com uma banda de flutuação de 6%, para tentar credibilizar o “policy mix”. Posteriormente a banda de flutuação foi alargada para 15%;

Finalmente, em 1995, procede-se a nova revisão da lei orgânica do banco de Portugal, transferindo-se o objectivo da política monetária de forma explicita para a estabilidade dos preços⁸⁷.

⁸⁷ Substituindo-se progressivamente e em paralelo o controle monetário directo pelo controle indirecto.

A UEM, requer, paralelamente, de acordo com o Tratado da UE, de que Portugal foi um dos signatários, no período objecto de avaliação para passagem à terceira fase, que as taxas de juro de longo prazo não apresentem um desvio superior a 2 p.p. relativamente à média das três taxas de juro mais baixas verificadas na UE.

b) Restrições à acomodação pelos preços

Em Portugal só muito recentemente se começou a remover os constrangimentos ao livre funcionamento do mecanismo dos preços, existindo ainda actualmente controles sobre os preços de alguns combustíveis e de rendas habitacionais relativas a contratos mais antigos.

Todavia, ao dismantelamento dos constrangimentos aos preços “individuais” sucedeu-se a institucionalização do objectivo de estabilidade dos preços em termos globais, pela política monetária.

A UEM, requer, por sua vez, que a taxa de inflação para Portugal, no período objecto de avaliação para passagem à terceira fase, não apresente um desvio superior a 1,5 p.p. relativamente à média das três taxas de inflação mais baixas verificadas na UE.

c) Restrições à estabilização pelas finanças públicas.

A reforma fiscal, iniciada em 1986 no domínio da tributação indirecta e alargada em 1989 aos impostos sobre os rendimentos e ao sistema de benefícios fiscais, foi importante do ponto de

vista da estabilização económica basicamente por duas razões: 1/ consubstanciou-se num alargamento muito significativo da base tributável; e 2/ reduziu consideravelmente o “lag” temporal entre o facto tributável e a obrigação fiscal.

No início da década de 90, o ajustamento da economia nacional com vista à participação na terceira fase da UEM, caracteriza-se basicamente pelo favorecimento da disciplina financeira em detrimento da estabilização cíclica. Esta mudança dita três grandes tipos de alterações ao nível da definição legal das políticas fiscais, com impacto no seu efeito estabilizador:

1º-a subalternização da regra de ouro das finanças públicas (que permitia o “dampening” duma eventual retracção do investimento privado pelo investimento público) que resulta da substituição da regra do equilíbrio do orçamento corrente pela regra do equilíbrio do orçamento primário (art. 7º, Lei de Enquadramento do Orçamento de Estado);

2º-redução da flexibilidade potencial da política fiscal:

-redução drástica das operações “extra-orçamentais”;

-enquadramento da política fiscal numa lógica não acomodaticia consubstanciada na introdução de plafonds nominais à despesa pública primária⁸⁸; e

3º-eliminação do financiamento monetário dos défices, consubstanciado na eliminação da conta corrente do Tesouro no B.P. (a qual podia chegar a 10% das receitas

⁸⁸ Em 1991, o OE passou a enquadrar-se num horizonte de médio prazo, o Quadro de ajustamento nacional para a transição para a União Económica e Monetária (Quantum), visando a convergência nominal da economia portuguesa com a média da comunidade europeia, na base de um programa de consolidação fiscal traduzido numa redução drástica do défice público e numa redução sustentada do peso da dívida pública.

correntes do ano fiscal anterior)⁸⁹ e na proibição das compras directas de dívida pública pelo BP (Leis Orgânicas do BP, 1990 e 1995).

A UEM, requer ainda que o défice e dívida pública, em percentagem do PIB, em Portugal, no período objecto de avaliação para passagem à terceira fase, não apresente valores superiores a 3 por cento e 60 por cento, respectivamente.

Em síntese poder-se-á afirmar que a grande linha marcante de todas estas alterações é a institucionalização do **princípio da não acomodação** das políticas económicas. Na prática, porém, o objectivo de estabilidade cambial em ambiente de liberalização dos movimentos de capitais, e de convergência das taxas de juro nominais de longo prazo, requer uma política monetária acomodaticia (manutenção da taxa de juro) perante eventuais choques da procura assimétricos ou “country specific”.

O efeito na capacidade de estabilização da economia portuguesa, induzido por todo este processo de preparação para a moeda única, depende da combinação destes diversos efeitos com as restrições ao funcionamento dos estabilizadores fiscais, e eventualmente de algum efeito induzido pelo orçamento comunitário.

4.2.2. O impacto do orçamento da UE em Portugal do ponto de vista da estabilização

No período de 1991 a 1995, as transferências comunitárias para Portugal situaram-se em média em 3,9 por cento do PIB, enquanto as transferências de Portugal para o orçamento da UE, foram em média de 1,3 por cento do PIB.

⁸⁹ A conta gratuita das Regiões Autónomas foi abolida em Setembro de 1995.

Utilizando a medida de estabilização (S) (Pisani-Ferry, Italianer e Lescure, 1992)⁹⁰

$$S = h_{tax} * (Tax/Y) - h_{trf} * (Trf/Y)$$

Em que:

h_{tax} : elasticidade rendimento das transferências de Portugal para o orçamento comunitário;

Tax: transferências de Portugal para o orçamento comunitário;

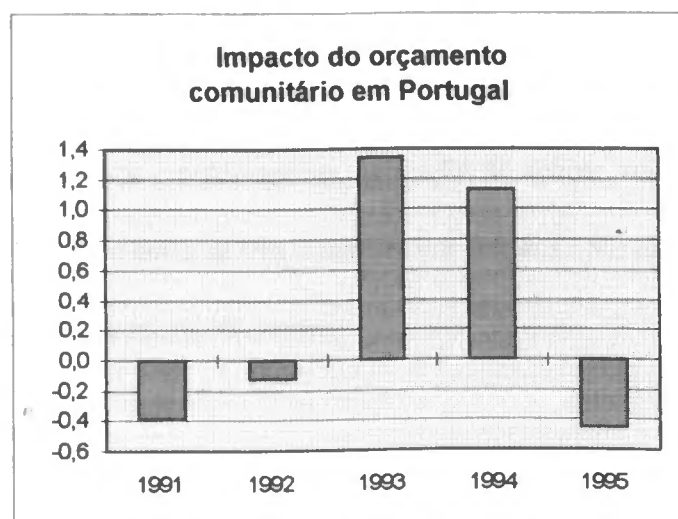
Y: Rendimento ou Produto Interno Bruto de Portugal;

h_{trf} : elasticidade rendimento das transferências comunitárias para Portugal;

Trf: transferências do orçamento comunitário para Portugal.

O impacto (des)estabilizador do orçamento comunitário, no período 1991-95

Figura 4.2.2.1



Considerando-se as variáveis em termos reais, e admitindo como “Tax” as contribuições financeiras, base IVA e base PNB de Portugal para a UE, verificou-se que o impacto do orçamento comunitário, em termos de estabilização das

⁹⁰ Admite-se que um indicador do grau de estabilização poderá ser: $S=1-dY_d/dY$, em que Y_d representa o PNB de Portugal e Y o PIB. Por simplificação assume-se aqui que $Y_d = Y - Tax + Trf + G$.

flutuações do PIB português, ao longo do período de 1991 a 1995, foi pró-cíclico em anos de expansão e, com mais intensidade, contracíclico na recessão e princípio de retoma (1993-94).

Este efeito, porém, não é extrapolável, por conter os efeitos das alterações no sistema de recursos próprios das Comunidades Europeias⁹¹, e das reavaliações do PNB português.

O impacto “expectável” do orçamento comunitário

Na ausência de alterações discricionárias, ter-se-á:

i) as transferências comunitárias (Trf), serão tanto mais estabilizadoras quanto mais dy/y for inferior a $dTrf/Trf$, e inversamente⁹², pois $dTrf/Trf$ é exógeno; e

ii) as contribuições de Portugal (Tax), para o orçamento comunitário, por sua vez serão tanto mais estabilizadoras quanto maior for $dTax/Tax$ relativamente a dY/Y .

O sistema de recursos próprios comunitários é composto de quatro recursos: direitos aduaneiros e prélèvements, cotização do açúcar, recurso IVA, e recurso PNB (para cobrir a diferença entre os três primeiros e a despesa). No caso de Portugal, os recursos IVA e PNB são os recursos relevantes.

⁹¹ Decisão do Conselho de 31 de Outubro de 1994

⁹² $dTrf/Trf = h_{Trf} * dY/Y$

O recurso PNB é independente da variação do PNB nacional⁹³, logo h_{PNB} é endógeno, e pode ser contracíclico (estabilizador) se superior a 1, o que se verifica quando $d\text{Tax}_{\text{PNB}}/\text{Tax}_{\text{PNB}} > dY/Y$, e inversamente.

O recurso IVA (Tax_{IVA}) é igual a 1% de 50% do PNB de Portugal, pelo que se pode admitir então:

$$S = h_{\text{PNB}} * \text{Tax}_{\text{PNB}} / Y + h_{\text{IVA}} * \text{Tax}_{\text{IVA}} / Y - h_{\text{Trf}} * \text{Trf} / Y$$

$$S = d\text{Tax}_{\text{PNB}}/dY + 0,005 - d\text{Trf}/dY$$

Em suma, o impacto (S) do orçamento comunitário em Portugal, será estabilizador quando $d\text{Tax}_{\text{PNB}}/dY + 0,005 > d\text{Trf}/dY$. Admitindo que $d\text{Tax}_{\text{PNB}} = 0$, ter-se-á como condição para um efeito estabilizador do orçamento comunitário em Portugal que:

$$d\text{Trf}/Y < 0,005 * dY/Y.$$

Admitindo que, na melhor das hipóteses, no futuro próximo $d\text{Trf}/Y \cong 0$ (em média), ter-se-á um impacto “desestabilizador” (expansionista), proveniente do orçamento comunitário, em períodos de forte expansão, menor que no passado recente, mas na eventualidade dum choque negativo da procura, o impacto “estabilizador” será também certamente muito inferior.

⁹³ O recurso PNB em termos globais é calculado de forma a cobrir a diferença entre as despesas do orçamento comunitário e as outras receitas.

4.2.3. O impacto da UEM na capacidade de estabilização das variáveis reais

Depois de se ter admitido a hipótese de a maior variabilidade (instabilidade) do crescimento ter um efeito perverso sobre o próprio crescimento da economia, e de esta poder resultar fundamentalmente de alterações aos mecanismos de estabilização automática, procurar-se-á neste capítulo avaliar, com recurso a um modelo simples da economia, as alterações à capacidade de absorção (“dampening impact”) dos estabilizadores fiscais automáticos, na economia portuguesa, em resultado da imposição de restrições ao funcionamento desses estabilizadores automáticos, em ambiente de transição para a UEM, e em UEM.

As equações do modelo e o seu tratamento tal como as hipóteses de que nos socorremos pretendem um compromisso entre o realismo e a operacionalidade, num ambiente de dados com graves problemas de fiabilidade, que decorrem não tanto de deficiências no aparelho estatístico português, mas principalmente das frequentes alterações de conceitos de contabilidade nacional, em particular na área das finanças públicas.

Como se viu no capítulo III, o efeito líquido da UEM na capacidade de estabilização de choques assimétricos da procura, resultará certamente numa redução significativa da capacidade de estabilização desse tipo de choque.

A pertinência desta análise depende obviamente da importância dos choques assimétricos, da sua probabilidade e da rigidez dos preços e salários e imobilidade do trabalho.

Relativamente aos choques assimétricos, a evidência mostra, por exemplo uma flagrante discrepância entre a procura externa dirigida à Alemanha e a dirigida aos restantes Estados da UE, expressa num sistemático e significativo excedente da balança externa corrente alemã.

Quanto à rigidez de preços e salários, e/ou imobilidade do trabalho, a evolução das taxas de desemprego (ajustamento pelas quantidades) parece constituir uma boa revelação da importância dessas rigidezes.

Poder-se-á, pois, questionar qual a dimensão que deverão ter os superávites das contas públicas portuguesas, (o défice poderá ultrapassar os 3 por cento do PIB quando se estiver perante uma recessão grave - ciclo anormal - a qual se entende por um decréscimo do PIB de 2 por cento em termos anuais), em situação de crescimento económico, para que possam acomodar eventuais choques de grande dimensão, sem desrespeitar o “tecto” de 1 por cento de défice em média ao longo do ciclo, fixado pelo “Pacto de Estabilidade”.

A eficácia duma eventual acção contracíclica depende do valor do multiplicador keynesiano, tudo o resto mantendo-se inalterado. Os três factores clássicos de estabilização (no sentido de absorção de choques exógenos)⁹⁴ são as fugas ao circuito

⁹⁴ Para o efeito deste estudo consideramos a estabilização somente no sentido de esbatimento de flutuações cíclicas ou de choques internos ou externos na procura, deixando de fora a estabilização activa com objectivos de aproximação do crescimento económico ao crescimento potencial da economia, ou simplesmente com o objectivo de expansão da procura.

económico: a poupança, e as importações no caso de regime de câmbios não flutuantes, e os impostos sobre o rendimento.

Porém, o valor do multiplicador keynesiano difere substancialmente entre, por exemplo, uma situação em que os estabilizadores fiscais automáticos podem funcionar sem restrições e uma outra situação em que se impõem limites à estabilização pelos mecanismos das finanças públicas, ou difere também substancialmente entre uma situação em que o Estado pode controlar o volume das suas disponibilidades monetárias e uma outra situação em que o Estado deixa de ter política monetária autónoma (ou moeda própria).

Em 1994, a OCDE⁹⁵ estimava que de entre 16 países membros, a capacidade de absorção de um choque exógeno no consumo privado, em Portugal, pelos estabilizadores fiscais automáticos, era então de somente 13 por cento (a menor do grupo), que compara com a média de 36 por cento para o grupo, 70 por cento para os Estados Unidos da América (EUA) e 53 por cento para a Alemanha.

Uma das principais razões para esta discrepância na importância dos estabilizadores fiscais automáticos como factor de estabilização provêm como é óbvio da diferença entre propensões marginais a poupar, uma vez que no estudo se admitiu a hipótese de câmbios flexíveis e política monetária acomodatória, o que minimiza o papel das importações como estabilizador e conseqüentemente as diferenças de propensões marginais a importar como explicação para as diferenças.

Naturalmente que os valores apresentados dependem significativamente das hipóteses assumidas na construção dos multiplicadores a partir do modelo Interlink, todavia a comparabilidade entre países é importante e o estudo mostra que quanto maior a propensão marginal a consumir e a investir, do rendimento disponível, maior a importância potencial dos estabilizadores fiscais na estabilização da economia perante choques exógenos. Daqui que se possa inferir, com interesse para o caso português, que à medida que aumenta a propensão marginal a consumir e a investir (como tem acontecido recentemente) aumenta também a importância dos estabilizadores fiscais na economia.

A metodologia usada no estudo da OCDE consistiu em simular o modelo Interlink provocando um choque no consumo privado, permitindo-se o livre funcionamento dos estabilizadores automáticos numa primeira simulação, enquanto numa segunda simulação se obrigava o défice das contas públicas a permanecer constante. À diferença entre a perda de output no primeiro caso e no segundo designou-se de impacto amortecedor dos estabilizadores automáticos (“dampening impact”).

Por outro lado, Bayoumi e Eichengreen, (1995) concluíam de simulações com um modelo Multimod, para os Estados Unidos, que a introdução de restrições à estabilização fiscal automática resultava em média numa redução da capacidade estabilizadora em cerca de 40 por cento.

⁹⁵ OCDE, “ECO/CPE/WP1 (94) 3”

Neste capítulo utilizaremos a metodologia da OCDE como base para a abordagem às alterações da capacidade de absorção de choques exógenos, assumindo-se sempre uma situação de câmbios fixos e política monetária “acomodatícia” (manutenção da taxa de juro real), e duas situações de política fiscal distintas: estabilizadores fiscais automáticos sem restrições e com restrições.

Em síntese, pretende-se avaliar o impacto das restrições fiscais na redução do efeito “estabilizador” dos estabilizadores fiscais automáticos, nas primeira e segunda fase da UEM (câmbios praticamente fixos), e em situação de “moeda única”(terceira fase).

Assume-se, por simplificação, que o rendimento disponível de Portugal não é função das transferências de e para o orçamento comunitário, e que não se alterarão significativamente os mecanismos de fixação de preços e salários, na economia.

Pressupõe-se, que no período em análise, a estrutura do orçamento português, segundo o impacto estabilizador dos seus “ítems” não se altera significativamente. E, não se consideram os efeitos da estabilização e convergência das taxas de inflação, em todo o espaço económico da UE, sobre os ajustamentos pelas quantidades.

4.2.3.1. Indicador do efeito estabilizador

Define-se impacto estabilizador dos estabilizadores fiscais automáticos (**IE**), como:

$$IE = (dy^f - dy)/dy^f$$

d: operador incremental de ordem 1;

y: produto interno bruto em volume;

dy^f : incremento no produto interno bruto (em volume) resultante dum choque exógeno, no consumo por exemplo, em situação de funcionamento estrangido dos estabilizadores fiscais automáticos;

dy : incremento no produto interno bruto (em volume) resultante dum choque exógeno, no consumo por exemplo, em situação de funcionamento sem restrições dos estabilizadores fiscais automáticos;

$IE < 0$, significa que para além dos estabilizadores automáticos há uma política de estabilização activa (db) com impacto, pois $dy^f < dy$;

Se $IE=0$, a imposição de restrições orçamentais não reduz a capacidade de estabilização dos estabilizadores fiscais automáticos, porque esta é certamente baixa;

Quando $0 < IE < 1$, significa que a política fiscal activa é “desestabilizadora” no sentido de ampliar a flutuação do output, relativamente à situação de funcionamento livre dos estabilizadores fiscais automáticos;

Se $IE=1$, significa que os estabilizadores automáticos sem restrições orçamentais absorvem integralmente as flutuações da procura.

$IE > 1$, quando a política de estabilização activa (db) é fortemente contracíclica, pois consegue inverter o sinal do impacto do choque exógeno, por exemplo aumentar o output perante uma quebra da procura.

4.2.3.2. O Modelo de simulação

Consideremos, o seguinte pequeno modelo inspirado no modelo Interlink da OCDE:

Modelo:

$$y = c + k + g + x - i \quad (\text{equilíbrio no mercado de bens e serviços})$$

$$c = c_0 + a_1 * r^{b1} * y * (1-t+\tau)$$

$$k = k_0 + a_2 * r^{b2} * y * (1-t+\tau)$$

$$i = i_0 + a_3 * (E * P_w/P_h)^{b5} * (c+k+g)$$

$$M_s = M_d \quad (\text{equilíbrio no mercado monetário})$$

$$M_d = M_0 * P * y^{b3} * r^{b4}$$

$$P = \lambda E P_w + (1 - \lambda) P_h$$

Definições das variáveis:

y: PIB em volume;

c: consumo privado em volume;

k: investimento, em volume;

g: consumo público de bens e serviços, em volume;

x: exportações de bens e serviços, em volume;

i: importações de bens e serviços, em volume;

P: índice de preços;

E: índice da taxa de câmbio (unidades de moeda nacional por unidade de moeda estrangeira);

M_s : massa monetária;

M_d : procura de moeda;

r: taxa de juro;

t: taxa de tributação;

τ : taxa de transferências públicas;

P_w : índice dos preços internos dos bens e serviços não transaccionáveis;

P_h : índice dos preços mundiais em moeda estrangeira;

λ : peso do comércio externo no PIB.

Não se considera o equilíbrio no mercado cambial, uma vez que toda a análise é desenvolvida em ambiente de câmbios fixos ($dE=0$).

Como se considera $dE = 0$ (câmbios fixos), e P_w e P_h são exógenos, então $dP = 0$, e $P = P_0 = 1$.

Notas às estimativas dos parâmetros:

$a_1 * r^{b_1}$, e $a_2 * r^{b_2}$: representam respectivamente as partes do consumo privado e do investimento no rendimento disponível;

Considera-se, por simplificação, que o aprofundamento da integração (nomeadamente pela alteração da propensão marginal a importar e das elasticidades substituição entre bens internos e externos, e ainda pelo aumento da vulnerabilidade que decorre da crescente especialização) não se traduz em alterações significativas ao valor do multiplicador.

Modelo diferencial condensado:

$$\bullet \quad [1 - (1 - a_3) * \Psi] * dy - (y/r) * (1 - a_3) * \gamma * dr = (1 - a_3) * (dc + dk + dg) + dx - di$$

$$\bullet \quad b_3/y * dy + b_4/r * dr = dM/M$$

Em que:

$$\Psi = (1-t+\tau) * (a_1 * r^{b_1} + a_2 * r^{b_2})$$

$$\gamma = (1-t+\tau) * (a_1 * b_1 * r^{b_1} + a_2 * b_2 * r^{b_2})$$

Temos duas equações e duas variáveis endógenas (dy e dr). Um choque exógeno do consumo (dc) conduzirá a uma variação do output (dy), que dependerá da política monetária seguida, e que se poderá traduzir em duas situações possíveis, *na ausência de restrições sobre o funcionamento dos estabilizadores fiscais automáticos*, de acordo com este modelo:

- Política monetária acomodatória, $dr = 0$

$$dy = (1 - a_3) / [1 - (1 - a_3) * \Psi] * dc$$

$$(dk = dg = dx = di = 0)$$

- Política monetária não acomodatória, $dM = 0$

$$dy = (1 - a_3) / [1 - (1 - a_3) * \phi] * dc$$

$$(dk = dg = dx = di = 0)$$

Sendo:
$$\phi = (1-t+\tau) * [a_1 * r^{b_1} * (1-b_1b_3/b_4) + a_2 * r^{b_2} * (1-b_2b_3/b_4)]$$

Com o Tratado da UE, o financiamento da despesa pública fica limitado aos impostos e à dívida, e enquanto este último está também limitado pelos critérios da sustentabilidade e da instabilidade, o financiamento pelos impostos é cada vez mais sujeito a pressões de concorrência fiscal.

Admitindo então a introdução de restrições orçamentais, ter-se-á:

$$gP + RP + rDP - TP = B \quad (\text{equilíbrio orçamental})$$

Como $dP = 0$, e $P = 1$, tem-se: $g + R + rD - T = B$

Considera-se:

$$R = \tau * y$$

$$T = t * y$$

$$B = b * y$$

$$D = \delta * y$$

R: transferências líquida do sector público para outros sectores;

T: receitas fiscais;

B: défice;

D: dívida pública;

Considerou-se as transferências como função do PIB, em alternativa à hipótese de variável exógena a qual aumentaria a potencialidade estabilizadora dos estabilizadores fiscais, por se considerar esta última hipótese menos realista.

Admitindo que (t) e (τ) são constantes, o equilíbrio orçamental, em termos diferenciais será:

$$dg = (b + t - \tau - r * \delta) * dy - \delta y * dr - (r * d\delta - db) * y$$

Considere-se o caso em que $dr=0$, i.e., o caso que melhor descreve a política monetária ao longo das três fases de preparação para a moeda única. A equação diferencial da restrição orçamental simplifica-se:

$$dg = (b + t - \tau - r * \delta) * dy - (r * d\delta - db) * y$$

Substituindo dg na equação do modelo diferencial condensado, obtém-se:

$$[1 - (1-a_3) * (\Psi + g/y)] * dy = (1 - a_3) * (dc + dk) + dx - di + (1-a_3) * (db - r * d\delta) * y$$

e, os seguintes incrementos:

$$dy_{(dc)} = (1 - a_3) / [1 - (1 - a_3) * (\Psi + g/y)] * dc$$

$$(dk = dg = dx = di = db = d\delta = 0)$$

$$dy_{(db)} = [(1 - a_3) * y] / [1 - (1 - a_3) * (\Psi + g/y)] * db$$

$$(dc = dk = dg = dx = di = d\delta = 0)$$

$$dy_{(d\delta)} = - [(1 - a_3) * r * y] / [1 - (1 - a_3) * (\Psi + g/y)] * d\delta$$

$$(dc = dk = dg = dx = di = db = 0)$$

A variação total do output (dy) provocada por um choque exógeno dc , quando os estabilizadores fiscais automáticos funcionam condicionados por restrições sobre o défice (db) e/ou sobre a dívida pública ($d\delta$), será:

$$dy^f_{(Total)} = [(1 - a_3) * (dc + y*db - y*r*d\delta)] / [1 - (1 - a_3) * (\Psi + g/y)]$$

Então o impacto estabilizador (IE) dos estabilizadores fiscais automáticos será:

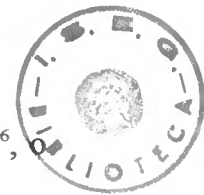
$$IE = (dy^f - dy)/dy^f, \text{ ou}$$

$$IE = 1 - 1 / [1 + db/(dc/y) - r*d\delta/(dc/y)] * \{ 1 - (1 - a_3) / [1 - (1 - a_3) * \Psi] * (g/y) \}$$

4.2.3.3. O efeito estabilizador no caso de Portugal

A variação da dívida pública em Portugal, na última década dependeu significativamente das “operações de regularização” e das “receitas de privatizações” afectas à amortização de dívida. Esta situação permanecerá ao longo dos próximos anos, pelo que não será irrealista assumir-se que o comprometimento com o critério da sustentabilidade da política fiscal definido no Tratado da UE não implica nenhum constrangimento forte sobre o “caminho” programado para o défice público.

Aliás, o critério da dívida pública está actualmente relegado para segundo plano como se pode observar implicitamente das declarações de altos responsáveis, na UE. Mas, mesmo admitindo que, no período em que o défice médio não poderá exceder 1 por cento do



PIB, a equação dinâmica da dívida não é função de “operações extra-orçamentais”⁹⁶, critério da dívida pública só exerce algum constrangimento sobre o défice (através das despesas com juros) para crescimentos inferiores a $1 \frac{3}{4}$ (que é um crescimento claramente abaixo da referência histórica)⁹⁷.

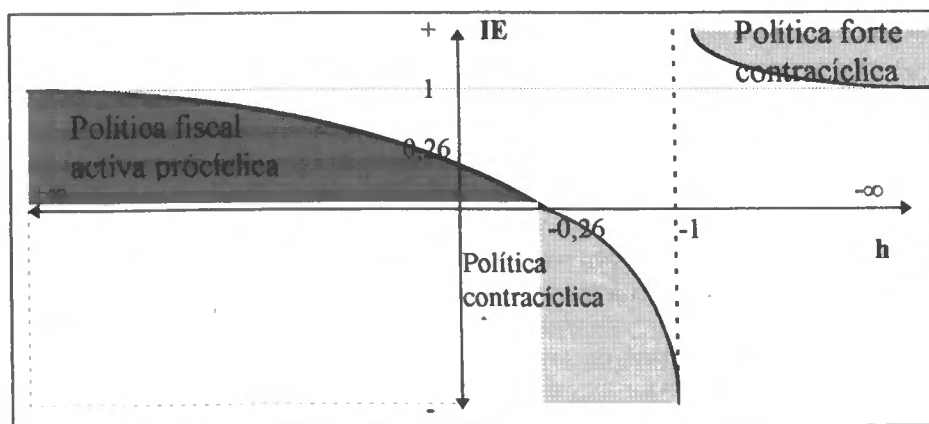
Admitindo $d\delta = 0$,

$$IE = 1 - 1 / [1 + db / (dc/y)] * \{ 1 - (1 - a_3) / [1 - (1 - a_3) * \Psi] * (g/y) \}$$

Para $db \neq -dc/y$

$$\text{Se: } \varphi = \{ 1 - (1 - a_3) / [1 - (1 - a_3) * \Psi] * (g/y) \}$$

Figura 4.2.3.1



$IE < 0$, quando $-(dc/y) < db < -(1 - \varphi) * (dc/y)$

⁹⁶ O comprometimento com o Tratado da UE aboliu a possibilidade de financiamento monetário do défice público.

⁹⁷ $\Delta D = B' + r * D$, e $\Delta \delta = 0$ implica que $b' = -\delta(r - dy/y)$, dado que $b' = b - r\delta$, tem-se: $dy/y = b/\delta$, ou $dy/y = 0,01/0,6 = 0,017$

$0 < IE < 1$, quando $-(1 - \varphi) * (dc/y) < db \leq h * (dc/y)$

$IE > 1$, quando $-h * (dc/y) \leq db < -(dc/y)$

$h =]-(1 - \varphi) ; + \infty [$

O impacto estabilizador dos estabilizadores fiscais automáticos é função da dimensão do choque exógeno (dc/y), do peso do consumo público (g/y) e da variação permitida para o défice público (db).

Com uma regra orçamental de redução do défice em percentagem do PIB ($db < 0$), para um choque negativo de dimensões idênticas, a perda de output, relativamente a uma situação de funcionamento sem restrições dos estabilizadores fiscais automáticos, é tanto maior quanto maior for a redução do défice (db).

Atribuindo valores, de acordo com as estimativas das contas nacionais da economia portuguesa, para 1997 tem-se:

$$t \cong 0,36$$

$$g/y \cong 0,18$$

$$b \cong 0,03$$

$$r\delta \cong 0,046$$

$$\tau \cong 0,164$$

$$a_3 \cong 0,36$$

$$a_1 * r^{b1} \cong 3/4$$

$$a_2 * r^{b2} \cong 1/3$$

$$\Psi \cong 0,868$$

$$IE \cong 1 - 1 / [1 + db / (dc/y)] * \{ 1 - 0,64 / [1 - 0,64 * 0,868] * (g/y) \}$$

$$IE \cong 1 - 1 / [1 + db / (dc/y)] * (1 - 1,44 * (g/y))$$

Como $(g/y) \cong 0,18$

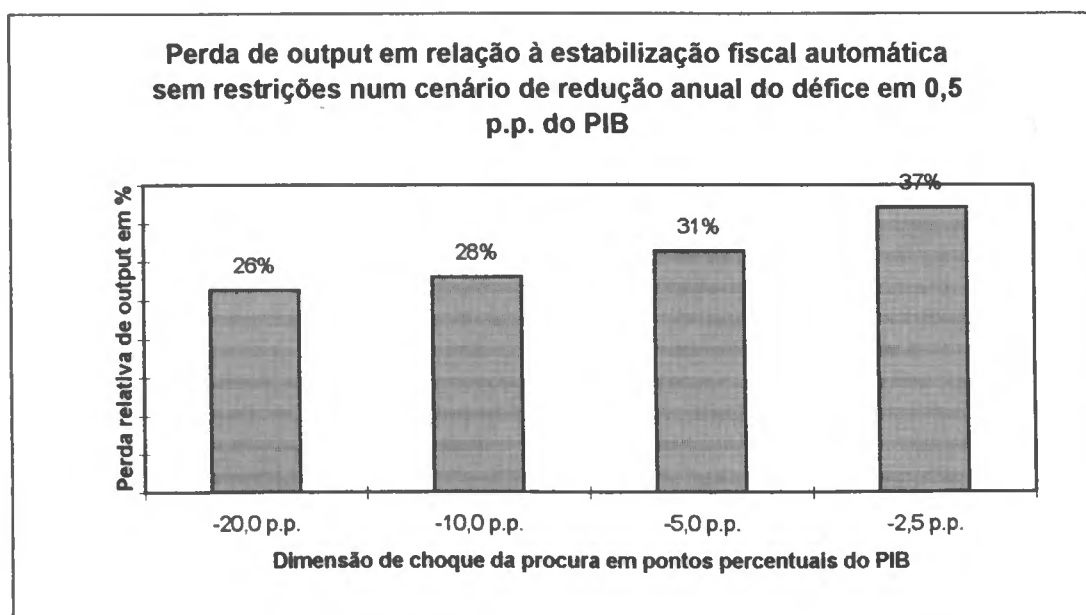
$IE \cong 1 - 0,741 / [1 + db / (dc/y)]$, para uma situação idêntica à actual situação da economia portuguesa.

Se $db=0$, tem-se que na eventualidade dum choque exógeno assimétrico (ou “country specific”) negativo da procura o output reduzir-se-ia mais cerca de $1/4$ do que na situação de estabilização fiscal automática sem restrições ($IE \cong 1/4$).

O cenário no período do PCEC (1998-2000)

Se $db = -0,005$, tal como aprovado no “Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento” (PCEC), ter-se-á, para diversas dimensões de eventuais choques na procura:

Figura 4.2.3.2



A perda relativa de output varia inversamente com a dimensão relativa do choque porque, neste caso, com regra orçamental fixa ($db = -0,005$), a intensidade (h) prócíclica (desestabilizadora) da *política fiscal activa* diminui com a intensidade do choque (dc/y):

$$db = h * (dc/y)$$

Quadro 4.2.3.1.

(dc/y)	-0,20	-0,10	-0,05	-0,025
h	0,025	0,05	0,1	0,2

Na eventualidade, menos provável dum choque assimétrico (ou “country specific”) positivo da procura, a regra $db=-0,005$, é estabilizadora, mas quanto maior o choque menor é o impacto estabilizador relativamente à situação de estabilização fiscal automática sem restrições, porque neste caso a intensidade contracíclica da política fiscal activa diminui com o aumento do choque.

Para choques positivos superiores a 2 p.p. de PIB o grau de estabilização torna-se cada vez menor relativamente ao proporcionado por estabilizadores automáticos sem restrições.

O cenário na fase c da UEM

Em moeda única assumimos a integração perfeita do mercado de capitais, e dada a pequena dimensão da economia portuguesa no seio da UE - o PIB de Portugal (y) representa cerca de 1,7 por cento do PIB comunitário (y_{UE}) -, assumimos que um eventual choque da procura não provocará um aumento significativo da taxa de juro. I.e. mantemos a hipótese $dr = dr_{UE} = 0$.

Na equação diferencial de equilíbrio no mercado monetário, consideramos:

$$b_3/y_{UE} * dy + b_4/r_{UE} * dr_{UE} = dM_{UE}/M_{UE}$$

Se: $dM_{UE}/M_{UE} = 0$, mas $dy/y_{UE} \cong 0$,

Então: $dr_{UE}/r_{UE} \cong 0$

No período da fase c da UEM, que corresponde à introdução efectiva da moeda única, atendendo aos condicionalismos do Pacto de Estabilidade, o défice máximo admissível não poderá exceder 3 por cento do PIB, salvo se se verificar uma recessão com quebra de crescimento superior a 2 por cento, devendo o défice estabilizar em média, no ciclo em 1 por cento do PIB.

Isto implica que em épocas de “boom”, se deverão verificar superávits de cerca de 1 por cento do PIB ($b=-0,01$), e que a margem de manobra da política fiscal (db) quando $b=-0,01$, perante um choque exógeno assimétrico (ou “country specific”) negativo é de cerca de 4 p.p. de PIB ($db \cong 0,04$), perante eventuais recessões de dimensão considerada não suficientemente grave.

Desta restrição podem-se já perspectivar, no mínimo duas situações de consequências distintas: a situação na fase de transição para um superavit de 1 por cento do PIB, e o risco para a estabilização nesse período, e a situação, em termos de estabilização em plena fase c da UEM.

Como se sabe, o défice programado, no Programa de Convergência, Estabilidade e Crescimento, para o ano 2000 é de cerca de 1,5 por cento do PIB. Isto significa que a

consolidação fiscal com objectivo de 1 por cento de superavit, se deverá fazer ao ritmo de cerca de 1 p.p. ao ano ($db=-0,01$) até ao começo da fase c.

Nestas condições, e se se mantiver esta regra orçamental em quaisquer condições, mantendo-se os parâmetros, ter-se-á que na eventualidade dum choque exógeno adverso assimétrico (ou “country specific”) da procura de cerca de 2,5 p.p. de PIB (choque de dimensão idêntica ao verificado em 1992-93, e que corresponderá sensivelmente a um decrescimento da procura interna de cerca de 2,5 por cento, ou a um decrescimento da procura externa em cerca de 7 por cento), a perda de output é cerca de 46 por cento superior à que se verificaria com estabilização fiscal automática sem restrições, no período de transição para a fase c.

Já na fase c, a redução da capacidade de estabilização, em relação à estabilização fiscal automática sem restrições, é :

-da ordem dos 24 por cento ($IE\cong 24\%$), se a regra orçamental for de não aumento do défice em percentagem do PIB;

-se a margem de aumento do défice for de 0,02 ($db=0,02$), esta poderá absorver choques assimétricos até $8\frac{1}{4}$ p.p. com o mesmo grau de estabilização dos estabilizadores fiscais automáticos;

-se a margem de manobra permitir aumentar o défice em 0,04 p.p., poder-se-á, sem perda de output relativamente à estabilização automática sem restrições, absorver choques assimétricos até 16 p.p. de PIB.

Naturalmente, que a hipótese de utilização da margem de 4 por cento, exige uma gestão orçamental cíclica com funcionamento simétrico dos estabilizadores automáticos, e melhorias significativas no défice estrutural, por forma a acomodar as novas exigências das despesas sociais.

Uma das consequências, da combinação destas restrições poderá ser a reformulação da intervenção pública na infraestruturização da economia, com muito menos recurso a investimento público e cada vez mais por recurso a concessões de exploração aos investidores privados.

Esta alternativa, apresenta de facto vantagens na medida em que reduz os superávites do orçamento corrente requeridos para se conseguir obter superávites orçamentais que permitissem utilizar o défice público para objectivos de estabilização, em época de recessão.

V. Conclusões

Actualmente, em Portugal a imposição de uma regra orçamental de manutenção do défice em percentagem do PIB, acarreta um risco de perda eventual de output em caso de um choque exógeno assimétrico da procura, relativamente à situação sem regra orçamental (flutuação sem restrições do défice público), de cerca de $\frac{1}{4}$. Ou de outra forma, a instabilidade do crescimento aumenta de cerca de $\frac{1}{4}$.

Com a regra orçamental aprovada no PCEC, e posteriormente com os requisitos do Pacto de Estabilidade, para o período de transição para a fase c, o impacto da política fiscal só será estabilizador perante choques positivos da procura, embora inversamente proporcional ao choque. Perante eventuais choques exógenos assimétricos e negativos da procura, estas regras orçamentais provocam eventualmente perdas relativas de “output”, face à estabilização fiscal automática sem restrições, que variam inversamente com a dimensão do choque.

À medida que aumenta a dimensão do choque, a vantagem dos estabilizadores automáticos reduz-se em relação à situação em que vigora esta regra orçamental, mas em casos de pequenas recessões a perda relativa de output será bastante significativa. Por exemplo, no caso de um choque desfavorável de dimensão semelhante ao ocorrido em 1992/93, a perda relativa de “output” poderá ser superior a 40 por cento.

Naturalmente, que para choques adversos ainda menores a perda relativa será também mais importante, porém a perda absoluta será evidentemente menor.

Porém, uma vez na fase c, consoante a margem de manobra alcançada, poder-se-ão absorver choques sem perda relativa de “output” até 8 p.p. de PIB, ou até 16 p.p. de PIB, respectivamente se se dispuser de margem de manobra para aumentar o défice em 2 p.p. de PIB ou 4 p.p. de PIB.

Outro ponto importante, é que a perda relativa eventual de “output” perante choques adversos, tudo o resto mantendo-se idêntico, reduz-se significativamente com a redução do peso do consumo público no PIB. Isto realça a importância da consolidação fiscal se realizar pelo lado da contenção da despesa pública. E, nesta estratégia assume particular importância o caminho da “privatização de serviços”, pela via das concessões de exploração.

Na avaliação destes impactos omitiram-se as implicações da *coordenação* no espaço económico da UE. Porém, deve referir-se que a coordenação da restritividade da política orçamental, na fase de transição para a UEM ao reduzir a “fuga” das importações provoca necessariamente um aumento do multiplicador, o que amplifica as estimativas por nós obtidas quer em caso de forte choque assimétrico positivo da procura quer em caso de choque assimétrico desfavorável da procura.

Esta amplificação do impacto, significa por outro lado, que se facilita o objectivo de consolidação fiscal, em períodos de forte expansão, e se reforça a dificuldade nessa consolidação, em períodos de recessão.

Finalmente, destacamos duas limitações eventualmente importantes nesta avaliação, para o período em causa, e que são o pressuposto da constância da propensão marginal a consumir, a investir e a importar, do rendimento corrente, e a não integração na equação do rendimento disponível dos fluxos entre o orçamento comunitário e Portugal o que permitiria integrar no indicador de estabilização o contributo do orçamento da UE.

Bibliografia

- Aglietta, M. e Boissieu, C. (1992), L'urgence de la monnaie européenne, in *Problèmes économiques*, nº2.290, 9 septembre 1992, pp.2-10
- Alesina, A. e Drazen, A. (1991), Why Are Stabilizations Delayed, *The American Economic Review*, Vol 81 nº5, pp. 1170-1188
- Alesina, A. e Perotti, R. (1995), The Political Economy of Budget Deficits, *Staff Papers*, International Monetary Fund (Washington), Vol 42 1, pp. 1-32
- Alphandery, E. e Delsupehe, G. (1974), *Les politiques de Stabilization*, PUF, col. sup. Paris
- Amaral, J. (1994), Uma nova estratégia para Portugal, in *jornal Público*, suplemento de economia, 29 Fevereiro, pp 6-9
- Amaral, J. (1996), Inflação e desemprego, *Diário Económico*, 6 de Maio, pp.5
- Baché, J. e Jouret, P. (1992), Le budget de la Communauté après Maastricht, in *Problèmes économiques* nº 2.290, pp 25-32
- Baldwin, R. (1991), On the microeconomics of the European monetary union, in *European Economy*, special edition nº1, *The economics of UEM*
- Barbosa, A. (1991), Equilíbrio do Orçamento corrente e Integração no SME, in Ed. Ministério das Finanças, Portugal e a transição para a União Económica e Monetária, Lisboa
- Barro, R. (1974), Are Government Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy*, vol82, November/December, pp. 1095-1117

- Barro, R. (1989), The neoclassical approach to fiscal policy, in Ed. R. Barro, *Modern Business Cycle Theory*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts
- Bartsch, P. e Tolkemitt, G. (1989), Did Growth Theory Deliver any Prescription, upon which Public Finance can Rely?, in Ed. G. Krause-Junk, *Public finance and steady economic growth*, Proceedings of the 45th Congress of the International Institute of Public Finance, Buenos Aires
- Bayoumi, T. e Eichengreen, B. (1995), Restraining Yourself: The Implications of Fiscal Rules for Economic Stabilization, *Staff Papers*, International Monetary Fund (Washington), vol 42, March, pp. 32-79
- Blanchard, O. (1990), "Suggestions for a new set of fiscal indicators", OCDE-Working papers, n°79
- Blanchard, O., Chouraqui, J., Hagemann, R. e Sartor, N. (1990), "The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question", OECD Economic Studies, n°15
- Boorsma, P. (1989), Rules versus discretion in fiscal policy. Some critical remarks on a discussion, in Ed. G. Krause-Junk, *Public finance and steady economic growth*, Proceedings of the 45th Congress of the International Institute of Public Finance, Buenos Aires
- Boskin, M. (1988), Consumption, Saving, and Fiscal Policy, *American Economic Review*, May, vol 78, n°2, pp.401-412
- Brittan, S. (1995), Achieving Stability, Economic viewpoint, *Financial Times*, June 19
- Brittan, S. (1996), The Gap is in your mind, Economic viewpoint, *Financial Times*, June 20

- Buiter, W. (1983), Measurement of the Public Sector Deficit and its implications for policy evaluation and design, International Monetary Fund, *Staff Papers*, vol 30, pp306-349.
- Buiter, W., Corsetti, G. e Roubini, N. (1993), Excessive deficits: sense and nonsense in the treaty of Maastricht, *Economic Policy*, April 1993, pp. 58-100
- Buiter, W. e Kletzer K. (1990), "Reflections on the fiscal implications of a common currency", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper nº418, London
- Bureau, D. e Champsaur, P. (1992), La politique budgétaire dans le processus d'unification économie européenne: entre autonomie et fédéralisme?, in *Problèmes économiques*, nº2.290, pp. 20-25
- Cavaco Silva, A. (1976), *Política Orçamental e Estabilização Económica*, Estudos de Economia Moderna, Clássica Editora
- Chadha, B. (1990), Real exchange rate and output variability - the role of sticky prices, International Monetary Fund - *Staff Papers*, vol 37, nº3, pp. 593-611
- Chand, S. (1984), La funcion estabilizadora de la politica fiscal, *Finanzas y Desarrollo*, Fondo Monetário Internacional, Marzo, pp. 38-41
- Chari, V., Kehoe, P. E Prescott, E. (1989), Time consistency and Policy, in Ed. R. Barro, *Modern Business Cycle Theory*, Harvard University Press, Cambridge, Massachussetts
- Chenery, H. (1975), The structuralist approach to development, *American Economic Review*, May, vol 65, nº2, pp.310-316
- Chouraqui, J., Hageman, R. e Sartor, N. (1990), "Indicators of fiscal policy: a reassessment", OCDE-Working papers, nº78

Clark, P., Laxton D. e Rose D. (1996), Asymmetry in the US Output-Inflation Nexus, *Staff Papers*, International Monetary Fund (Washington) Vol 43, N°1 March, pp. 216-251

Commission des Communautés Européennes, (1977), Rapport du groupe de réflexion sur le rôle des finances publiques dans l'intégration européenne (*Relatório McDougall*), série économie et finances

ComUE, (1990), Une évaluation des avantages et coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire, in *European Economy, Marché unique, monnaie unique*, n°44

ComUE, (1996), European Commission, DGII, "The economic and financial situation in Portugal in the transition to UEM", (draft II/677/96-EN), Brussels

Corsetti, G. e Roubini, N. (1991), Tax smoothing discretion versus balanced budget rules in the presence of politically motivated fiscal deficits: the design of optimal fiscal rules for Europe after 1992, in Banco de Portugal conference January 1992, *The transition to economic and monetary union in Europe*

Daniel, B. (1993), "Fiscal constraints under fixed exchange rates: a two country model", Department of Economics, State University of New York - Albany, New York . June.

Domar, E. (1947), Expansion and Employment, *American Economic Review*, XXXVII, pp. 34-35

Dornbusch, R. (1989), Economic reconstruction of Latin America, in Ed. G. Krause-Junk, *Public finance and steady economic growth*, Proceedings of the 45th Congress of the International Institute of Public Finance, Buenos Aires

- EFTA, (1985), "Government Finance and Foreign Trade in the EFTA Countries", Economic Committee, forty-third meeting, Geneva, 24 and 25 October 1985
- Feldstein, M. (1992), The Case against UEM, *The Economist* Jun 13, in *Problèmes économiques*, n°2.290, 9 septembre 1992, pp.10-15
- Frenkell, J. e Razin, A. (1987), The Mundell-Fleming model a quarter century later, *Staff Papers*, International Monetary Fund (Washington), vol 34, n°4, pp. 567-620
- Friedman, M. (1968), The role of monetary policy, *The American Economic Review*, vol LVIII, n°1, pp. 1-17
- Galbraith, J. (1977), *A Era da Incerteza*, Ed. Moraes, Lisboa
- Gartner, M. (1993), *Macroeconomics under flexible exchange rates*, LSE, Handbooks in Economics, Dep. Of Economics, University of St. Gallen
- Goodhart, C. e Smith, S. (1992), Stabilization, in European Economy, special edition, *The economics of public finance*.
- Gordon, R. (1988), The role wages in the inflation process, *American Economic Review*, May, vol 78, n°2, pp.276-283
- Gramlich, E. (1990), "Fiscal Indicators", OCDE-Working Papers, n°80
- Grauwe, P. (1989), *International Money - Post-war trends and theories*, Clarendon press, Oxford
- Grauwe, P. (1996), Monetary union and convergence economics, *European Economic review*, 40, pp 1091-1101
- Green, J. (1996), Inflation targeting: theory and policy implications, International Monetary Fund, *Staff Papers*, vol 43, n°4, December, pp.779-795

- Grossman, S. (1989), Rational expectations and the informational role of prices, in Ed. R. Barro, *Modern Business Cycle Theory*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts
- Groupe d'économistes indépendants (1993, Les finances publiques de la Communauté dans la perspective de l'UEM, in *Economie Européenne*, n°53, 1993, *Monnaie stable-Finances saines*
- Hall, R. (1988), Fluctuations in Equilibrium Unemployment, *American Economic Review*, May, vol 78, n°2, pp.269-275
- Harrod, R. (1939), An essay in Dynamic Theory, *The Economic Journal*, XLIX, pp.14-33
- Hawtrey, R..(1936), *The Art of Central Banking*, Longmans, Green & Co., Inc.,
- Hicks, J. (1937), Mr. Keynes and the "Classics"; a suggested interpretation, *Econometrica*, vol 5, pp. 147-159
- IMF, (1996), World Economic Outlook, International Monetary Fund (Washington)
- Italianer, A. e Vanheukelen, M. (1992), Proposals for Community stabilization mechanisms: some historical applications, in *European Economy*, , special edition, *The economics of Community public finance*
- Kleiman, E. (1989), Fiscal Policy and inflation, in Ed. G. Krause-Junk, *Public finance and steady economic growth*, Proceedings of the 45th Congress of the International Institute of Public Finance, Buenos Aires
- Krugman, P. (1992), *Integration, specialization, and regional growth: notes on 1992, UEM, and stabilization*, incomplete draft.

- Krugman, P. e Obstfeld, M. (1991), *International Economics, theory and policy*, second edition, Harper Collins Publishers
- Lange, O. (1961), *Introdução à Econometria*, Ed. Fundo de Cultura S.A.
- Lei de Enquadramento do Orçamento, (1983), *Diário da República*, Lei nº40/83
- Lei de Enquadramento do Orçamento, (1991), *Diário da República*, Lei nº6/91
- Lei Orgânica do Banco de Portugal, (1990), *Diário da República*, Decreto-Lei 337/90
- Leibfritz, W., Roseveare, D. e Noord, P. (1994), “Fiscal Policy, Government Debt and Economic Performance”, OCDE-Working Papers, nº144
- Lopes, J. (1996), Políticas económicas, 1960/1995, *Cadernos do Público*, nº5, 1996
- Lucas, R. e Stokey, N. (1983), Optimal monetary and fiscal policy in an economy without capital, *Journal Of Monetary Economics*, 12july, pp 55-93
- Luz, S. (1992), “The effects of liquidity constraints on consumption behaviour, the portuguese experience”, Banco de Portugal, Working Paper, nº3/92
- Majocchi, A. e Rey M. (1992), A Special Financial Support Scheme in Economic and Monetary Union: Need and Nature, in European Economy, special edition, *The economics of Community public finance*.
- Meade, J. (1977), The meaning of “Internal Balance”, Nobel Memorial Lecture, *The American Economic Review*, December 1993, pp.3-9
- Meade, J. (1983), A New Keynesian approach to full employment, *Lloyds Bank Review*, Oct. 83, in *Problèmes économiques*, nº1.858, 25 janvier 1984, pp. 12-20
- Ministério das Finanças, (1991), *Aspectos da evolução e da gestão da dívida pública em Portugal*, Lisboa

- Modigliani, F. (1944), Liquidity preference and the theory of interest and money, *Econometrica*, vol 12, pp.45-88
- Mundell, R. (1961), A theory of optimum currency area, in *American Economic Review*, 51, Novembro, pp.657-664
- Nevile, J. (1983), The Role of Fiscal Policy in the Eighties, *The Economic Record*, vol 59, nº164, pp.1-15
- Neumann, M. (1991), Central Bank independence as a prerequisite of price stability, in European Economy, special edition nº1, *The economics of UEM*
- OCDE (1977), Pour le plein emploi et la stabilité des prix, *Relatório McCracken*, 1977
- OCDE (1994), “Estimating potential output, output gaps and structural budget balances”, OCDE-Working group on short-term economic prospects, ECO/CPE/STEP (94)6, Paris
- OCDE, (1995), Comptes Nationaux, principaux agrégats, Paris
- OECD, (1992), Economic Survey-Portugal, Paris
- OECD, (1993), Economic Survey-Portugal, Paris
- OECD, (1994), Economic Survey-Portugal, Paris
- OECD, (1995), Economic Survey-Portugal, Paris
- OECD, (1995), Historical Statistics, Paris
- OECD, (1996), Economic Survey-Portugal, Paris
- OECD, (1996), Main Economic Indicators, Paris
- Ott, D. , Ott, A. e Yoo, J. (1975), *Macroeconomic Theory*, McGraw-Hill

- Oxley, H., e Martin, J. (1991), La maîtrise des dépenses et des déficits des administrations publiques: tendances des années 80 et perspectives pour les années 90, *Revue économique de l'OCDE*, n° 17, automne 1991
- Oxley, H., Maher, M., Martin, J. e Nicoletti, G. (1990), "The public sector issues for 1990s", OCDE-Working Papers, n° 90
- Papaspyrou, T. (1992), Stabilization policy in economic and monetary union in the light of the Maastricht Treaty provisions concerning financial assistance, Stabilization in UEM, in European Economy, special edition, *The economics of Community public finance*.
- Patinkin, D. (1948), Price flexibility and full employment, *Readings in Monetary Theory*, 1951, pp.252-283
- Pellissier, D. (1993), Les critères de convergence dans l'Union économique et monétaire: fondements théoriques et difficultés pratiques, in *Problèmes économiques*, n°2.329, 9 juin 1993, pp.5-10
- Pisani-Ferry, J e Emerson, M. (1991), in European Economy, special edition n°1, *The economics of UEM*
- Pisani-Ferry, J., Italianer, A. e Lescure, R. (1992) Stabilization properties of budgetary systems: A simulation analysis, European economy, special edition, *The economics of Community public finance*
- Ploeg, F. (1991), Macroeconomic policy coordination issues during the various phases of economic and monetary integration in Europe, in European Economy, special edition, n°1, *The economics of EMU*
- Premchand, A. (1983), *Government Budgeting and expenditure controls*, Theory and practice, International Monetary Fund

- Rapport d'un groupe d' économistes indépendants (1993), Les finances publiques de la Communauté dans la perspective de l'UEM, in *Economie Européenne*, n°53, *Monnaie stable-Finances saines*.
- Rowley, C. e Wiseman, J. (1983), Le Pouvoir Politique face au dilemme inflation-chomage, *National Westminster Bank Quarterly Review*, Février, in *Problèmes économiques*, n°1.836, 18 août 1983, pp. 9-14.
- Sachs, J. e Sala-i-Martin, X. (1991), "Federal fiscal policy and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States", NBER, Working Paper 3855
- Samuelson, P. (1948), The simple mathematics of income determination, ed. W.W. Norton & Company, *Income, employment and Public Policy*, pp.133-155
- Santos, E., Dias, F. e Cunha, J. (1992), "Séries longas das contas nacionais portuguesas. Aspectos metodológicos e actualização", 1958-91, Banco de Portugal, vol 14, n°4
- Sarel, M. (1996), Nonlinear effects of Inflation on Economic Growth, *International Monetary Fund, Staff Papers*, Vol 43, N. 1 March, pp. 199-215
- Sargent, T. (1973), rational expectations, the real rate of interest and the "natural" rate of unemployment, *Brookings Papers on economic activity* 2, pp 429-472
- Sargent, T. e Wallace, N. (1981), Some unpleasant monetarist arithmetic, *Federal reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, January 1981,5, pp.1-17
- Scott, M. (1993), Empirical evidence in economic growth theory, *American Economic Review*, May., vol 83, n°2, pp.421-425
- Sousa, J. (1996), A money demand function for Portugal, Banco de Portugal, *Economic bulletin*, June, pp. 71-82



- Stiglitz, J. (1988), *Economics of the Public Sector*, 2º ed. W.W. Norton & Company, N.Y.
- Tanzi, V. (1995), "Government role and the efficiency of policy instruments", International Monetary Fund, International Institute of Public Finance, 51st Congress, August, Lisbon.
- Tanzi, V. e Blejer, M. (1984), "Política Fiscal numa Economia com Inflação e Dívida Elevada", Fundo Monetário Internacional, Outubro.
- Tanzi, V., Blejer, M. e Teijeiro, M. (1993), Effects of inflation on measurement of fiscal deficits: conventional versus operational measures, in ed. Blejer and Cheaty, IMF, *How to measure the fiscal deficit*
- The Economist (1984), When markets jam, *The Economist*, November 17, pp. 36-37
- The Economist (1995), What happened to inflation, *The Economist*, Sept. 16, pp. 89-90
- Tiebout, C. (1956), A pure theory of local expenditure, in *Journal of Political Economy*, nº 64, pp 416-426
- Tinbergen, J. (1952), *On the theory of economic policy*, North-Holland, Amesterdão
- Van Rompuy, P. e al. (1991), Economic federalism and UEM, in *Economie Européenne*, *The economics of EMU*, special edition, nº1
- Weber, A. (1991), UEM and asymmetries and adjustment problems in the EMS - Some empirical evidence, in *European Economy*, special edition nº1, *The economics of EMU*
- Wojnilower, A. (1983), Don't Blame the Deficit, *Economic Impact*, nº 46.
- Wood, A. (1995), North-South Trade Employment and Inequality: changing fortunes, *Financial Times*, July 24.
- Woodford, M. (1990), Public Debt as Private Liquidity, *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 80, nº2, May, pp. 382-388

World Bank, (1988), "Le role des finances publiques dans le development", *World Bank*



Report

Wyplosz, C. (1991), Monetary union and fiscal policy discipline, in *Economie Européenne*, special edition, n°1, *The economics of EMU*