



Faculdade de Economia
Universidade de Coimbra

As políticas de estabilização e o equilíbrio no longo prazo: uma aplicação para Portugal e Espanha

Fatima Cristina da Piedade Augusto

Dissertação de Mestrado em Economia Aplicada

Coimbra - Julho de 2008

UNIVERSIDADE DE COIMBRA

FACULDADE DE ECONOMIA

Dissertação realizada sob a orientação do

Professor Doutor João Alberto Sousa Andrade

As políticas de estabilização e o equilíbrio no longo prazo: uma aplicação para Portugal e Espanha

Dissertação apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção de grau de Mestre em Economia, especialidade em Economia Aplicada.

AGRADECIMENTOS

Um agradecimento especial ao Prof. Doutor Sousa Andrade pelas sugestões, comentários e a sua disponibilidade permanente ao longo da elaboração deste trabalho.

Ao Senhor Manuel Sabatell do Departamento de Informação Estatística do Banco de Espanha pela sua gentileza em nos disponibilizar a base da dados.

Aos meus pais pelo incentivo e apoio incondicional nos momentos mais difíceis

RESUMO

A estabilidade de preços tem sido um objectivo dos responsáveis pelas políticas económicas ao longo tempo das últimas décadas. As elevadas taxas de inflação e os custos associados a mesma, motivaram o debate em torno do uso de diferentes políticas de estabilização cujo principal desafio para ser o de garantir a estabilidade da economia para além do curto prazo.

Subjacente à análise dos efeitos da inflação e da discussão sobre o uso das políticas de estabilização e seus efeitos no longo prazo, o processo de convergência nominal fez acentuar a discussão da necessidade da manutenção da estabilidade económica.

Adicionalmente, a integração à União Económica e Monetária (UEM) obrigou aos países que dela participassem a se submeterem ao esforço para atingirem os objectivos da convergência nominal. Com efeito nas décadas de 1980 e 1990, a economia europeia foi alvo de profundas transformações, onde países como Portugal e Espanha considerados poucos desenvolvidos para os padrões de economias como a alemã ou francesa, viram na UEM uma oportunidade de convergência real de suas economias.

No entanto, o fraco desempenho das economias que integram a chamada área do euro, a recente conjuntura económica desfavorável, as tentativas de retoma de crescimento económico, e os desequilíbrios macroeconómicos registados após o processo de convergência nominal, podem sinalizar para o uso desconcertado das políticas de estabilização durante o processo de convergência. Neste sentido, o principal objectivo desta tese consiste em analisar quais as variáveis explicativas que influenciam o nível de consumo privado para Portugal e Espanha.

ABSTRACT

The stability of prices has been an objective of the economics authorities during the last of few decades. The raised of inflation and its costs, had motivated the debate around the use of different politics of stabilization whose main challenge to be to guarantee the stability of the economy stops beyond short term.

Underlying to the analysis of the effect of the inflation about the application of the stabilization politics and its effect in the long-term, the process of nominal convergence have motivated discuss about the guarantee of the economic stabilization.

Additionally, the integration to the Monetary Economic Union obligated that countries to submit to the effort to reach the of the nominal convergence objectives. During the last two decades, the European economy have been watched several modifiers. Countries like Portugal and Spain considered less developed for the other Europeans standards, like Germany or France, had a great opportunity in EMU to turn to the real convergence.

However, the weak performance of the economies that integrate the euro area, the recent economics unbalance scenario, the attempts of recovered the economic growth, and the macroeconomics unbalanced during the nominal convergence process, could be a sign of the wrong use of the stabilization politics during the convergence process. Thus, the main objective of this paper consists to analyse which is the instrumental variables that could most influence the private consumption in Portugal and Spain.

RESUMÈ

La stabilité des prix a été la cible de ceux qui sont responsables des politiques économiques depuis plus d'une dizaine d'années. Les taux élevés d'inflation et les coûts qui y sont associés, ont conduit le débat sur l'utilisation des différentes politiques de stabilisation dont le principal défi consiste à assurer la stabilité de l'économie au-delà du court terme.

L'analyse des effets de l'inflation, le débat sur l'utilisation des politiques de stabilisation, et ses effets à long terme, ainsi comme le processus de convergence nominale a accentué le débat sur la nécessité de maintenir la stabilité économique. En outre, l'intégration dans l'Union économique et monétaire (UEM) des pays qui ont été obligés à se soumettre aux efforts visant à atteindre des objectifs de convergence nominale a été aussi important. En effet, dans les décennies de 1980 et 1990, l'économie européenne a connu une profonde mutation, où des pays comme le Portugal et l'Espagne ont été obligés de mettre en place des politiques et institutions qui étaient jusque là plus appropriées des économies comme l'allemande ou la française. Et en fait on a vu un processus effectif de convergence de leurs économies.

Toutefois, la mauvaise performance des économies qui font partie de la zone appelée l'euro, la récente dégradation du climat économique, les tentatives de reprise de la croissance économique et les déséquilibres macro-économiques enregistrées après le processus de convergence nominale, sont des signes qui doivent nous faire réfléchir.

En ce sens, l'objectif principal de cette these est d'examiner le rôle de variables explicatives qui influencent le niveau de la consommation privée au Portugal et en Espagne.

ÍNDICE

Resumo	iv
Abstract	v
Resumè	vi
Índice	vii
Quadros	X
Figuras	xi
Siglas e abreviaturas	xii
Introdução geral	1
Capítulo 1 - A INFLAÇÃO E SUAS IMPLICAÇÕES NA ECONOMIA	1
1.1 - Introdução.....	4
1.2 - A estabilidade de preços	5
1.2.1. Os custos da inflação	7
1.3 - A inflação e a moeda	10
1.3.1 - A inflação e o desemprego	16
1.3.2 - A inflação e os défices públicos	18
1.3.2.1 - A relação inversa entre a inflação e o défice orçamental	22
1.3.2.2 - O Efeito Tanzi-Oliveira como custo da inflação sobre as receitas do Estado	22
1.4 - Conclusão	23
Capítulo 2 - AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO	26
2.1 - Introdução	26
2.2 - A política monetária	27
2.2.1 – A política monetária Keynesiana: Taxa de juro e a preferência pela liquidez	27
2.2.2 – A alternativa monetarista: A teoria quantitativa da moeda	30
2.2.2.1 - A crítica à teoria quantitativa da moeda	33
2.2.3 – O retorno do Keynesianismo ou a prevalência do monetarismo: uma breve síntese	34

2.3. – A política orçamental	35
2.3.1 – The fiscal theory of inflation	36
2.3.1.1 – Despesa pública, multiplicador e efeito de crowding out	38
2.3.2 – Alguns pressupostos teóricos da equivalência ricardiana	39
2.3.2.1 – As principais objecções à equivalência ricardiana	40
2.4 – A política cambial	45
2.4.1 - A análise ao modelo BMW para economias abertas sob regimes de câmbios fixos e flexíveis	46
2.4.2. - A estrutura do modelo BMW para economias abertas	46
2.4.2.1 - A política monetária sob taxas de câmbio flutuantes no longo prazo	48
2.4.2.2 - A política monetária sob taxas de câmbio flutuantes no curto prazo	49
2.4.2.3 - A política monetária com taxas de câmbio de comportamento random walk	54
2.4.2.4 - Regras simples de taxas de juro sob taxas de câmbio flutuantes	55
2.4.2.5 - A política monetária sob taxas de câmbio absolutamente fixas	57
2.4.3 - Algumas considerações sobre o modelo de Mundell-Fleming	61
2.4.4 - As diferenças entre o modelo BMW e o modelo de Mundell-Fleming para economias abertas	62
2.5 - Conclusão	64
Capítulo 3 - OS PROGRAMAS DE ESTABILIZAÇÃO E OS EFEITOS DA CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL	67
3.1 - Introdução	67
3.2 – Ajustamentos orçamentais, consumo e transição para a UEM	68
3.3 - As consolidações orçamentais expansionistas	70
3.4 - Um modelo empírico dos efeitos não-keynesianos sobre a função consumo	74
3.5 – As confirmações empíricas de efeitos keynesianos e não-keynesianos	78
3.6 - Conclusão	81
Capítulo 4 – A ESTIMAÇÃO DA FUNÇÃO CONSUMO PRIVADO: EVIDÊNCIA EMPÍRICAS PARA PORTUGAL E ESPANHA	84
4.1 - Introdução	84
4.2 - Especificação do modelo	85
4.3 – O estudo da estacionaridade das séries	86
4.4 – A estimação do modelo e os resultados	90

4.5 – Conclusão	95
Conclusão Geral	97
Bibliografia	101
Anexos	110

QUADROS

3.1 – Os efeitos da consolidação orçamental de 1983-1986 na Dinamarca	72
3.2 – Os efeitos da consolidação orçamental de 1987-1996 na Irlanda	73
3.3 – O impacto dos ajustamentos orçamentais na actividade económica	81
4.1 – Teste ADF- Portugal, 1960-2007	87
4.2 – Teste ADF- Espanha, 1960-2007	87
4.3 – Teste KPSS- Portugal, 1960-2007	88
4.4 – Teste KPSS - Espanha, 1960-2007	89
4.5 – Estimação da função consumo privado para Portugal e Espanha - 1960-2007	90
4.6 – Estimação da função consumo privado para Portugal e Espanha - 1960-1985	93
4.7 – Estimação da função consumo privado para Portugal e Espanha - 1986-2007	93

FIGURAS

2.1	Inflação e oferta do crescimento a moeda – abaixo 10%	13
2.2.	Inflação e oferta do crescimento a moeda – de 0% a 20%	13
2.3	Inflação e oferta do crescimento a moeda – de 0% a 50%	13
2.4	Taxas de juro nominal e real para a zona euro	50
2.5	Taxa de juro óptima para choques que afectam a procura	52
2.6	Taxa de juro óptima para choques que afectam a oferta	53
2.7	Regras simples e choques que afectam a procura	56
2.8	Regras simples e choques que afectam a oferta	57
2.9	Taxa de câmbio fixa e choques que afectam a procura	59
2.10	Taxa de câmbio fixa e choques que afectam a oferta	60

SIGLAS E ABREVIATURAS

BCE	Banco Central Europeu
BCN	Banco Central Nacional
MTC	Mecanismo de Taxas de Câmbio
MTC II	Mecanismo de Taxas de Câmbio II
PAC	Pacto de Estabilidade e Crescimento
SME	Sistema Monetário Europeu
MTC	Mecanismo de Taxas de Câmbio
UEM	União Económica e Monetária
EMU	European Monetary Union

INTRODUÇÃO GERAL

A questão em torno da estabilidade de preços tem merecido a atenção da literatura económica ao longo das últimas décadas. Ainda que, as elevadas taxas de inflação sejam, normalmente, associadas as economias dos países latino-americanos, no início da década de 1980 assistiu-se na Europa, a tentativa de alguns países de reduzir a inflação, ainda que estas não assumissem os valores observados nos países Latino-Americanos.

A combinação das políticas de económicas, onde por vezes, o principal objectivo da política orçamental era o de garantir o pleno emprego, somado a uma política monetária de baixas taxas de juro, de forma a financiar o défices orçamentais, tornou-se potencialmente perigosa à medida que se aproximava o processo de integração económica e financeira, onde os estados-membros passavam a ficar dependentes do cumprimento de regras e restrições quanto ao uso das políticas económicas.

A indisponibilidade dos instrumentos monetários e cambiais, para fins específicos de política interna, onde somente a política orçamental permaneceu na competência dos estados-membros, muito embora hajam restrições acabando por limitar a margem de manobra das autoridades nacionais, quer quanto à dimensão do défice público não podendo exceder a 3% do PIB, como também no que respeita à dívida publica cujo valor não pode exceder a 60% do PIB, conforme o estabelecido no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Sob este contexto da realidade económica europeia, a perda da autonomia na condução da política monetária e cambial é, normalmente, apontada como o principal custo decorrente da UEM. De facto, à medida que se aprofunda a integração económica e financeira da UEM, a economia de cada estado-membro torna-se mais sensível aos acontecimentos das demais economias dos parceiros comunitários. Com efeito, o uso da política orçamental ganha agora mais importância, isto porquê, uma vez que não mais dispondo dos tradicionais instrumentos monetários (taxas de juro e de câmbio)

para corrigir eventuais desequilíbrios, o uso incorrecto da política orçamental, pode ter efeitos mais nocivos comprometendo o equilíbrio da economia no longo prazo.

De facto, passados quase uma década desde o início da 3ª fase da UEM, as dificuldades verificadas para garantir a manutenção da estabilidade de preços continua a preocupar as autoridades monetárias. Paradoxalmente, aos sinais de abrandamento económico das principais economias europeias, e face a uma conjuntura desfavorável a cenários optimistas de retoma, o Banco Central Europeu (BCE) tem vindo a aumentar as taxas de juro, de modo a reduzir as pressões sobre a procura.

Face ao exposto, podemos questionar se a estabilidade monetária e orçamental necessária à integração económica e financeira culminando na adopção da moeda única, foi conduzida de modo a garantir a estabilidade no longo prazo? Serão os desequilíbrios económicos verificados actualmente na União Europeia, decorrentes apenas de uma conjuntura desfavorável a nível mundial? Conhecer o processo de estabilização económico é, por isso, importante para a compreensão dos efeitos no longo prazo.

Deste modo, os capítulos da presente tese estão orientados da seguinte forma: no capítulo 1 iniciamos a discussão do conceito e justificação da estabilidade de preços, visto ser este o principal objectivo do Banco Central Europeu (BCE). A seguir, analisamos os custos económicos e sociais da inflação elevada. Por fim, procuramos relacionar o fenómeno da inflação, e suas implicações para a economia com outras variáveis macroeconómicas como o défice público e o desemprego.

Exposto o problema da inflação e seus custos para a economia, o segundo capítulo apresenta as principais políticas de estabilização, nomeadamente a política monetária, orçamental e cambial. Na primeira secção procuramos analisar a política monetária sob a visão Keynesiana onde a estabilidade de preços, por vezes e posta em segundo plano de acordo com os interesses em garantir que a economia mantenha-se no pleno emprego. Contraria a abordagem Keynesiana, a política monetária sob a óptima monetarista defende o combate à inflação, através de um maior controlo da oferta de moeda. A segunda secção aborda o uso da política orçamental, onde as consequências desta política estão relacionadas com a forma como as necessidades de financiamento

do Estado são satisfeitas, onde a validade da hipótese da Equivalência Ricardiana diz-nos que a forma de financiamento da despesa pública, seja através de impostos ou de empréstimos, é indiferente. O segundo capítulo fecha com a apresentação do modelo BMW para economias abertas, sob a perspectiva da adopção de taxas de câmbio fixas ou flexíveis, e sua coordenação a curto e longo prazos com a política monetária e orçamental no sentido de repor o equilíbrio da economia após situações de choques internos e/ou externos.

O terceiro capítulo discute a possibilidade de a política orçamental poder ter efeitos não-keynesianos durante os processos de estabilização económica, nas décadas de 1980 e 1990, onde o tema ganhou relevância após alguns estudos empíricos terem observado a existência de episódios orçamentais contraccionistas terem efeitos expansionistas no consumo privado.

O capítulo 4 finaliza com a evidência empíricas onde será apresentado um modelo a partir da especificação de Giavazzi e Pagano (1990) para a estimação da função consumo privado para Portugal e Espanha, tendo como principal objectivo verificar quais as variáveis que influenciam as decisões de consumo privado, e a possibilidade de existir efeitos não-keynesianos durante o processo de estabilização económica, iniciado na década de oitenta, onde foram registados episódios de ajustamento orçamental.

CAPÍTULO 1 – A INFLAÇÃO E SUAS IMPLICAÇÕES NA ECONOMIA

1.1. Introdução

Durante as últimas três décadas tem-se verificado a redução da inflação na generalidade dos países industrializados. As elevadas taxas de inflação, que afectaram tanto as economias desenvolvidas como as em desenvolvimento, acarretam custos sociais e económicos e motivaram a que os governos implementassem inúmeros programas de estabilização que visavam num primeiro momento a redução da inflação, e a sua posterior estabilização.

O processo inflacionista e os programas de estabilização que visam o combate da inflação, deram origem a uma vasta literatura, onde através de modelos empíricos são analisados quer as causas quer os efeitos que a estabilidade de preços sobre as variáveis económicas.

Neste capítulo serão abordados temas, que numa primeira fase procuram destacar alguns custos decorrentes da inflação e suas implicações para a economia, onde face a crescente e generalizada subida do nível de preços se associa a perda do valor real dos rendimentos. Posteriormente são analisadas as relações entre a inflação e a moeda, onde numa perspectiva de longo prazo tem se verificado existir uma relação directa entre o aumento da inflação e o aumento da oferta da moeda na economia.

A seguir são analisadas as relações entre a inflação e variáveis como o desemprego e os défices orçamentais, dada a importância que essas relações têm no aumento da inflação. Seguindo as hipóteses formuladas por Prescott (1977) e Cagan (1956) o aumento contínuo da inflação estava associado quer a nível da escolha de políticas de pleno emprego, onde a existência de elevadas taxas de inflação permitiam a manutenção de baixas taxas de desemprego numa clara referência a *Curva de Phillips*, quer a nível do financiamento de elevados défices orçamentais através do aumento da oferta de moeda.

Este capítulo encerra com a discussão das causalidades decorrentes da relação inversa dos efeitos da inflação sobre os défices orçamentais, isto é, o agravamento do défice em consequência da inflação, e o a exposição do chamado *Efeito Tanzi*.

1.2. A estabilidade de preços

A definição mais comum de inflação é o aumento generalizado e contínuo do nível de preços. Actualmente vários países que no passado, não muito longínquo, foram afectados por elevadas taxas de inflação, ou mesmo hiperinflação¹, hoje gozam de estabilidade económica, conseguida através de programas de estabilização que em muitos casos significaram a adopção de políticas restritivas com consequências dramáticas para a economia.

A inflação e suas consequências sociais têm merecido especial destaque na literatura económica durante as décadas de 1970 e 1980, devido às elevadas taxas observadas, em especial, nas economias Latino-americanas.

As implicações da inflação, como a descida do valor real dos rendimentos com efeitos negativos do ponto de vista da distribuição da riqueza, e da perda do poder de compra, são do ponto de vista social uma das consequências mais gravosas da inflação. Entre os consumidores o mais comum é observar a insatisfação relativa à perda do poder de compra, uma vez que estes vêm-se obrigados a induzir alterações nos seus padrões de consumo, ao terem de recorrer a bens substitutos, ou simplesmente reduzirem os níveis de consumo. Com efeito, Pinto (1999) procede a distinção entre o conceito de inflação e diminuição do poder de compra. Partindo da relação inversa entre o poder de compra

¹ A definição mais comum de hiperinflação é a de uma inflação que excede o valor de 50% ao mês, ou que seja superior a 1% ao dia. Os custos da hiperinflação são os mesmos observados nas economias com elevada inflação, porém estes custos são mais aparentes e tornam-se mais difíceis de serem suportados. A moeda perde o seu papel como valor de reserva, unidade de conta e meio de troca. Além disso a incerteza e expectativas geradas pelas elevadas taxas de inflação, desincentivam o investimento, o que significa que a inflação elevada tem um impacto negativo no crescimento económico. Desde a década de 1950 os episódios de hiperinflação são cada vez mais raros, mas ainda assim a literatura sobre o tema é bastante vasta. A hiperinflação boliviana registada em 1985, tem sido um dos casos clássicos estudados nos livros de macroeconomia. Embora os dados oficiais façam referência a uma taxa de inflação anual de 2.000%, dados não oficiais dão conta de uma subida acentuada e contínua dos preços que largamente ultrapassou o valor divulgado pelo governo.

da moeda (M_t) e o nível geral de preços (P_t) no momento t , num cenário de longo prazo, obtém-se $\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \left(\frac{M_t}{M_{t-1}}\right)$. Reescrevendo a equação anterior, assumindo que p_t

e m_t são respectivamente as taxas de variação dos índices de preços e do valor da moeda, chega-se a: $\left[\frac{P_{t-1}(1+p_t)}{P_{t-1}}\right] = \left[\frac{M_{t-1}(1+m_t)}{M_{t-1}}\right]$, onde surge as relações entre a taxa

de inflação e a taxa de variação do poder de compra da moeda: $p_t = \frac{-m_t}{1+m_t}$ ou

$m_t = \frac{-p_t}{1+p_t}$. Deste modo, Pinto (1999) conclui que a variação dos preços é, em geral,

superior à variação do poder de compra da moeda. No entanto estas diferenças passam a ser menos significativas à medida que os índices assumem valores mais reduzidos.

A adopção da estabilidade de preços como objectivo principal da política monetária tem sido prática comum das autoridades monetárias (e.g. Banco Central Europeu). No entanto, a definição de estabilidade de preços tem merecido a atenção de alguns autores, entre os quais destaca-se Svensson (2000) ao afirmar que a política monetária do BCE não é suficientemente clara quanto a definição de uma meta taxa de inflação para a zona euro². Já a definição utilizada por Blinder (1995), apesar de definir correctamente a importância da estabilidade de preços no quotidiano dos agentes económicos, não esclarece qual seria a taxa de inflação ideal para a economia “*the definition I’ve long used for price stability is a situation where ordinary people in their ordinary course of business are not thinking and worrying about inflation*”.

Para o objectivo de estabilidade de preços importa que os bancos centrais tenham como metas de inflação, taxas que sejam baixas e estáveis a longo prazo. Meltzer (1997) define a estabilidade de preços como “*an inflation rate so close to zero that it ceases to be a significant factor in long-term planning*”. Ainda segundo Meltzer (1997), uma taxa de inflação de 3% é elevada, podendo comprometer a estabilidade de preços.

² Apesar do BCE não adoptar o regime de metas para a inflação, o mesmo estabelece como objectivo uma inflação inferior a 2%.

Muito embora pareça não haver consenso à respeito das metas de inflação a serem seguidas pelos responsáveis pela política económica, uma taxa de inflação num intervalo de 0% a 3% engloba todas as taxas consideradas compatíveis com o conceito de estabilidade de preços.

De acordo com a teoria económica, no longo prazo a estabilidade de preços e o crescimento económico são objectivos complementares. Como sublinha Barro (1983) os países com taxas de inflação baixas, em média, crescem mais rapidamente do que países com elevada inflação, e a estabilidade cria condições para que as reformas estruturais aumentem a eficiência dos mercados tornando-os mais eficazes. Svensson (2003) destaca que o objectivo principal da política económica é o de garantir o bem-estar dos cidadãos, através da utilização de recursos mais eficientes, empregos estáveis, crescimento económico, estabilidade de preços, melhor distribuição de rendimentos, acesso à saúde e equilíbrio regional, e acrescenta que é cada vez maior o número de países que estabelecem a estabilidade de preços como o objectivo principal da política monetária.

Ainda que a defesa da estabilidade de preços possa constituir um objectivo bastante ambicioso para qualquer economia com consequências indesejáveis como a recessão, os custos associados a inflação sobrepõem-se a qualquer tentativa de justificar a inflação. Com efeito, o próximo título é dedicado ao tema.

1.x. Os custos da inflação

Numa economia com elevada inflação, torna-se difícil saber se o aumento de um bem ou serviço deve-se ao facto de uma subida do nível geral de preços - *inflação* - ou se foi resultado da subida do seu preço relativo. Os agentes económicos, de modo geral, ao não conseguirem proceder a esta distinção, poderão comprometer a afectação dos recursos, ao direccionarem seus investimentos para sectores de actividades estagnadas ou em recessão.

A variabilidade da inflação causa inconvenientes, pois quanto maior for as incertezas relativa à inflação maior será a perturbação das expectativas levando a perda da confiança dos agentes económicos.

É com base na inflação prevista que os agentes económicos antecipam decisões de consumo e investimento. Caso se observe discrepâncias acentuadas entre a inflação esperada e a observada, maior será o grau de perturbação na economia, criando dificuldades de discernimento quanto aos critérios e estratégias de actuação de cada agente económico e instalando a perda da confiança na política económica e financeira do Estado, pois será atribuído a ineficácia do combate a inflação quer em matéria orçamental ou monetária.

Além dos custos económicos, a elevada inflação provoca ainda custos sociais e políticos, visto que aumentam o grau de incerteza quanto o nível de vida futuro das pessoas, enfraquecendo a coesão económica e social.

A perda do bem-estar social deve-se sobretudo as mudanças no comportamento dos agentes económicos, devido ao elevado grau de incerteza quanto as taxas futuras da inflação. Os agentes económicos desviam os recursos de actividades mais produtivas para actividades menos produtivas, com o objectivo de preservar o rendimento e a riqueza dos efeitos da inflação. A justificação parece estar assente no facto de que, embora as consequências das decisões tomadas no presente sejam gravosas no futuro, à luz da qualidade das informações disponíveis no momento em que as decisões são tomadas pareçam as mais adequadas. Bofinger (2001) chama a atenção para o facto de que, a medida que as taxas de inflação tornam-se mais elevadas, maior é a possibilidade de ocorrerem erros de previsões quanto à taxas futuras.

A literatura económica atribui como um dos custos da inflação o facto desta actuar como um imposto sobre a quantidade de moeda que os agentes económicos possuem³. A existência do chamado *shoe leather costs*, ou custo da sola do sapato, prevê que os

³ Cabe aqui analisar os custos que os agentes têm em deter uma pequena quantidade de moeda e os custos de oportunidade relacionados com o valor das taxas de juro ao deter uma quantidade maior de moeda. Sob elevadas taxas de inflação, os agentes não desejam manter grandes quantidades de moeda, exigindo dos agentes uma mudança de comportamento provocada pela ineficiência económica na medida em que obriga a que os agentes despendam mais tempo e recursos na tentativa de se protegerem da inflação.

agentes aumentam as deslocações ao banco para levantarem moeda⁴, uma vez que a medida que a inflação aumenta, torna-se menos vantajoso para os agentes deterem elevadas quantidades de moeda⁵, e deste modo o tempo gasto tentando minimizar os efeitos do imposto inflacionário reduz o bem estar social. Para acabar com esta ineficiência, dado que o custo marginal de produzir moeda é praticamente zero, Bofinger (2001) seguindo de perto Friedman propôs que a taxa de juro nominal deveria ser igual a zero, e assim, a taxa de inflação teria de ser negativa e igual ao valor da taxa de juro real.

A inflação provoca ainda, mudanças mais gerais no comportamento que não estão somente relacionadas com a procura de moeda. O chamado *custos de menu*, ou seja, os ajuste de natureza nominal, onde os preços têm custos de reajustamentos como por exemplo, a troca de etiquetas dos produtos, a elaboração de novos catálogos de preços, ou ainda, a renegociação de salários devido ao aumento da variabilidade entre os salários de diferentes categorias provocando a má alocação de recursos no mercado de trabalho. No caso das economias com elevadas taxas de inflação, os custos de menu estão associados com a necessidade de se proceder a impressão de novas notas de moeda.

Cabe ainda destacar, que quando os custos inerentes a qualquer alteração de preços são fixos, perante uma redução da inflação o incentivo para proceder aos ajustamentos da redução dos preços dar-se-á de forma lenta, enquanto que o oposto não se verifica. Por conseguinte, confrontamo-nos com a existência de uma relação positiva entre o nível da taxa de inflação esperada (*ou antecipada*) e os chamados *custos de menu*.

Para finalizar este subtítulo temos os custos causado pela inflação no sistema tributário. Como o sistema tributário, em geral e a exemplo de vários contratos económicos, não é perfeitamente indexado à inflação, um aumento da taxa efectiva dos impostos, de forma a financiar a despesa pública, terá consequências no rendimento disponível afectando

⁴ Devido aos avanços tecnológicos e a criação de novos instrumentos financeiros, o chamado *shoe leather costs* diminuiu sensivelmente.

⁵ Como a moeda em posse dos agentes não rende juros, o seu poder de compra deprecia-se quando há inflação. Assim, quanto maior for a inflação maior será o imposto incidente e maior a perda de poder aquisitivo (Bofinger, 2001).

as decisões quanto a poupança, o investimento e o consumo. Voltaremos a analisar este tema no segundo capítulo.

Os custos associados a incorrecta antecipação da inflação são sobretudo verificados nos contratos laborais de longo prazo. Uma vez que os salários nominais são determinados, de modo geral com base nas expectativas da inflação, face um aumento das taxas de inflação os salários reais serão efectivamente inferiores aos que foram negociados. Os efeitos da antecipação incorrecta da inflação, dá-nos conta das dificuldades em prever com exactidão a correcta antecipação dos movimentos dos preços, levando a que os erros das previsões dos agentes, quanto às taxas futuras de inflação provoquem distorções nos contratos novos ou já existentes.

De facto, a incerteza inflacionária interfere na alocação eficiente dos recursos, sendo estes custos maiores do que aqueles decorrentes da variabilidade dos preços relativos (Coletti e O'Reilly, 1998).

Actualmente as atenções dos responsáveis pelas políticas económicas centram-se na manutenção da estabilidade de preços. Contudo, é importante perceber o que “alimenta” a inflação, e torna a estabilidade de preços um objectivo de difícil manutenção?

1.3. A inflação e a moeda

A relação entre a inflação e a moeda tem sido amplamente estudada tanto a nível teórico como empírico. Na perspectiva de longo prazo a persistência de elevada inflação tem sido associada ao aumento contínuo do crescimento da moeda. A interacção entre essas duas variáveis no curto prazo é, todavia, muito mais controversa.

A teoria sugere duas explicações principais para a persistência de elevada inflação: (i) o compromisso do governo com políticas de pleno emprego e (ii) o recorrente financiamento dos desequilíbrios orçamentais. A primeira hipótese ajuda a explicar a persistência da elevada inflação observada nos países desenvolvidos durante os anos de 1970 e 1980 (Prescott 1977). A segunda é usada para explicar os episódios de

hiperinflação durante os anos 1920 (Cagan). Este argumento foi amplamente estudado para explicar períodos de elevada inflação e hiperinflação em alguns países como a Argentina, o Brasil e Israel, onde a inflação foi agravada via financiamento monetário dos défices públicos.

A análise do processo inflacionista desses países mostra que os limites de actuação entre a política monetária e fiscal não são claros (Heymann e Leijonhufvud, 1995). Já a análise empírica demonstra que nos períodos de elevada inflação, ocorreu uma relação directa entre o crescimento da oferta de moeda e o aumento da inflação.

No longo prazo a literatura empírica, tem demonstrado existir uma forte correlação positiva entre o crescimento da moeda e a inflação. O estudo de Dwyer e Hafer (1998) compara a relação entre a taxa média de crescimento da moeda e a taxa média de inflação para uma amostra de setenta e nove países, divididos em dois períodos distintos. O primeiro período entre os anos de 1987-1992, e o segundo período entre os anos de 1993-1997, onde as taxas médias de inflação eram mais baixas relativamente ao primeiro período para o total de países observados. Os resultados demonstraram existir uma forte correlação positiva e estável entre as variáveis, crescimento da moeda e inflação, onde a redução das taxas médias de inflação permitiu a criação de dois conjuntos horizontais, onde a taxa de crescimento da moeda era próxima de zero. Ou seja, para os períodos de elevada inflação a taxa de crescimento da moeda acompanhou o crescimento das taxas médias de inflação. Contrariamente no período onde as taxas médias de inflação foram mais baixas, as taxas de crescimento da moeda chegaram a valores quase desprezíveis.

Outros estudos mais recentes, adoptaram uma aproximação na análise das séries temporais de inflação, do produto e da moeda. Essa análise consistiu explicitamente nas limitações do coeficiente de testes implicadas pela teoria quantitativa com modelo de vectores auto-regressivos. Esta aproximação, foi utilizada nos estudos de Stock e Watson (1988), Boschen e Mills (1995), onde no longo prazo foi confirmada a neutralidade da moeda no produto para a economia norte-americana. Weber (1994) obteve resultados similares para os países do G7.

Há ainda estudos designados a testar a teoria quantitativa da moeda usando dados para um ou mais países para o muito longo prazo, estimando séries históricas da relação entre a moeda e os preços, onde as séries de estimação são superiores a 100 anos (com frequências de dados anuais). Estas estimações apresentam, em geral, alguma incompatibilidade com séries económicas⁶.

O trabalho de Rolnick e Weber (1995) diferenciase pelo estudo do comportamento e da relação entre as variáveis inflação e crescimento da moeda, sob dois modelos monetários: *fiat standard* e *commodity standard* (ouro ou prata) usando dados de séries históricas longas. A amostra procedeu a análise de quinze países. Foramestabelecidos diversos factos sobre as diferenças nas relações entre a moeda e a inflação, e a moeda e o produto quando os países operam sob ambos os regimes. Os resultados obtidos evidenciam que sob o modelo de *fiat standards*, as taxas de crescimento de vários agregados monetários possuem uma correlação superior com a inflação e com as outras variáveis, do que sob o modelo *commodity standard*. Contrariamente os autores não encontraram evidências de forte correlação entre a moeda e o crescimento do produto sobre nenhum dos modelos analisados, apenas no modelo *fiat standard* o produto é mais elevado. A conclusão a que chegaram, demonstra que as forças da relação de longo prazo entre a moeda e os preços diferem, através dos países que operam sob os diferentes regimes monetários.

A estimação do modelo utilizando dados cross-section, realizado por De Grauwe e Polan (2005), para um conjunto de países no longo prazo, através de média de crescimento da moeda, inflação e crescimento do produto, para uma amostra de trinta anos (1969 – 1999), usou os agregados monetários M1 e M2. No modelo estimado, os autores omitiram cinco observações, cuja média da taxa de inflação era superior a 200% ao ano, justificando que a inclusão dessas observações poderia comprometer os resultados das demais observações. As observações foram ainda divididas em grupos de países com inflação crescimento da moeda abaixo dos 10%, aumentando progressivamente a amostra aos países com observações destas mesmas variações entre os 10%-20%, 20%-30% e assim sucessivamente até esgotarem-se as amostras.

⁶ Smith (1988) efectuou a análise histórica de muito longo prazo da relação entre a moeda e os preços nas ex-colónias britânicas.

Figura 2.1 : Inflação e oferta do crescimento da moeda – abaixo 10%

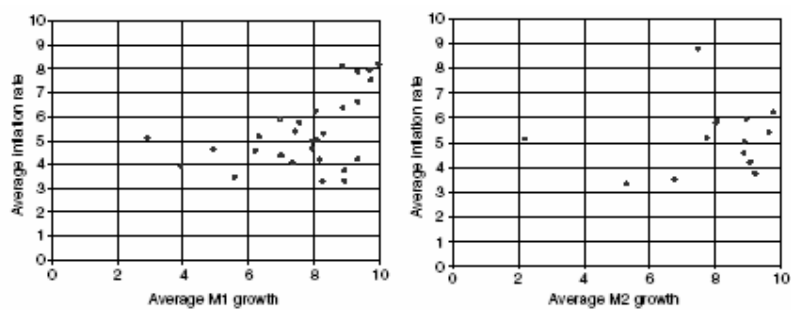


Figura 2.2 : Inflação e oferta do crescimento da moeda – de 0% à 20%

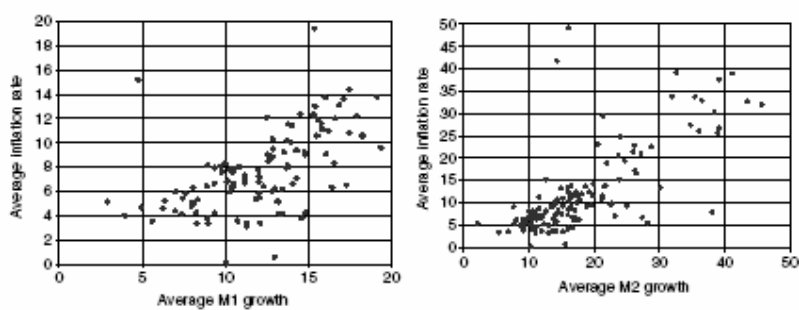
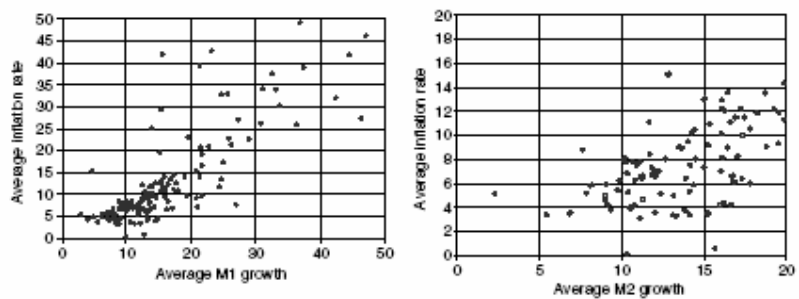


Figura 2.3 : Inflação e oferta do crescimento da moeda – de 0% à 50%



Fonte: Scandinavian Journal of Economics, 2005 -“Is inflations always and everywhere a monetary phenomenon?”- pág. 246

As conclusões do estudo mostram existir uma relação positiva entre a inflação e o crescimento da moeda para os países com elevada taxa de inflação, a exemplo do que já se havia verificado nos estudos de Dwyer e Hafer (1998) e de Rolnick e Weber (1998). Para os países com baixa taxa de inflação (abaixo de 10%), a relação entre a inflação e o crescimento da moeda, de acordo com os autores “*parece ser completamente diferente dos resultados para a amostra cheia*”.

De Grauwe e Polan (2001) procederam a análise empírica de 160 países durante os anos de 1969-1999 e encontraram que o grau de co-movimento entre o crescimento da moeda e a inflação depende da média da taxa de inflação. Nos países que haviam experimentado elevadas taxas de inflação ou hiperinflação, a correlação entre o crescimento da moeda e a inflação era forte, contrariamente, nos países que possuíam, em média, baixas taxas de inflação a relação era fraca. Estes autores encontram ainda confirmações evidências que mostra que o crescimento da moeda e a velocidade de circulação estão positivamente correlacionadas nos países de elevada inflação, enquanto ocorre o oposto para os países de baixa taxa de inflação.

Relativamente a relação entre o crescimento da moeda e a inflação no curto prazo, Marcet e Nicolini (2005) destacaram as dificuldades encontradas entre as séries observadas, e a compreensão da teoria monetária. A partir de um modelo de expectativas racionais com flexibilidade de preços, prevendo uma forte correlação entre o crescimento da moeda e a inflação, foram analisadas duas teorias monetárias: uma descreve um mundo com elevada inflação sobre expectativas racionais, e a outra tenta assemelhar as correlações empíricas observadas para países com baixa inflação assumindo alguma rigidez de preços. Os estudos mostraram serem incoerentes, pois enquanto que em economias com elevada inflação existe um papel crucial para o crescimento da moeda na condução da dinâmica da inflação, a moeda poderia torna-se irrelevante nas economias com baixas taxas de inflação. Os autores tentaram ainda desenvolver um modelo para as economias com elevada inflação onde os agentes eram racionais e detinham informações sobre a economia, e então ajustavam as suas expectativas com algum atraso.

Modelos recentes da procura de moeda também destacam a fraca correlação no curto prazo, entre o crescimento da moeda e a inflação, e uma instável velocidade da moeda.

Nestes modelos, há uma correlação negativa de velocidade de circulação da moeda e o seu crescimento, como também uma correspondência fraca em termos de resposta da inflação ao crescimento da moeda.

Apesar dos vários estudos empíricos desenvolvidos ao longo dos anos sobre a dinâmica da relação entre o crescimento da moeda e a inflação no curto prazo, os canais através do qual a moeda pode afectar o nível de preços no curto prazo são múltiplos e dependem do regime monetário. As alterações nos agregados monetários reflectem a resposta dos bancos centrais, bem como dos agentes económicos aos diferentes choques que podem afectar a economia.

O estudo do caso argentino serve de exemplificação para a nossa análise. Após abandonar o regime de conversibilidade (1993-2001), a economia argentina experimentou um rápido crescimento da oferta de moeda estimulando o debate dos potenciais efeitos desse aumento sobre a inflação e produto. Gabrielli (2004), analisou os períodos de 1976-1989 e 1991-2001, na tentativa de encontrar algumas respostas entre a relação do crescimento da oferta de moeda e com a inflação. As primeiras conclusões reportam uma diferença significativa de comportamento durante ambos os períodos. Os resultados empíricos mostraram que durante os anos de 1976-89, caracterizados por inflação crónica⁷, foi encontrada uma forte correlação entre a moeda e a subida do nível de preços. O segundo período analisado foi marcado, após 1993 pela diminuição da inflação e pela indexação da moeda nacional (o peso) em relação ao dólar (Lei da Conversibilidade). Com o abandono da *currency board*, em Janeiro de 2002, retomaram-se os debates sobre a relação entre moeda-preços, e os receios do retorno de elevadas taxas de inflação. O facto da economia argentina ter sido alvo de diferentes regimes monetários ao longo dos anos para combater a inflação, fez com que a relação entre o crescimento da moeda e a inflação não se mantivesse estável.

Klump (2003) encontrou diferenças entre as evidências empíricas e os estudos teóricos sobre a relação entre o crescimento e a inflação, e chegou a conclusão que a inflação tem efeitos negativo significativos no crescimento e que esses efeitos são observados

⁷ O estudo identificou quatro sub-períodos de inflação: (i) Elevada inflação entre 1970 e 1975; (ii) Inflação crónica entre meados de 1975 e 1988; (iii) Hiperinflação entre 1989 a 1991; (iv) Baixa inflação entre 1993 a 2004.

mesmo em cenários de taxas de inflação modestas, sendo que estas descobertas abrem caminho para questionar a centralização do uso das políticas monetárias anti-inflacionistas. Klump (2003) analisou vários estudos empíricos de outros autores, e verificou que os resultados destes estudos são bastante distintos conforme as amostras observadas⁸, apesar das evidências empíricas a partir da década de 1990 confirmarem existir uma relação negativa entre a inflação e o crescimento para países com baixas taxas de inflação.

1.3.1. A inflação e o desemprego

Até há bem pouco tempo, as políticas seguidas pelas autoridades monetárias privilegiavam o pleno emprego em detrimento da estabilidade de preços. De facto a inflação tem uma poderosa influência sobre a opinião pública, mas não consegue por si só influenciar os resultados de uma eleição, excepto quando a inflação é crónica e os agentes económicos não acreditam que o governo será capaz de implementar um programa de combate à inflação eficaz. No entanto, o mesmo não pode ser dito quanto as taxas de desemprego elevadas, alvo de contestação popular podendo penalizar o partido político que estiver no poder.

Entre os conflitos de objectivos da economia, o dilema entre inflação e desemprego é um dos mais controversos, pois como destaca Pinto (1999), existe “ *a possibilidade de o combate ao desemprego fazer subir a inflação e de a luta pela estabilidade dos preços provocar o aumento do desemprego, especialmente no curto prazo*”.

A ideia do referido dilema surgiu em 1958, quando Phillips verificou que para a economia da Grã-Bretanha, entre 1981 a 1957, existia uma relação econométrica inversa entre o crescimento dos salários nominais, e a taxa de desemprego.

Durante vários anos a Curva de Phillips foi alvo de discussões entre os economistas sobre as suas aplicações no curto e longo prazo. Nos anos 1960, Samuelson e Solow transpuseram a curva original para uma relação inversa entre inflação e desemprego.

⁸ Para uma análise mais detalhada, ver Klump (2003) páginas 10-13.

Com efeito, para passar da versão original da curva de Phillips, salários vs. desemprego, para a nova relação entre inflação vs. desemprego, bastava considerar que há uma relação directa entre inflação e o crescimento dos salários. Vários economistas acreditavam que taxas de desemprego baixas poderiam ser sustentadas à custa de uma maior inflação.

A arbitrariedade observada entre o *trade-off* inflação e desemprego, motivou os responsáveis pelas políticas económicas a escolherem diferentes combinações das duas variáveis, sem que fosse possível garantir a redução das duas variáveis ao mesmo tempo.

Em 1968, Friedman e Phelps, argumentando que não se pode reduzir o desemprego aceitando um pouco mais de inflação. E alertaram para a armadilha do *trade-off* entre inflação e desemprego. O argumento subjacente era a existência de uma taxa de desemprego de equilíbrio, ou natural, que não depende da procura da economia, mas que está relacionada com a estrutura do mercado de trabalho. E acrescentaram que somente esta taxa de desemprego, NAIRU⁹, seria compatível com a estabilidade de preços.

De acordo, com a abordagem de Friedman (1963) à Curva de Phillips, o autor conclui que o *trade-off* existente entre a inflação e o desemprego pode ser inexistente no longo prazo. A expansão da procura nominal reduziria no curto prazo o desemprego, podendo ainda permitir aumentos nos salários¹⁰, e ou adicionalmente levar a redução da taxa de desemprego, através da necessidade das empresas em expandir a produção, afim de fazer face ao aumento da procura agregada.

Friedman (1963) chamou a atenção para o facto dos trabalhadores entenderem estes aumentos nos salários como sendo um aumento real dos salários. Esta percepção estava assente no facto dos preços, em geral, ajustarem-se de forma gradual. Como resposta à

⁹ A NAIRU (non accelerating inflation rate of unemployment) corresponde à taxa de desemprego mais baixa compatível com a estabilidade de preços, do ponto de vista da estabilidade monetária, sem que ocorra o risco de aumentar a inflação. Procurava-se atingir uma *taxa de desemprego que não acelerasse a inflação*. De acordo com a teoria NAIRU o que acelera é o nível de preços e não a inflação. Esta taxa de desemprego foi mais tarde, assimilada a outro conceito, a *taxa natural de desemprego*, devido a reinterpretação da curva de Phillips como uma descrição do comportamento da oferta de trabalho.

¹⁰ As empresas estariam dispostas a aumentarem os salários, caso as perspectivas de aumento dos preços dos bens ou serviços produzidos fossem confirmadas.

isso, a oferta de trabalho aumentaria, expandindo o emprego e o produto. Somente numa fase posterior, os trabalhadores iriam tomar consciência dos aumentos do nível geral de preços, e desta forma os aumentos nos salários não significavam ganhos reais. Neste ponto ocorreria o ajuste da economia para a taxa natural de desemprego.

Outro argumento de Friedman (1963) era que o declínio da Curva de Phillips poderia ser positivo, ou seja, um aumento da inflação poderia estar associado a uma taxa média de desemprego mais elevada. Nos anos 1970, muitas economias experimentaram aumentos simultâneos nas taxas de inflação e desemprego.

A correlação positiva entre a inflação e o desemprego, foi substituída por uma correlação negativa no início dos anos 1980, onde os processos de desinflação foram acompanhados por recessões.

Actualmente os movimentos entre a inflação e o desemprego são vistos como reflexo de distúrbios tanto do lado da oferta como da procura agregada, como também da dinâmica dos ajustamentos necessários na economia para responder a esses distúrbios. Quando os distúrbios são do lado da procura, a inflação e o desemprego irão possuir tendências iniciais para correlações negativas, ou seja, uma expansão da procura reduz o desemprego e aumenta os preços. A medida que os preços continuam numa trajectória ascendente, o desemprego também aumenta e retorna à taxa natural. Quando os distúrbios se verificam do lado da oferta, a inflação e o desemprego tenderão a moverem-se inicialmente na mesma direcção.

1.3.2. A inflação e os défices públicos

O crescente aumento da inflação nas décadas de 1970 e 1980 e o seu combate fez surgir um elevado número de trabalhos teóricos sobre os défices orçamentais e suas implicações na inflação. Para se compreender porque em algumas economias as taxas de inflação atingem valores elevados, é necessário perceber que as causas do excessivo crescimento monetário, normalmente estão associadas a desequilíbrios nas finanças públicas.

O financiamento do défice pela dívida pública é feito através de empréstimos, e neste caso o Estado terá que pagar juros. A incerteza quanto ao cumprimento dos compromissos do governo no pagamento desses empréstimos, eleva os riscos e induzem ao aumento das taxas de juro de forma a compensar esse risco, aumentando assim as despesas decorrentes do aumento dos juros. As expectativas futuras do não pagamento dos empréstimos contraídos podem vir a confirmarem-se, pois o aumento das taxas de juro elevada a probabilidade do Estado em não honrar os compromissos do pagamento do empréstimo, agravando o problema num ciclo vicioso. Em alternativa o Estado poderá optar por financiar os défices através da emissão monetária.

De forma geral, associa-se que os efeitos do défice sobre o produto são expansionistas, uma vez que estimulam a economia em períodos de elevado desemprego. Todavia, grande parte dos estudos sobre os efeitos dos défices orçamentais na economia, fazem referência quanto a sua forma de financiamento, isto é, um excessivo financiamento monetário dos défices está na origem das elevadas taxas de inflação.

A relação entre os défices orçamentais e a inflação deve ser ainda ser vista sob duas vertentes: no curto prazo, onde se destaca os efeitos imediatos sobre o nível de preços¹¹, e no longo prazo, onde importa analisar os efeitos do financiamento do défice sobre a inflação futura.

No curto prazo, as explicações teóricas sobre a relação entre os défices e a inflação podem ser abordadas quer pela visão keynesiana como monetarista.

Seguindo a abordagem keynesiana, através do aumento dos gastos públicos, os défices afectam directamente a procura agregada. Esse aumento dos gastos públicos através de um aumento no endividamento do governo junto ao público será responsável pelo aumento da riqueza, reflectido na detenção por parte do público de um maior número de activos financeiros o que irá levar ao aumento do consumo. A resposta ao excesso de procura dar-se-á através da subida do nível de preços (Barro (1978)).

¹¹ Numa perspectiva de curto prazo, independente da forma como são financiados défices orçamentais, não são consideradas questões como a estabilidade do *ratio* dívida-produto. A análise faz-se apenas através do impacto dos défices sobre a inflação.

Embora esta seja uma abordagem tradicional da teoria keynesiana, no que diz respeito à dívida pública, alguns autores destacam que embora as pressões sobre os níveis de preços seja uma visão tipicamente keynesiana, o aumento dos preços não pode ser atribuído maioritariamente aos elevados défices públicos¹².

Relativamente a abordagem monetarista, esta assenta-se no facto das autoridades monetárias, face a existência de défices orçamentais, serem “forçadas” a aumentar a oferta de moeda com o objectivo de amenizar os efeitos dos défices sobre as taxas de juro. O aumento da oferta monetária resultará da compra, directa ou indirectamente, de parte da dívida emitida pelo Tesouro, por parte do Banco Central, onde a emissão contínua de novos títulos da dívida pública somente será possível com taxas de juro atractivas. Com o aumento da base monetária, as autoridades conseguem, por um lado manter a estabilidade das taxas de juro, mas por outro lado contribuem para o aumento da inflação. No entanto, o aumento da inflação não esperada irá contribuir para a redução do valor real da dívida pública. Porém, caso não se verifique o aumento da oferta de moeda, o aumento das taxas de juros, através do efeito de *crowding-out*, levará a descida do investimento e um menor crescimento real da economia.

No longo prazo, a questão fundamental é conhecer a forma de financiamento dos défices e sua contribuição para a subida dos níveis de preços. Com efeito, Sargent e Wallace (1981) destacam a importância em se determinar se o financiamento dos défices, através da emissão de dívida pública pode no longo prazo, contribuir mais para o aumento da inflação do que para o financiamento sustentado e acomodatório do défice.

Quando o défice é financiado através do aumento da base monetária, o montante de juros a pagar pelo Tesouro, no futuro, permanecerá constante. No entanto, parece não haver dúvidas que de o financiamento por títulos e o consequente aumento da dívida pública, não são sustentáveis e não devem continuar infinitamente. Deste modo, mais cedo ou mais tarde, o governo acabará por recorrer à emissão de moeda, pois o público acabará por esgotar a capacidade de absorção desses títulos.

¹² Ver Gordon (1978).

Sargent e Wallace argumentam que o financiamento no curto prazo por títulos acabaria por ser mais inflacionista do que o recurso à emissão imediata de moeda, desde que a taxa de juro real seja superior à taxa de crescimento real do produto. A conclusão dos autores é que mesmo que houvesse uma acomodação monetária dos défices orçamentais, de modo a manter um crescimento estável do *stock* de moeda, isto por si só, não conseguiria impedir no longo prazo o aparecimento da inflação.

Barro (1974), rejeita a relação directa entre défices e inflação. Sob a perspectiva da Equivalência Ricardiana o autor sugere, a antecipação de um maior pagamento de impostos no futuro de forma a financiar a dívida actual. Sendo assim, a mudança no financiamento, de menos impostos para mais dívida, não teria efeitos sobre a procura agregada e o aumento do défice não teria qualquer influência sobre o nível de preços.

No entanto, a ideia de que défices elevados e persistentes levam ao aumento da inflação, para níveis insustentáveis a longo prazo, tem merecido a atenção de vários estudos sobre os episódios de hiperinflação observados em alguns países. Nestes estudos foram identificadas algumas características comuns nos processos inflacionistas, entre as quais, a ocorrência de elevados défices orçamentais e a expansão da oferta de moeda. Este cenário foi observado em Israel em 1984, onde elevados défices orçamentais e o rápido crescimento da oferta de moeda, aproximaram a taxa de inflação anual do valor de 1000 por cento. O sucesso do programa de estabilização económica implementado por Israel, contou com a diminuição dos défices orçamentais¹³ para reduzir a inflação.

Sargent (1986) analisou o processo hiperinflacionista de quatro economias: a Alemanha, a Áustria, a Hungria e a Polónia, durante os anos 1920. Estes países além da inflação elevada (hiperinflação) possuíam em comum défices orçamentais muito elevados, cujo financiamento era feito com base na emissão de moeda pelos respectivos bancos centrais. A partir da redução do défice orçamental e da criação de um banco central independente das decisões governamentais, foi possível evitar o financiamento dos gastos do governo, através da emissão de moeda, e desta forma reduzir a inflação.

¹³ Além de Israel, também a Argentina em 1985 durante o Plano Austral, reduziu significativamente o défice orçamental. Para detalhes sobre estes programas de combate à inflação ver Dornbusch e Fischer (1986).

Apesar dos argumentos apresentados nas secções anteriores, é preciso fazer a distinção de que nem toda a emissão de moeda é maléfica para a economia. Importa aqui realçar que se a emissão de moeda ocorrer com moderação, o valor da moeda se mantém elevado numa combinação de finanças sãs.

1.3.2.1. A relação inversa entre a inflação e o défice orçamental

De acordo com o que foi analisado anteriormente, o financiamento dos défices orçamentais provoca de alguma forma a subida do nível de preços. Todavia, a relação inversa, ou seja, a tese de que a inflação contribui para o agravamento do défice é defendida por Barro (1979). Posteriormente, outros autores partilharam da mesma opinião defendida por Barro, de que a inflação esperada provoca o aumento nominal da dívida pública.

Como os défices são a variação da dívida nominal, logo estão sujeitos à influência da inflação esperada, uma vez que é preciso aumentar o valor da nominal da dívida de forma a manter o valor nominal. De acordo com a formulação de Barro, o governo estaria interessado em manter o valor real do défice e assim o valor nominal tenderia a variar juntamente com a inflação esperada. A abordagem empírica de Barro levou-o a concluir que a inflação esperada é fundamental para explicar o comportamento da dívida pública, e afirmou que existirá um efeito unitário da inflação esperada sobre o crescimento nominal da dívida (ver Barro 1979).

1.3.2.2. O Efeito Tanzi-Oliveira como custo da inflação sobre as receitas do Estado

Se por um lado a existência de défices orçamentais podem provocar a subida do nível geral de preços, o aumento do nível geral de preços também trará o agravamento dos défices orçamentais. Nesta secção será abordada a consequência do desfasamento na cobrança de impostos, ou seja, se as despesas públicas, em termos nominais, acompanham a evolução da inflação o mesmo não ocorre com as receitas. Isto porque existe um desfasamento temporal entre o pagamento dos impostos e o período em que foi auferido o rendimento. Caso o imposto tenha sido calculado, por exemplo, no

período t o seu pagamento somente ocorrerá no período $t+1$, tendo ocorrido entre os dois períodos a subida da inflação, o montante do imposto em termos reais terá diminuído, comprometendo a arrecadação dos impostos a nível de equilíbrio orçamental. Esta situação ficou conhecida como Efeito Tanzi-Oliveira.

Sob a perspectiva de não existir o desfasamento, haveria uma relação perfeita entre as variações do rendimento e a variação das receitas fiscais. Partindo de uma elasticidade rendimento das receitas fiscais unitária, a presença de desfasamento poderá levar a que essa elasticidade seja inferior à unidade, o que significará uma redução em termos reais das receitas dos impostos (Tanzi, 1977). A equação, $R = \frac{1}{(1+p)^n}$, onde R representa o

valor real de uma unidade monetária de receitas fiscais arrecadada hoje, mas expressa em preços à data em que foi emitida, p é a taxa de inflação mensal e n o desfasamento em meses, concluí-se que na ausência de qualquer desfasamento ($n = 0$), a inflação não afecta o valor das receitas.

A questão abordada por Tanzi (1977), importa também para a definição por parte do governo sobre o tipo de tributação a implementar. Caso o governo opte pela tributação indirecta, os efeitos do desfasamento serão inferiores ao da tributação directa. Num cenário de inflação elevada poderá ser mais útil a substituição de impostos sobre o rendimento por impostos sobre o valor acrescentado de forma a minimizar a redução do valor real das receitas decorrentes do pagamento desses impostos.

1.4. Conclusão

A defesa da estabilidade de preços justifica-se quer do ponto de vista social ou económico, devido aos custos da inflação. De facto a inflação é um dos factos macroeconómicos mais directamente perceptíveis pela população. Ao longo dos anos, e ainda hoje, o fenómeno inflacionista caracterizado pelo processo de subida dos preços, tem merecido a atenção das autoridades económicas, que através da combinação das diversas políticas económicas têm tentado alcançar a estabilidade dos preços, ainda que às custas de outros objectivos, igualmente importantes para o equilíbrio económico.

Neste sentido, as secções anteriores procuraram mostrar as relações existentes entre a inflação e algumas variáveis macroeconómicas, referidas como sendo as causas dos processos inflacionistas, ou por vezes de serem responsáveis pelo aumento sustentável de elevadas taxas de inflação.

De notar que a relação existente entre a inflação e o desemprego, é sugerida como sendo a mais conflituosa pela literatura económica. A abordagem monetarista à Curva de Phillips e a existência do *trade-off* entre inflação e desemprego sugeriu uma nova perspectiva aos responsáveis pela política económica, alertando para que uma política de negligência para com a inflação, a fim de combater o desemprego poderia ter efeitos apenas temporário e transitórios.

Foi ainda possível analisar a relação entre a inflação e o crescimento da moeda, apontado como o principal “alimento” ou “combustível” que permite corresponder aos sucessivos aumentos de preços. Neste sentido, foi apresentado alguns estudos empíricos de vários autores que observaram existir uma forte correlação positiva entre a inflação e o crescimento da moeda. Com destaque para os trabalhos de De Grauwe e Polan (2005) que concluíram que o crescimento da oferta de moeda e a inflação dependem das taxas médias de inflação observadas num dado país. Ou seja, a correlação é mais forte para as economias onde a taxa de inflação média é elevada, e mais fraca para aquelas em que as taxas de inflação são mais baixas.

Importa ainda notar que os resultados são distintos entre o curto e o longo prazo. Enquanto que no longo prazo os estudos empíricos apontam para a relação directa entre a inflação e o crescimento da oferta de moeda, no curto prazo esta relação é mais difícil de ser demonstrada empiricamente, pois os canais pelo qual a moeda pode afectar a subida dos preços são vários e irá depender da política aplicada no curto prazo pelas autoridades monetárias.

Relativamente a relação entre a inflação e os défices orçamentais, foram analisadas as perspectivas distintas entre o curto e longo prazo, através da visão keynesiana e monetarista. De acordo com a teoria keynesiana os défices, através dos gastos públicos afectam directamente a procura agregada, elevando a inflação. Á luz da teoria monetarista as autoridades monetárias serão forçadas a aumentar o oferta de moeda

afim de combater os défices orçamentais e atenuar os seus efeitos nas taxas de juro. Importa ainda notar, os contributos de Sargent e Wallace (1981) alertam para o facto de que o financiamento dos défices através da emissão de dívida pública pode no longo prazo contribuir de forma mais significativa para a inflação do que para o financiamento sustentado e acomodaticio do défice. Em contraposição está Barro (1979) que sob a perspectiva da equivalência ricardiana, rejeita a relação directa entre a inflação e os défices orçamentais.

CAPÍTULO 2 – AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO

2.1. Introdução

Devido as flutuações macroeconómicas de curto prazo, decorrente dos desequilíbrios entre a oferta e a procura agregada, o uso das diferentes políticas de estabilização visam solucionar os efeitos reais e nominais observados na economia, que podem levar a problemas de crescimento, inflação e desemprego, entre outros. Dito isto, faz-se necessário proceder ao ajustamento da oferta à procura agregada, de modo a evitar que estas flutuações possam causar desequilíbrio no longo prazo.

No que respeita as políticas de estabilização, não sendo possível, no âmbito da presente tese, considerar todas as políticas de que possam dar resposta aos desequilíbrios registados na economia, decidimos limitarmo-nos às políticas monetária, orçamental e cambial, e deste modo dividir o presente capítulo em três sub-secções, de acordo com as políticas de estabilização a serem analisadas.

Na primeira secção será analisada a política monetária, quer através da abordagem Keynesiana, onde as prioridades quanto aos objectivos da estabilidade de preços e do pleno emprego alternavam de acordo com as necessidades da economia. Uma abordagem contrária à preconizada por Keynes, e seguido pelos monetaristas liderados por Friedman pretende analisar como o aumento da oferta de moeda provoca alterações no produto, no emprego e na inflação, através da abordagem da Teoria Quantitativa da Moeda.

A segunda secção pretende analisar as relações entre o défice público e sua influência na procura agregada, a luz da teoria Keynesiana e da Equivalência Ricardiana onde o financiamento da despesa pública, seja através de impostos ou de empréstimos, é indiferente.

Por fim, a última sub-secção deste capítulo, analisa a política cambial sob a perspectiva da adopção de taxas de câmbio fixas ou flexíveis, e sua coordenação a curto e longo

prazos com a política monetária e fiscal, através da análise do modelo BMW que surge como alternativa ao modelo Mundell-Fleming para economias abertas.

2.2. A política monetária

A seguir abordaremos os diferentes pontos de vista sobre a política monetária. Iniciaremos esta sub-secção com a visão keynesiana que dominou o período desde o final da segunda guerra mundial até meados da década de 1960. E a seguir, será então apresentada a visão monetarista liderada por Milton Friedaman numa clara oposição ao pensamento keynesiano.

2.2.1 A política monetária keynesiana: taxa de juro e a preferência pela liquidez

A política monetária na era keynesiana visava atingir o equilíbrio macroeconómico, definido pela estabilidade de preços e pleno emprego. A prioridade de cada um desses objectivos variava consoante o grau de ameaça à estabilidade que predominasse em cada período. Ou seja, o maior combate às pressões inflacionistas passaria à segundo plano, caso o desemprego ultrapassasse valores considerados aceitáveis. Da mesma forma, o oposto ocorreria quando a inflação se tornasse um problema mais premente que o desemprego¹⁴.

A política sugerida por Keynes corresponde ao fundamento teórico de não-neutralidade da moeda, pelo menos no curto prazo¹⁵, onde as flutuações no nível de liquidez da economia fossem uma causa importante da flutuação do nível do produto e do emprego.

Por um lado a disponibilidade de moeda afectaria o nível de produção da economia, porque a procura de bens e serviços dependeria do acesso à moeda como forma de pagamento. Enquanto que por outro lado, a moeda é vista como uma forma de riqueza

¹⁴ Meltzer (1988) afirma que o compromisso de Keynes com a estabilidade de preços não era absoluto, sugerindo que este preferia a inflação à deflação, principalmente em tempos de guerra, pois a inflação era vista como uma forma de imposto capaz de reduzir o consumo real.

¹⁵ Todavia, os keynesianos se dividiam entre os que não aceitavam o postulado da não-neutralidade e os que a aceitavam apenas no curto prazo (neoclássicos).

que pode ser acumulada no lugar de outras formas de riqueza, como por exemplo, os bens de consumo duráveis.

A política monetária keynesiana convergia para à aceitação da relação da curva de Phillips, - *relação inversa definida entre o nível de emprego e taxa de inflação* - e deste modo, ainda que não fosse uma tarefa fácil, a autoridade monetária poderia definir a política monetária a ser implementada, de modo que, a economia estivesse no ponto mais próximo do pleno emprego sem que se registasse o aumento de pressões inflacionistas (Lucas e Sargent, 1978).

Para além das considerações sobre a Curva de Phillips, a teoria e política monetária keynesiana, apontavam para à concepção do mecanismo básico de transmissão monetária, onde, teoricamente, partia-se da relação moeda/taxas de juro para postular um mecanismo de transmissão, de acordo com o qual, as variações nas quantidades de moeda causavam variações de sinal inverso na taxa de juro de curto prazo, que seriam transmitidas para as taxas de juro de longo prazo da curva de rendimentos.

As taxas de juro de longo prazo, através de efeitos de substituição, induziriam à aumentos ou à reduções do montante de investimento privado. Enquanto que, através do multiplicador keynesiano, essas variações eram observadas no consumo, fazendo com que a procura agregada movesse na direcção desejada (Tobin, 1980 e Okun, 1967).

O modelo keynesiano IS/LM mostra a política monetária como um deslocamento da curva LM. A taxa de juro é um resultado da interacção entre os mercados de bens – *curva IS* – e o monetário. Posto isto, o chamado “efeito de Keynes”, atribui um papel importante às taxas de juro quanto a procura agregada. Através da teoria da “preferência pela liquidez”, Keynes tentou explicar como a formação das taxas de juro reais podem influenciar o processo de ajustamento entre a oferta e a procura agregadas. Entre os princípios básicos dessa teoria, a taxa de juro nominal representava o custo de oportunidade da liquidez da detenção de moeda, e que a procura da moeda variava à razão inversa das taxas de juro.

Apesar de seu contributo ter sido mais significativo no campo da política orçamental, o objectivo keynesiano quanto à política monetária, era o de formular uma alternativa à teoria tradicional da moeda defendida pelos monetaristas, que descuidava dos aspectos monetários de dimensão real, ao que os clássicos chamaram de “dicotomia clássica”.

Segundo Keynes (1936), a procura por moeda não se limitava somente ao seu uso para transacções correntes ou financeiras. A componente especulativa ganhava importância à medida que as taxas de juro eram determinadas não por factores reais, mas monetários. Como a procura de moeda é uma função da preferência pela liquidez, e esta condicionada pela taxa de juro, de acordo com a visão keynesiana, logo a procura de moeda é uma correlação inversa da taxa de juro. Assim, a taxa de juro de equilíbrio, será a mesma sob a qual a quantidade de moeda procurada ajusta-se a quantidade de moeda oferecida. E portanto, todas as demais taxas podem provocar o excesso ou a falta de moeda relativamente a quantidade oferecida¹⁶.

No entanto, o uso das taxas de juro como principal ferramenta de controlo da procura de moeda pode ter efeitos menos favoráveis à economia, devido a redução do nível de investimento e consumo. Com efeito, supomos que uma subida da taxa de juro tenha como consequência, a redução acentuada do nível de investimento devido ao aumento do custo da remuneração do capital. E ainda, que o consumo sofra uma forte retracção devido ao maior custo em deter moeda. Neste cenário, a taxa de juro poderá provocar fortes desequilíbrios na economia, visto que a redução do investimento e do consumo podem ter repercussões no aumento da taxa de desemprego.

Apesar de existir um aparente consenso de que o aumento da oferta de moeda, qualquer que seja o nível de preços, determina uma diminuição da taxa de juro de equilíbrio, fazendo com que ocorra uma expansão da procura agregada, no entanto face um cenário recessivo, a procura de moeda pode ser insensível as taxas de juro.

Embora a política monetária defendida pelos keynesianos não assegurasse a estabilidade de preços, vários foram os bancos centrais que fizeram uso das teorias keyneianas.

¹⁶ Esta formulação baseia-se no princípio da rigidez de preços. Ao introduzir variações nos preços, a procura de moeda poderá aumentar ou diminuir, conforme a necessidade de moeda exigida afim de garantir o mesmo volume de transacções.

No entanto, o colapso das práticas keynesianas nos fins da década de 1970, permitiu que o monetarismo de Friedman passasse a vigorar como alternativa à grave situação de desequilíbrio que afectada sobretudo a economia norte-americana, onde se registavam elevados níveis de desemprego¹⁷. O keynesianismo com a sua insistência na não-neutralidade da moeda, e a preferência pela estabilização via taxas de juro num horizonte de curto prazo, teve em Milton Friedman o seu principal opositor¹⁸.

De facto, Friedman era um forte opositor da ideia de que, as políticas monetárias expansionistas ou contraccionistas tivessem uma função verdadeiramente estabilizadora. O título a seguir, mostra-nos a política monetária defendida pelos monetaristas, segundo a abordagem da teoria quantitativa da moeda.

2.2.2. A alternativa monetarista: A teoria quantitativa da moeda

As raízes do monetarismo estão na teoria quantitativa da moeda (TQM), que serviu de base teórica à economia monetária. Entre os economistas vinculados a escola monetarista, que defendem a moderna interpretação da teoria quantitativa da moeda, estão além de Friedman, nomes como Karl Brunner, Allan Meltzer e Phillipd Cagan.

A interpretação feita por Friedman da teoria quantitativa da moeda em 1969, privilegia mais a procura por moeda, do que a determinação do nível de preços e do rendimento nominal. Na visão de Friedman, a teoria quantitativa da moeda estabelece como sendo a quantidade real da moeda (M/P), que realmente importa para os agentes económicos, ao invés da quantidade nominal de moeda M , e em qualquer situação os agentes querem reter uma quantidade real de moeda. Segundo Friedman, os agentes têm “necessidade” de reter moeda (*preferência pela liquidez*). Conforme o seu rendimento

¹⁷ O monetarismo prevaleceu ao keynesianismo em vários países, onde os bancos centrais assumiram um papel de relevo, como o caso do Bundesbank ou do Banco de Inglaterra na era da primeira-ministra Thatcher. O Federal Reserve, ainda que por um breve período, pareceu aderir a visão monetarista, através das políticas adoptas por Paul Volcker entre 1979 e 1982, apesar de autores como Mondigliani recusar a adopção do monetarismo pelo Federal Reserve em 1979. Mondigliani (2001).

¹⁸ Friedman apresentou uma alternativa ao colapso das políticas keynesianas – *elevada taxa de desemprego e baixos efeitos multiplicadores* – assente na convicção da estabilidade da velocidade de circulação da moeda, e na função decisiva da massa monetária. As ideias defendidas por Friedman, previam ainda que os bancos centrais assumissem a responsabilidade pelas decisões quanto a política macroeconómica, e desse modo um aumento das pressões inflacionistas poderia ser inculcido à falta de adequação do ritmo de crescimento da massa monetária.

aumenta, maior será o seu consumo, mas não na mesma proporção do aumento do rendimento. Logo, os agentes mantêm este excesso de rendimento não gasto em consumo na forma de moeda.

“As pessoas tendem a ser extraordinariamente obstinadas a respeito da quantidade real de dinheiro que desejam ter em seu poder e pouco a aceitar uma quantidade diferente, a menos que tenham real incentivo para fazê-lo. Isso é verdade não só no tempo quanto no espaço”. (Friedman, 1973)

Friedman (1969) chega a conclusão de que as mudanças substanciais no nível de preços e rendimentos nominais são quase sempre resultado de mudanças na oferta de moeda nominal.

O argumento de Friedman em muito se assemelha aos dos clássicos, partindo de uma situação de equilíbrio, na qual os saldos monetários em posse dos agentes económicos são iguais aos saldos reais desejados. Desse modo, uma expansão da oferta monetária implica no aumento da procura agregada, pois os agentes aumentam o seu consumo para se desfazerem do excesso de moeda, e desta forma, retomarem o equilíbrio de seus saldos reais. No entanto, este comportamento não funciona na economia como um todo. A generalização é que a moeda pode ser usada diversas vezes em cada período para todas as transacções na economia, logo, a quantidade de moeda disponível para as transacções em cada período de tempo é analisada através da equação $MV=PT$, onde M é o *stock* de moeda em termos nominais, V a velocidade de circulação da moeda, P o nível de preços e T as quantidade de transacções de bens e serviços. A equação da teoria quantitativa apresentada por Irving Fischer¹⁹ é uma identidade sobre a qual não se podem obter conclusões, pois como refere Bofinger (2001) esta equação não pode ser testada empiricamente visto que a velocidade de circulação não pode ser medida. Da mesma forma, o mesmo autor conclui, que o volume de transacções não tem importância acrescida para a macroeconomia. Friedman (1956) definiu a teoria quantitativa como uma teoria da procura por moeda, e não uma teoria do rendimento, ou da moeda, ou do nível de preços.

¹⁹ Dito que as raízes do monetarismo encontram-se na teoria quantitativa, Irving Fisher considerava a massa monetária como sendo o factor decisivo para a compreensão dos preços, das taxas de juro e até das flutuações de curto prazo.

A teoria quantitativa da moeda, segundo a abordagem de Friedman para a procura de moeda, prevê que V é constante, e deste modo, quando aumenta a oferta de moeda sem que tenha havido o aumento do volume de transacções, passando a existir uma maior quantidade de moeda disponível para cada transacção, essa maior quantidade de moeda disponível determinará o aumento da procura agregada, sem que num primeiro momento ocorra a expansão da oferta agregada, contribuindo para a subida dos preços.

A teoria quantitativa da moeda é dada por:

$$M_t V_t = P_t Y_t \quad (2.1)$$

Onde, Y é produto real. A equação em logaritmos, passa a ser

$$\ln(M) + \ln(V) = \ln(P) + \ln(Y) \quad (2.2)$$

A teoria quantitativa da moeda está assente em três bases (i) os factores de produção e a função produção determinam o nível de rendimento; (ii) a oferta de moeda determina o valor nominal do rendimento, assumindo que a velocidade de circulação da moeda é constante; (iii) O nível de preços P é o rácio do valor nominal do rendimento sobre o nível de rendimento. Desta forma, conclui-se que a capacidade produtiva da economia determina o produto real, a quantidade de moeda determina o produto nominal, e o deflactor do produto é o rácio do produto nominal sobre o produto real. De acordo com a TQM, qualquer alteração na oferta de moeda leva a alteração proporcional no produto nominal, quando a velocidade de circulação da moeda é fixa. (Mankiw, 2003)

A regra de Friedman para o crescimento da moeda, defendia que as autoridades monetárias deveriam manter uma política monetária coerente com uma taxa de crescimento da moeda de cerca de 4% ao ano, e uma taxa de crescimento do produto de 3%, em média, podendo esperar que a taxa de inflação fosse de 1% ao ano. Ao longo dos anos, Friedman forneceu vários argumentos para as taxas constantes de crescimento da moeda, entre os quais: os efeitos de longo prazo, com a redução da inflação; caso tivesse sido aplicada em períodos de elevada inflação, e cita a década de 1970 como exemplo, poderiam ter sido evitados grandes erros na condução da política económica; e por fim o uso de políticas discricionárias no curto prazo permite, na

prática, evitar que sejam tomadas más decisões com efeitos a longo prazo. (De Grauwe e Polan, 2005)

Concluindo, a proposta monetarista assenta no ideal de fixar uma regra rígida de expansão monetária imune aos desequilíbrios de curto prazo. Segundo a visão monetarista, as taxas de juro nominais deveriam, convergir para o zero e manterem-se neste valor, forçando deste modo a redução dos preços, de forma a compensar a subsistência de taxas de juro reais positivas.

2.2.2.1. A crítica à teoria quantitativa da moeda

Entre os opositores da teoria quantitativa da moeda destaca-se Woodford (1995), que contesta que o controlo do *stock* da moeda, de forma a garantir a manutenção da estabilidade de preços, seja feita pelo Banco Central.

Partindo da equação (2.1) e supondo que a velocidade-rendimento da moeda depende da taxa de juro nominal, $v_t = v_t(i_t)$, a equação (2.1) assume a forma,

$$M_t (i_t)^b = P_t y_t \quad , \quad \text{onde } b > 0 \quad (2.3)$$

Logaritmizando a equação (02.1) e usando a taxa de juro real efectiva, obtém-se

$$\ln M_t = \ln P_t + \ln y_t - b [\ln r_t + \ln P_{t+1} - \ln P_t] \quad (2.4)$$

Admitindo que o rendimento e a taxa de juro real são constantes e a oferta de moeda mantém-se fixa,

$$\ln M = \ln P_t + \ln y - b [\ln r + \ln P_{t+1} - \ln P_t] \quad (2.5)$$

Seguindo a equação às diferenças para o nível de preços, obtém-se

$$\ln P_{t-1} - \ln M / y = \frac{1+b}{b_t} [\ln P_t - \ln(M / y)] - \ln r \quad (2.6)$$

Verifica-se que, consoante o valor inicial para o nível de preços, existe um número infinito de trajectórias possível. A solução assim assumida para o nível de preços, que assegure que não haja uma trajectória explosiva, é obtida a partir de:

$$\ln P_0 = \ln \left(\frac{M}{y} \right) + \ln r \quad (2.7)$$

Woodford (1994 e 1995) avançou com críticas à escolha desta equação para o nível inicial de preços, argumentando que tal equação não tem fundamentação na economia teórica, nem tampouco deriva de qualquer processo de optimização da função de procura de moeda. Uma das críticas à política monetária é que a aplicação de regras para fixação da taxa de juro deixa o nível de preços indeterminado, e deste modo a oferta de moeda não consegue determinar o nível de preços, e aponta como possível consequência a perda do controlo da inflação pelas autoridades monetárias (Afonso, 2002).

2.2.3. O retorno do Keynesianismo ou a prevalência do monetarismo: uma breve síntese

No campo da política monetária, são inegáveis os importantes avanços do monetarismo sobre o keynesianismo. No entanto, o keynesianismo e sua visão menos mecânica da política económica, e em particular da monetária, enfatiza a importância das assimetrias de informação e das fontes incertezas, permitindo considerar fenómenos como a especulação e a fragilidade dos mercados financeiros.

De modo geral, podemos dizer que a conjugação do aumento do desemprego acompanhado da subida da inflação, marcou o fim da hegemonia da abordagem dos novos clássicos à política monetária como meio de estabilizar os desequilíbrios da economia.

De facto, no que respeita a perspectiva monetarista a fixação de uma regra rígida de expansão monetária imune as variações de curto prazo, e capaz de contornar as expectativas e as falhas de intervenção causada pelos desfasamentos temporais, que muitas vezes transformam medidas anti-cíclicas em pró-cíclicas, apresenta-se como a opção mais viável e eficaz para uma política estabilizadora.

Relativamente ao recurso às taxas de juro como forma à estabilizar a economia, os monetaristas defendem que as taxas de juro nominais devem convergir e manter-se próximas à zero, de modo a forçar gradualmente a queda dos preços. No entanto, alguns estudos empíricos têm demonstrado que a velocidade de circulação da moeda, por vezes varia de forma imprevisível, a medida que se diversificam os meios de pagamentos, ou a medida que os agentes têm uma maior facilidade na obtenção de crédito.

Segundo a abordagem de Friedman a expansão monetária acompanhada da estabilidade da velocidade de circulação da moeda garantiria a estabilidade de preços e do emprego, de forma mais eficaz do que com uso da política orçamental.

Friedman e os monetaristas assentaram a sua base de contestação quanto a política orçamental, no facto desta política estar dependente da verificação de um efeito multiplicador, estável e mensurável, entre o aumento de despesa pública e expansão do produto. Com efeito, os monetaristas exploraram a fragilidade das divergências entre a teoria e a política monetária defendida pelos keynesianos.

Referidas as principais linhas do uso da política monetária como política estabilizadora, quer seja pela visão keynesiana via taxas de juro, que seja pela abordagem monetarista e a importância da velocidade de circulação da moeda, a próxima sub-secção é dedicada ao uso da política orçamental como política estabilizadora.

2.3. A política orçamental

Uma vez analisado o modo como a política monetária afecta a procura agregada, será tema desta segunda sub-secção analisar como a política orçamental pode influenciar no curto prazo a procura agregada, assegurando os objectivos de alcançar ou manter o pleno emprego, o crescimento da economia e a estabilidade de preços²⁰.

²⁰ Ainda que alguns economistas não sejam favoráveis ao uso da política orçamental como política estabilizadora, o facto é que devido a existência de alguma rigidez nos preços e salários além de outras imperfeições dos mercados, o uso desta política tem contribuído para atingir o ajustamento da economia ao seu potencial de crescimento não-inflacionista.

A seguir procuramos expor duas visões distintas do uso da política orçamental, onde as decisões do governo são capazes de influenciar o consumo privado – *procura agregada* - e as decisões quanto a poupança.

Na primeira parte será apresentada a teoria conhecida como *The fiscal theory of inflation*, e para finalizar esta sub-secção serão expostos alguns dos pressupostos da Equivalência Ricardiana.

2.3.1. The fiscal theory of inflation

As relações entre o défice público e a inflação podem ser explicadas, através de uma visão keynesiana, onde os défices públicos têm uma influência directa na procura agregada, através das alterações nas despesas públicas ou no aumento dos impostos.

Este modelo Keynesiano enfatiza o impacto de políticas orçamentais restritivas na procura, e aponta para o curto prazo a limitação dos efeitos da consolidação orçamental. Como se compreende, a condição chave para ter efeitos de multiplicadores positivos na procura agregada, e desta forma no rendimento, passaria pelo aumento da capacidade produtiva.

A composição da expansão orçamental é também importante, com o aumento nas despesas do governo a estimular a procura mais do que o aumento dos impostos, particularmente nos casos onde as despesas são consideradas de “alta qualidade”, ou seja, aquelas que contribuem para o aumento da produtividade da mão de obra, e ou do capital.

Ainda segundo esta explicação Keynesiana uma redução do défice orçamental tem como resultado a desaceleração temporária da procura agregada e da actividade económica, quer directamente através da diminuição do consumo ou do investimento público, quer indirectamente, devido ao menor consumo por parte das famílias devido a diminuição do rendimento, em consequência da subida dos impostos ou da redução das transferências públicas.

No modelo Keynesiano estático com preços fixos, uma redução exógena das despesas públicas, causaria os chamados efeitos Keynesianos, pelo lado da procura agregada, onde os multiplicadores teriam um valor positivo e superior a um²¹.

Considerando uma situação de expansão orçamental, e partindo da hipótese da economia não se encontrar no pleno emprego, o aumento da despesa pública pode significar simultaneamente, o aumento do consumo e da poupança nacional ao provocarem o aumento do produto real Marinheiro (1996)

Afonso (1993) chega a mesma conclusão, que a expansão das despesas públicas tem consequências directas no aumento do consumo privado. Todavia, Afonso alerta que para financiar o défice, o governo terá de contrair empréstimos. As incertezas quanto ao pagamento do endividamento do Estado, poderá fazer aumentar o *risco do país*, elevando as taxas de juro. Como as famílias possuem activos, o aumento das taxas de juro cria o chamado efeito riqueza, que irá gerar níveis mais elevados de consumo e por conseguinte levará ao aumento do nível de preços.

De acordo com a hipótese Keynesiana a economia não opera na sua capacidade máxima de produção e de emprego. A partir desta premissa o aumento da produção pode ocorrer sem que haja um aumento no nível de preços. A quantidade produzida é determinada pela procura agregada. A partir da consideração de que os preços são fixos (no curto prazo) um aumento na procura agregada, em consequência de um aumento da oferta de moeda ou do aumento dos gastos públicos, não irá afectar o nível de preços no curto prazo. Deste modo, no regime keynesiano a relação entre o consumo e as despesas públicas é positiva, enquanto que a relação entre o consumo e os impostos é negativa, e a relação entre o consumo e as transferências também é positiva²².

No entanto, este aparente consenso foi posto em causa pelas experiências de alguns países que nas últimas duas décadas, através de programas de estabilização económica com o objectivo de reduzir a inflação, implementaram políticas restritivas.

²¹ A abordagem Keynesiana privilegia os efeitos de curto prazo, onde os chamados efeitos Keynesianos prevalecem, e as políticas orçamentais restritivas tem efeitos contraccionistas no consumo privado e na actividade económica.

²² Já para regimes não-Keynesianos os efeitos opostos. Com a suposição de excesso de capacidade e preço/salários rígidos, o efeito multiplicador - através do canal da procura agregada - ajuda a economia a amortecer as consequências de qualquer declínio da economia.

Surpreendentemente o ajuste orçamental não foi seguido de efeitos de abrandamento económico. Ao invés disso, alguns países experimentaram uma rápida retoma da actividade económica com a aceleração do crescimento económico. Estes acontecimentos, deram origem à outro tipo de argumento, o conceito de efeitos não-Keynesianos da política orçamental, e fez surgir uma série de estudos empíricos como os de Perotti (1999), Giavazzi, Pagano (1990) e (1996), e novamente por Giavazzi, Pagano e Jappellini (2000). Este tema será analisado no terceiro capítulo deste trabalho.

2.3.1.1. Despesa pública, multiplicador e crowding-out

Sendo conhecida a forma como o Estado pode influenciar a procura agregada, os efeitos da política orçamental como política estabilizadora, muito embora em alguns casos sirva mais aos interesses políticos do que aos económicos, pode ser avaliada pelo confronto entre os efeitos dos multiplicadores orçamentais e os efeito de *crowding-out* da despesa privada pela despesa pública.

Partindo do pressuposto de que o Estado decida aumentar a despesa pública, neste caso podemos obter os dois efeitos opostos em simultâneo. Por um lado, esse aumento de despesa pública gera rendimentos para outros agentes económicos, que aumentam posteriormente as suas despesas desencadeando um efeito em cadeia ou multiplicador que acaba por provocar a expansão da procura e da produção por um múltiplo aumento inicial dos gastos público. E por outro lado, o aumento da despesa pública significa uma diminuição da poupança pública, ou até mesmo um agravamento do endividamento público para financiar a expansão, o que levará o a diminuição da oferta de fundos no mercado, ou o aumento da procura de fundos, reflectindo no aumento das taxas de juro.

Conscientes de que o aumento das taxas de juro provoca a contracção da procura agregada, os níveis de consumo e investimento privado são sacrificados a favor da despesa pública – *efeito crowding-out*.

Podemos por assim dizer que a decisão de expandir a procura agregada, dependerá da força relativa desses dois efeitos. Caso se verifique que o efeito multiplicador é mais

forte e se sobrepõe ao efeito *crowding-out*, então o aumento da despesa pública poderá expandir a procura agregada, o mesmo não se aplica caso o efeito *crowding-out* prevaleça.

A análise anterior permite-nos salientar a propósito do efeito multiplicador, que muito embora o aumento da despesa do Estado resulte num maior rendimento para os agentes económicos, o aumento do rendimento disponível poderá não se traduzir num aumento do consumo, visto que parte desse rendimento pode ser destinado à poupança. Deste modo, o efeito multiplicador causará tanto mais impacto quanto maior for a *propensão marginal para o consumo*.

A respeito do efeito *crowding-out*, consideramos importante destacar que o menor incentivo ao investimento provocado pelos défices orçamentais, reflecte os custos de oportunidade de uma política orçamental expansionista. Como já referido, a redução da poupança pública levará ao aumento da taxa de juro de equilíbrio, e por conseguinte a retracção da procura agregada. No entanto, alguns economistas entendem que o défice orçamental resulta de reduções na tributação, e face ao mesmo nível de despesa pública o aumento do rendimento disponível dos agentes económicos permitiria compensar com poupança privada o que se perde com a redução da poupança pública, sendo que esta “equivalência ricardiana” eliminaria o efeito *crowding-out*, uma vez que as gerações presentes poupariam parte dos seus rendimentos com o objectivo de deixar doações aos seus descendentes, permitindo a estas gerações futuras a amortização dos efeitos do endividamento público.

2.3.2. Alguns pressupostos teóricos da equivalência ricardiana

Para finalizar esta sub-secção, será apresentada uma síntese sobre alguns dos pressupostos teóricos da equivalência ricardiana. Antes de iniciarmos esta abordagem propriamente, importa salientar que para muitos economistas a equivalência ricardiana não tem qualquer aplicabilidade na economia real, visto que alguns de seus pressupostos, além de bastantes exigentes não possuem validação teórica. Por outro lado, entre os defensores dos pressupostos da equivalência ricardiana, destaca-se o

respeitável economista Robert Barro²³, responsável por algumas modificações ao modelo original.

Dadas as críticas e controvérsias, a cerca da equivalência ricardiana, iremos a seguir abordar algumas de suas implicações para a economia.

2.3.2.1 As principais objecções à equivalência ricardiana

A desvalorização dos perigos da ocorrência de défices orçamentais excessivos, por parte da equivalência ricardiana, mereceu duras críticas desde o seu surgimento. Com a equivalência ricardiana a argumentar que as decisões de financiamento dos défices são irrelevantes para a economia num cenário onde os consumidores são ricardianos, a política orçamental não é capaz de estabilizar o rendimento (Marinheiro, 2003).

De acordo com esta visão, a forma de financiamento da despesa pública, quer seja através de impostos, quer seja através de empréstimos é indiferente. O argumento subjacente é a de que a economia é influenciada somente pela quantidade de despesas governamentais, não sendo relevante a forma de financiamento dessas despesas, a menos que este financiamento seja feito através da emissão de moeda, e neste caso a consequência directa seria o aumento da inflação.

Entre as principais críticas à equivalência ricardiana e a sua aplicabilidade, destacamos os seguintes pressupostos: (i) os indivíduos comportam-se como se possuíssem vidas infinitas; (ii) os mercados de capitais são perfeitos e eficientes, ou seja, os indivíduos podem emprestar e contrair empréstimos a mesma taxa de juro que o Estado, e (iii) todos os impostos são do tipo *lump sum*, não distorcionários²⁴.

Partindo da primeira suposição de que os indivíduos possuem vidas infinitas, a ideia chave da equivalência ricardiana é a de que os indivíduos estão interligados pelo

²³ Barro (1989) aponta cinco principais objecções que comprometem a aceitação da equivalência ricardiana. Além das três já citadas, a incerteza quanto os impostos e rendimentos futuros e a hipótese da economia situar-se no pleno emprego.

²⁴ A ineficiência dos mercados de capitais, pode resultar na imposição de restrição de liquidez a uma parte de consumidores, que serão confrontados com as dificuldades em recorrer ao crédito. Para uma abordagem mais detalhada, seguir de perto Afonso (2002) páginas 19-20.

altruísmo entre as gerações. Ou seja, para fazer face ao aumento da dívida pública no presente, os indivíduos se apercebem da necessidade de pagar os impostos que serão necessários no futuro, e deste modo através da diminuição do consumo presente, a tributação não irá afectar as decisões de consumo no momento em que esses impostos forem pagos no futuro. Neste contexto as famílias integram os aumentos ou diminuições do orçamento do Estado dentro de suas próprias decisões²⁵, e formam expectativas racionais sobre os desenvolvimentos futuros a respeito das finanças públicas e políticas orçamentais.

Esta conclusão é importante, pois caso se verifique este comportamento por parte das famílias, as mesmas estariam assumindo a validade da equivalência²⁶, e assim, os défices orçamentais tenderiam a não ter efeitos reais, ou por outras palavras, a política orçamental não teria efeitos sobre o consumo, contrariando o preconizado por Keynes.

Embora a existência de horizontes finitos não inviabilize a verificação da equivalência, desde que existem doações altruístas, Barro (1974) construi um modelo de cadeia de doações ligando as várias gerações através de um sistema de heranças altruístas, onde o consumidor retira utilidade do seu consumo, e de forma indirecta do consumo de seus descendentes.

²⁵ No entanto, para as famílias a redução de impostos ou da despesa pública são equivalentes, do mesmo modo que um aumento de impostos ou a da despesa pública. Isto significa que em qualquer uma das duas situações acima descritas tem repercussões nos recursos privados. Neste contexto, podemos afirmar que uma política deficitária teria um impacto quase insignificante sobre as taxas de juros.

²⁶ Segundo a terminologia usada por Sargent e Wallace (1981) um regime Ricardiano pode ser classificado como um regime predominantemente monetário, onde os saldos orçamentais primários respondem ao nível de dívida pública de modo a garantir a solvência orçamental. Neste caso a procura e oferta de moeda determinam o nível de preços, sendo a política monetária activa, isto é, a autoridade monetária determina a massa monetária e o nível de preços através da equação da procura de moeda. Afonso (2002) citando Cochrane, afirma que a teoria quantitativa da moeda é um caso particular de regime Ricardiano, onde o nível de preços seria determinado através da relação existente na teoria quantitativa da moeda, entre o rendimento real e a velocidade de rendimento da moeda, com as autoridades monetárias a controlarem a emissão de moeda. Já a abordagem ao regime não-Ricardiano, classifica este tipo de regime como sendo de predominância orçamental, onde o Tesouro não se compromete a financiar a nova dívida pública com impostos futuros, deste modo o financiamento da dívida deve ser financiada por moeda. O governo decide autonomamente os valores do défice e da dívida pública e o nível de preços pode ser independente da autoridade monetária. Sob este regime, o banco central assume uma atitude passiva, uma vez que a oferta de moeda é endógena e os preços são determinados pela restrição inter-temporal do estado. Os saldos orçamentais primários podem ser determinados pelo governo independente do nível de dívida pública, sendo que a moeda e os preços podem ajustar-se ao nível de dívida pública afim de garantir a restrição orçamental do governo.

Deste modo, face a redução dos impostos no presente, o consumidor altruísta não altera o seu nível de consumo - *com a procura agregada a não sofrer alterações* - e poderá adquirir títulos de dívida pública que passarão à geração seguinte, caso estes títulos não sejam amortizados ao longo de sua vida. Os títulos deixados como herança servirão para que a geração futura pague os impostos mais elevados no ano em que os títulos sejam amortizados, ou da mesma forma poderão deixá-los como herança aos seus legados.

Assumindo que os consumidores actuam desta forma, podemos então afirmar que muito embora os consumidores possuem vidas finitas, na prática estes irão agir como se possuíssem vidas infinitas, pois o aumento do défice orçamental levará ao aumento da poupança, de forma a que as suas doações (heranças) possam ser usadas para pagar o aumento dos impostos futuros (Marinheiro 1996).

Da análise anterior, podemos acrescentar a crítica feita por Afonso (2002), onde segundo ele não há garantias de que ocorram transferências entre as gerações, pois muitos dos títulos públicos possuem um período de maturidade média de 10 anos, havendo assim a possibilidade de serem as gerações presentes a terem de assegurar a sua respectiva amortização, através do pagamento de impostos no futuro. De facto, o que se tem verificado é que o consumo privado segue de perto o rendimento corrente, e menos o rendimento permanente, visto que muitas famílias não têm qualquer riqueza que lhes permita alterar os padrões de consumo em termos inter-temporais.

O segundo pressuposto a ser analisado diz respeito a viabilidade do mercado de capitais serem perfeitos, e de não existir restrições de liquidez. Como é sabido, não é possível que os mercados de capitais sejam eficientes, ou que as famílias não possuam restrições a liquidez. De facto, se tivermos em conta que os consumidores possuem restrições de liquidez, e sendo o seu plano de consumo mais limitado do que as suas vidas, estes não serão indiferentes as alterações na política orçamental, onde a substituição de impostos

por dívida pública aumentaria o consumo presente em detrimento da poupança, ainda que fossem os próprios a pagarem os impostos futuros²⁷.

No que concerne aos impostos não serem distorcionários, ou seja do tipo *lump-sum*, isto equivale dizer que são um montante fixo, independente do rendimento ou do momento em que fossem cobrados, e deste modo para que se possa verificar a equivalência ricardiana os consumidores seriam indiferentes em pagá-los no presente ou no futuro.

No entanto, no mundo real os impostos são distorcionários, e deste modo importa para os contribuintes qualquer alteração nas variáveis em função do rendimento. Caso ocorra uma redução dos impostos sobre o rendimento, e o conseqüente aumento do financiamento do déficit através da dívida pública, haverá uma maior tendência para o aumento do consumo no curto prazo.

A análise de Marinheiro (1996) ao comportamento dos contribuintes, evidenciam duas importantes alterações. A primeira refere que a antecipação do montante dos impostos futuros irá depender das expectativas dos indivíduos acerca do seu rendimento, consumo, tamanho da família, ou qualquer outra circunstância relacionada com sua vida pessoal, e ainda acerca da legislação fiscal. A segunda refere que como os impostos são distorcionários, a tributação sobre a riqueza poderá fazer com que os indivíduos, para reduzirem os impostos a serem pagos no futuro, optem por aumentar o seu consumo presente.

A inadequação da equivalência ricardiana à realidade e ao comportamento efectivo dos consumidores tem sido desvalorizada por Barro.

Os efeitos económicos dos défices orçamentais foram analisados por Barro (1989), através da relação entre a política orçamental e algumas das variáveis macroeconómicas como as taxas de juro, consumo e poupança. Segundo Barro, do ponto de vista ricardiano não há qualquer efeito dos défices orçamentais na taxa de juro

²⁷ Esta conclusão é reforçada, uma vez que os mercados de capitais são imperfeitos e verifica-se a existência de restrições ao crédito, quer seja devido a existência de informações assimétricas, quer seja pela selecção adversa.

real, apesar do modelo tradicional macroeconómico prever a existência de efeitos positivos, pelo menos para as economias fechadas assegura Barro²⁸.

Apesar da análise de Barro à alguns estudos empíricos demonstrarem existir uma relação entre o défice orçamental e a variável taxa de juro, Barro mantém-se firme na defesa a equivalência ricardiana afirmando que *“Overall, the emprirical results on interest rates support the Ricardian view. Given these findings it is remarkable that most macroeconomists remain confident that budget deficits raise interest rates”*.

No que diz respeito aos efeitos do défice nas variáveis consumo e poupança, Barro conclui que os estudos empíricos não chegam a ser conclusivos, e atribui a isto, o facto dos défices e da poupança (ou investimento) possuírem fortes elementos cíclicos²⁹. Embora reconheça que muitas das análises obtidas através da abordagem empírica envolvam *problemas substanciais*, no que diz respeito aos dados e sua identificação, tornando os resultados inconclusivos, Barro afirma que as descobertas empíricas sobre as taxas de juro e o consumo apontam na direcção da sustentabilidade da visão ricardiana.

No entendimento de Afonso (2002), a partir de estudos empíricos da função consumo agregado, onde a variável dependente é o consumo, e as variáveis independentes são o rendimento, a riqueza e outras variáveis de controlo, o mesmo rejeita a hipótese de equivalência Ricardiana para os casos em que os coeficientes da dívida pública ou os impostos são estatisticamente diferentes de zero. Apesar de algumas críticas sobre a inconsistência da formulação desenvolvida nestes estudos com a formulação de expectativas racionais³⁰, a conclusão a que chegou Afonso sobre os resultados dos vários estudos, demonstraram que a hipótese da equivalência ricardiana é rejeitada ou

²⁸ Ver Barro (1989), *“The Ricardian Approach to budget deficits”*.

²⁹ Segundo Barro (1989) os problemas verificados nas estimações são bem conhecidos, e reflectem problemas com simultaneidade entre o consumo e rendimento, como também problemas de endogenidade dos défices orçamentais.

³⁰ Quando os agentes formam expectativas racionais, alterações permanentes na política orçamental modificam as suas expectativas quanto ao rendimento permanente, ao passo que, se as alterações na política orçamental forem entendidas como sendo apenas transitórias, não se verificam alterações relevantes nas expectativas dos agentes, desde que os agentes antecipem os efeitos a longo prazo da política orçamental para o presente, esses efeitos, no curto prazo, tornam-se pouco relevantes. Se os agentes esperarem que, por exemplo, um aumento inicial na taxa de juro e ou a apreciação da taxa de câmbio seguida de uma expansão orçamental que poderá durar algum tempo, os efeitos de *crowding-out* são expandidos e o multiplicador pode tornar-se negativo (Krugman e Obstfeld, 1997).

não consoante com o coeficiente da variável explicativa (*défi ce orçamental*). No entanto, o autor considera válida a estimação da função de consumo agregado com a ideia das expectativas racionais.

Relativamente à comparação com a teoria macroeconómica convencional, os défices têm como consequência o facto de reduzirem o nível de investimento privado. Partindo de um cenário de economia fechada, onde a capacidade de financiamento é limitada, a concessão de crédito ao governo como forma de financiar as despesas públicas, provocaria o aumento das taxas de juro, devido a diminuição dos meios financeiros disponíveis para o sector privado.

Já num cenário de economia aberta com perfeita mobilidade de capitais, o aumento das taxas de juro iria apreciar a moeda nacional, aumentando a procura externa de activos em moeda nacional levando a deterioração da balança comercial. Neste sentido, a última sub-secção deste capítulo pretende analisar o uso da política cambial através da apresentação do modelo BMW para economias abertas.

2.4. A política cambial

Partindo da definição de Loureiro (1999), “*a política cambial pode ser definida como a utilização deliberada da taxa de câmbio para influenciar variáveis económicas fundamentais...visando os objectivos da política económica global*”. De facto, a política cambial tem desempenhado um papel de destaque, tornando-se numa importante ferramenta de auxílio aos países que implementaram programas de estabilização de suas economias, seja na América Latina, ou durante o processo de convergência nominal na Europa.

Neste última sub-secção será apresentado o modelo BMW para câmbios flexíveis em alternativa ao modelo Mundell-Fleming. Como a literatura a respeito do modelo BMW é bastante limitado, optamos por uma apresentação mais completa do referido modelo.

2.4.1. A análise ao modelo BMW para economias abertas sob regimes de câmbios fixos e flexíveis

Num artigo sobre os regimes de câmbio fixo e flexíveis, Calvo (1999) questionou qual desses regimes seria a melhor opção para evitar que novos episódios como o que ocorreu no México, em Dezembro de 1994 voltassem a ocorrer³¹. Quando escreveu o artigo, Calvo alertou que economias como as que participavam no Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu poderiam ser atingidas por episódios de crises cambiais. Ele sublinhou que em todos os episódios de graves crises cambiais, as economias operavam sob regimes de câmbios fixos, onde a moeda era indexada contra uma divisa estrangeira, em geral, o dólar norte-americano³².

A discussão do trabalho de Calvo centrava-se nos efeitos que as políticas monetárias e orçamentais têm sobre o tipo de regime cambial, quando a economia é confrontada com a ocorrência de choques.

A apresentação do modelo BMW para economias abertas sob regimes de câmbio fixos ou flexíveis será abordada nesta secção. O modelo analisa situações de choques internos e ou externos e o uso da política monetária e orçamental pelo banco central para repor o equilíbrio da economia.

Na primeira parte será feita a apresentação da estrutura do modelo, abordando os regimes de câmbio fixo e flexíveis para economias abertas, e para finalizar será feita uma breve comparação entre modelo BMW e o modelo de Mundell-Fleming.

2.4.2. A estrutura do modelo BMW para economias abertas

O modelo BMW foi desenvolvido com o objectivo de colmatar as deficiências tanto do modelo IS/LM-AS/AD para economias fechadas bem como para economias abertas, segundo o modelo Mundell-Fleming. Estes modelos têm sido alvos de críticas devido a

³¹ Ver Edwards (1992) e Fischer (2001).

³² No caso dos países que participavam do MTC as moedas eram indexadas em relação ao Marco alemão.

inconsistência das suas estruturas, e mostram-se incapazes de agir em conjunto com a política monetária ao definir metas de inflação. (Bofinger, Mayer e Wollmershauser, 2002, 2003 e 2006) citando Colander, Walsh e Romer.

Por outro lado, o modelo BMW é apresentado segundo Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002), como sendo capaz de actuar em conjunto com questões como metas de inflação, regras de política monetária e credibilidade do Banco Central e traz como vantagem do modelo a habilidade de discutir o papel da inflação e a determinação das taxas de câmbio flexíveis, enquanto que o modelo Mundell-Fleming é baseado em taxas de câmbio constantes e preços fixos³³.

O modelo BMW para economia abertas, a partir dos efeitos da taxa de câmbio real na procura agregada (y), parte da seguinte equação,

$$y = a - br + c\Delta q + \xi_1, \quad (2.8)$$

onde Δq é a alteração na taxa de câmbio real, b e c são parâmetros estruturais positivos, e ξ_1 é o choque aleatório na procura.

Para procederem ao cálculo da taxa de inflação, os autores decidiram distinguir o curto e longo prazos.

No longo prazo a taxa de inflação é determinada unicamente, através da taxa de inflação externa (π^*) expressa em moeda nacional corrente (π^f), e daí a paridade do poder de compra (PPC):

$$\pi = \pi^f = \pi^* + \Delta s, \quad (2.9)$$

onde Δs é taxa nominal de depreciação. Nota-se que no longo prazo não foi incluído o termo ξ_1 , que foi tomado como tendo média nula.

³³ O facto do modelo Mundell-Fleming não considerar os preços flexíveis, merece ainda a crítica desse modelo não conseguir adequadamente dar resposta à duas teorias básicas da política monetária para economias abertas: a teoria das taxas de juro não cobertas e a teoria da paridade do poder de compra.

No curto prazo, assume-se que as empresas mantêm os preços inalterados, mesmo que ocorram alterações nas taxas de câmbio, o que levará à redução dos lucros³⁴. Neste caso a inflação é determinada pelas expectativas de inflação, desvio do produto, e um choque da oferta. Assumindo que o banco central é credível, e as expectativas privadas são idênticas as metas de inflação do banco central (π_o) a Curva de Phillips vem assim,

$$\pi = \pi_o + dy + \xi_2 . \quad (2.10)$$

Para o cenário da taxa de câmbio exercer influência sobre a taxa de inflação, a equação é dada por,

$$\pi = (1-e) \pi^d + e \pi^f = \pi_o + dy + e\Delta q + \xi_2 , \quad (2.11)$$

onde π^d é a taxa média de inflação doméstica³⁵, dy é o desvio do produto e ξ_2 corresponde ao choque da oferta.

O estudo aqui apresentado pretende analisar os efeitos e a eficácia da política monetária em vários cenários, e começa por distinguir entre regimes de câmbio fixos e flexíveis.

2.4.2.1. A política monetária sob taxas de câmbio flexíveis no longo prazo

Considerando o cenário de longo prazo, onde a PPC e a paridade não coberta do juro (UIP) actuam simultaneamente o modelo BMW produz efeitos contraditórios onde a política monetária não possui autonomia a respeito da taxa de juro real, mesmo com taxas flutuantes. Com efeito, se a PPC é estritamente satisfeita por

$$\Delta s = \pi - \pi^* , \quad (2.12)$$

caso não ocorram alterações na taxa de câmbio real,

$$\Delta q = \Delta s + \pi^* - \pi = 0 \quad (2.13)$$

assumindo que a UIP é satisfeita e que não há prémio de risco, a equação passa então a:

³⁴ Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002), afirmam que numa economia aberta as alterações no lucro são a alavanca principal pela qual a taxa de câmbio afecta a procura agregada.

³⁵ Para uma análise mais detalhada ver Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002), páginas 33-34.

$$\Delta s = i - i^* , \quad (2.14)$$

Pode-se ainda transformar a equação com a ajuda da Equação de Fischer para a taxa de juro doméstica, e para a taxa de juro externa, obtém-se, respectivamente:

$$i = r + \pi \quad (2.15)$$

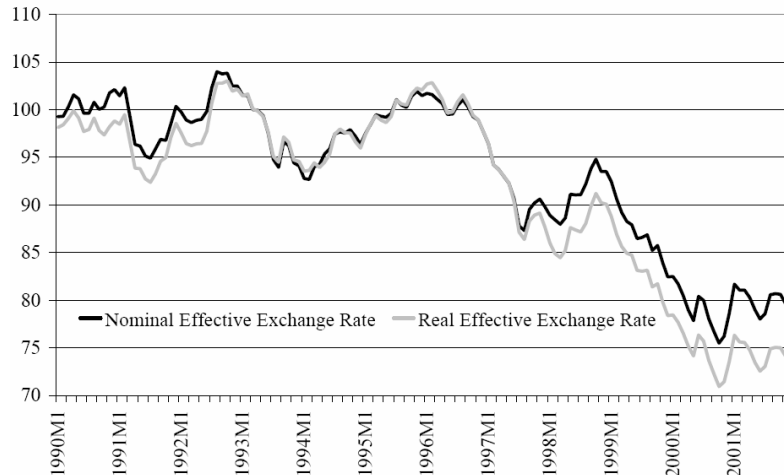
$$i^* = r^* + \pi^* \quad (2.16)$$

Como a taxa de juro doméstica é igual a taxa de juro externa, ($r = r^*$) o banco central não pode fixar uma meta para a procura agregada pela taxa de juro real. Porém, se i^* e r^* forem exógenas, então π^* também será, e a escolha no longo prazo, da taxa de juro nominal determina, através da relação Δs e da equação (2.15), a taxa de inflação doméstica (π). Deste modo, o banco central pode determinar a taxa de juro real, e a política monetária não será completamente ineficaz.

2.4.2.2. A política monetária sob taxas de câmbio flutuantes no curto prazo

Na perspectiva de curto prazo, assumiu-se a existência de rigidez dos preços afim de produzir desvios na PPP, e desta forma facilitar a observação de apreciações ou depreciações reais. Nesta hipótese e como ilustra a figura 2.4, no curto prazo, as taxas de juro reais são instáveis, e são determinadas principalmente pelas taxas de juro nominais. Nota-se que ambas as taxas, nominal e real seguem a mesma trajetória. A taxa de juro Não coberta é válida e assumiu-se a existência de choques de origem externa, medidos através do prémio de risco estocástico (α) e capturados pelas variações da taxa de juro real externa (r^*).

Figura 2.4 – Taxas de juro nominal e real para a zona euro



Fonte: “The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies”, Bofinger, P. e outros- WEP wp. 35 - 2002 – 36.

Partindo da especificação do modelo, e assumindo que o único instrumento de actuação do banco central é a taxa de juro (r), o comportamento *ótimo* do banco central em resposta aos choques externos sob políticas discricionárias será dado por:

$$y = \frac{d}{d^2 + \lambda} \xi_2 \quad (2.17)$$

Através da equação (2.8) e (2.17), e resolvendo para r o que permite ao banco central, em termos de taxa de juro real, obter a equação óptima da taxa de juro real igual a,

$$r^{opt} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b} \xi_1 + \frac{d}{b(d^2 + \lambda)} \xi_2 + \frac{c}{b} \Delta q \quad (2.18)$$

Desta forma, o banco central pode a qualquer momento ajustar a sua taxa de juro em resposta a choques de procura ou oferta na economia. Assumindo ainda, a condição de UIP (taxa de juro não coberta) com o prémio de risco,

$$\Delta s + \alpha = i - i^* \quad (2.19)$$

Utilizando as equações (2.15) e (2.16), e a equação a seguir,

$$\Delta q = \Delta s + \pi^* - \pi \neq 0 \quad (2.20)$$

Obtém-se ,

$$\Delta q + \alpha = r - r^* \quad (2.21)$$

Assumindo que $r = r^{opt}$, teremos a equação para a taxa de juro óptima,

$$r^{opt} = \frac{a}{b-c} + \frac{1}{b-c} \xi_1 + \frac{d}{(b-c)(d^2 + \lambda)} \xi_2 + \frac{c}{b-c} (r^* + \alpha) \quad (2.22)$$

Através desta equação o banco central pode ter uma regra para a taxa de juro (óptima) num regime de câmbio flexível, onde as taxas de juro são descobertas e há a possibilidade de ocorrer choques na economia.

Assumindo a existência de choques reais, estes choques podem ser: (i) choques domésticos de procura ou oferta; (ii) choques externos, através da mudança da taxa de juro externa e da mudança do prémio de risco.

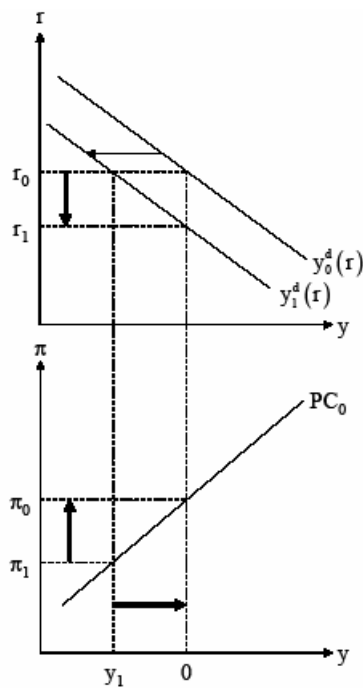
Na representação gráfica 2.5, a procura agregada é determinada somente pela taxa de juro real doméstica. A inclinação da curva $y^d(r)$ é negativa, uma vez que o canal da taxa de juro da procura agregada prevalece sobre o canal da taxa de câmbio.

A figura 2.5 mostra-nos a reacção da taxa de juro real face a um choque na procura agregada. Visto que os choques podem ter origem no comportamento dos agentes domésticos, no como também no comportamento do governo e dos consumidores, ou ainda pode ter origem em desenvolvimentos do mercado externo como por exemplo, um aumento das taxas de juro externas ou do prémio de risco, sendo que os choques com origem externa dar-se-ão por via da taxa de câmbio real. Neste caso, podemos

concluir que as alterações na curva da procura agregada, podem ser provocadas quer por choques domésticos, quer por choques com origem externa.

Como mostra a figura 2.5, um choque negativo alterara a curva para a esquerda, resultando num desvio do produto negativo (y_1), e a redução da taxa de inflação (π_1). O banco central poderia assim, reduzir a taxa de juro real de r_0 para r_1 , afim de evitar a retracção do produto (y_1).

Figura 2.5 – Taxa de juro *ótima* para choques que afectam a procura

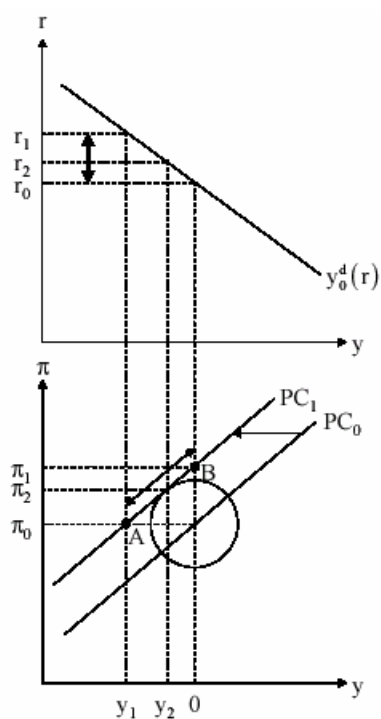


Fonte: “The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies”, Bofinger, P. e outros- WEP wp. 35 - 2002 – 40.

Caso o choque seja pelo lado da oferta, o banco central teria de contar com o *trade-off* entre inflação e produto. Um choque positivo na oferta, alteraria a Curva de Phillips para a esquerda, conforme mostra a figura 2.6.

Na ausência do uso da política monetária para reverter o efeito do choque sobre a oferta, e assumindo que a taxa de juro seja mantida em r_0 , o intervalo do produto mantém-se inalterado e ocorrerá o aumento da inflação. Caso o banco central opte por evitar esse aumento da inflação, então com o uso de uma política monetária restritiva, através do aumento da taxa de juro para r_1 tornando o hiato do produto negativo, reduzindo a inflação para o ponto A (π_0).

Figura 2.6 – Taxa de juro óptima para choques que afectam a oferta



Fonte: “*The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies*”, Bofinger, P. e outros- WEP wp. 35 - 2002 – 41

2.4.2.3. A política monetária com taxas de câmbio de comportamento *random walk*

Alguns trabalhos empíricos revelaram que num regime de câmbio flexível as variáveis macroeconómicas não são capazes de explicar os movimentos das taxas de câmbio, sobretudo para horizontes de curto e médio prazos. A hipótese da validade da UIP é ainda, rejeitada sob câmbios flexíveis³⁶. A análise do comportamento do “passeio aleatório” (*random walk*) da taxas de câmbio, dá-se através da equação,

$$\Delta q = \eta \quad (2.23)$$

onde, η corresponde a uma variável aleatória *white noise*. Partindo da equação (2.8) e juntando a equação anterior, obtém-se a regra para a taxa de juro, sobre a qual o banco central poderá responder a eventuais movimentos aleatórios nas taxas de câmbio.

$$r^{opt} = \frac{a}{b} + \frac{1}{b}\xi_1 + \frac{d}{b(d^2 + \lambda)}\xi_2 + \frac{c}{b}\eta \quad (2.24)$$

Num primeiro momento podemos dizer que a política monetária mantém a sua autonomia. No entanto, as limitações quanto ao uso da política monetária dependem da dimensão do choque, e ainda do impacto das taxas de câmbio real sobre a procura agregada.

Baxter e Stockman, Bofinger, Mayer e Wollmershauser, concluem que a análise de estudos empíricos demonstram que a variância da taxa de câmbio real excede a variância de variáveis económicas como a moeda e produto (*excess volatility puzzle*). Deste modo, caso o banco central decida compensar o choque na procura, através da alteração da taxa de câmbio real, isto poderá gerar uma elevada instabilidade nas taxas de juro reais. Apesar de não afectar a estrutura da economia como um todo, o mais provável é que o banco central opte por evitar perturbações nas taxas de juro a curto prazo.

³⁶ Veja-se Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002, 2003 e 2006), seguindo de perto Messe e Rogoff (1983) e Froot e Thaler (1990).

Através da equação (2.23) e (2.8) eliminando Δq , obtém-se como solução,

$$r^d(r) = a - br + c\eta + \xi_1 \quad (2.25)$$

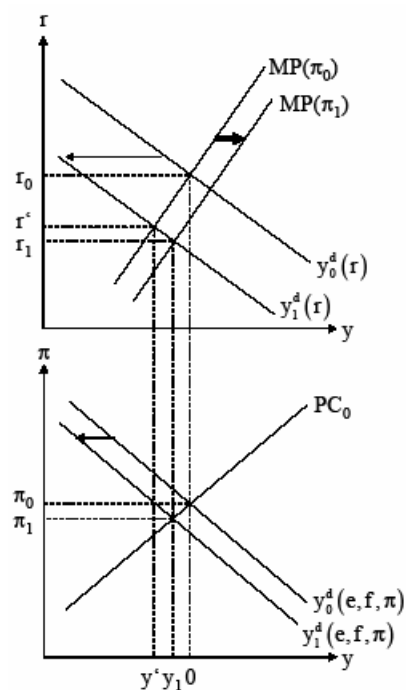
Partindo da equação (2.25), a conclusão do autor é de que o choque somente será compensado parcialmente se o desvio do produto e a inflação permanecerem abaixo dos níveis fixados como meta para a economia.

2.4.2.4. Regras simples de taxas de juro sob taxas de câmbio flutuantes

Neste cenário, o banco central passa a seguir regras de juro simples ao invés de regras ótimas. Num sistema de regras simples assume-se que os responsáveis pela política têm comportamentos racionais, onde serão adoptadas medidas que minimizem eventuais perdas para a economia. Com efeito, a figura 2.7 mostra um choque que afecta a procura, num cenário de regras simples.

O choque aqui representado na figura 2.7 mostra um cenário de um choque negativo sobre a procura. A análise à figura, mostra que a curva $y^d(r)$ é deslocada para a esquerda. Assumindo que os preços são rígidos, num primeiro instante, a inflação permanecerá no seu nível inicial. À medida que o hiato do produto começa a tornar-se negativo o banco central reduz a taxa de juro para um nível que permita anular a queda do produto. A diminuição da actividade económica, contribui para a redução da inflação de π_0 para π_1 . A diminuição da inflação fará com que o banco central responda com o corte das taxas de juros de r' para r_1 , afim de estimular a economia.

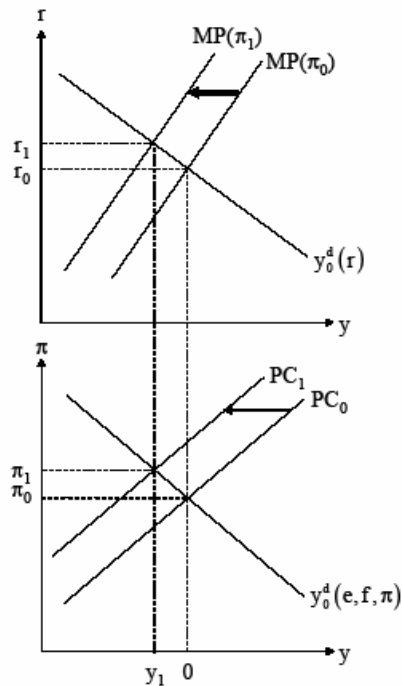
Figura 2.7 – Regras simples e choques que afectam a procura



Fonte: “*The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies*”, Bofinger, P. e outros- WEP wp. 35 - 2002 – 47.

Pelo lado da oferta, caso ocorresse um choque positivo, figura 2.8, a Curva de Phillips deslocar-se ia para a esquerda. A resposta do banco central seria dada, através do aumento da taxa de juro de r_0 para r_1 .

Figura 2.8 – Regras simples e choques que afectam a oferta



Fonte: “*The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies*”, Bofinger, P. e outros- WEP wp. 35 - 2002 – 48.

2.4.2.5. A política monetária sob taxas de câmbio fixas

Quando o regime de taxas de câmbio é fixo, isto significa que o banco central perde a sua capacidade de manobra em relação as taxas de juro domésticas, isto é, como a moeda doméstica é indexada contra uma moeda estrangeira, a taxa de juro doméstica deve manter o equilíbrio com as taxas observadas no mercado externo, a fim de evitar movimentos especulativos contra a moeda nacional, e conseqüentemente criar desequilíbrios no mercado internacional de capitais. Para evitar que no curto prazo os movimentos de capitais exerçam pressões sobre a taxa de câmbio fixa, o banco central necessita fixar a taxa de juro doméstica, de acordo com a paridade não coberta da taxa de juro,

$$i = i^* + \alpha \quad (2.26)$$

onde Δs deve ser igual a zero. Assumindo que a taxa de juro fixa é dada por,

$$r = i^* + \alpha - \pi \quad (2.27)$$

A taxa de juro real é unicamente determinada por variáveis externas e depende negativamente da taxa de inflação.

Transformando a equação (2.27),

$$r = (i^* + \alpha - \pi_0) + (-1) (\pi - \pi_0) + 0.y \quad (2.28)$$

Esta equação representa um caso particular de regra simples³⁷.

Deste modo, sob um regime de câmbio fixo, a taxa de juro terá que diminuir quando a inflação doméstica aumentar, fazendo com que a política monetária seja mais expansiva.

Importa ainda referir que numa análise preliminar, Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2006) chama a atenção que o regime de câmbio flexível parece aqui ter vantagens sob o regime de câmbio fixo, uma vez que no primeiro, o banco central possui autonomia quanto as decisões inerentes as taxas de juro. No entanto, citando Mundell (1961) o autor lembra que caso o mesmo choque afecte as economias internacionais, onde inclui o país sobre o qual a moeda foi indexada, então o regime de câmbio fixo será neste caso o mais adequado³⁸.

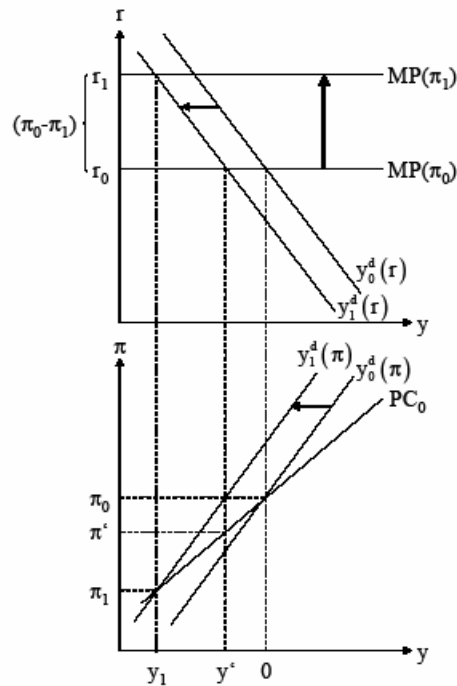
A figura 2.9 retracts as consequências de um choque negativo que afecta a economia pelo lado da procura. Partindo de um cenário de câmbio fixo, o banco central poderia mais facilmente inverter os efeitos de um choque. A partir da queda inicial da inflação, ocorreria uma aumento da taxa de juro real doméstica, com a taxa de juro nominal mantendo-se inalterada ao nível a taxa de juro nominal externa. O equilíbrio da Curva

³⁷ Bofinger *et all* (2002), aplicou a Regra de Taylor. Para uma abordagem mais detalhada, consultar as pp. 44-49.

³⁸ Para mais detalhes ver Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002) 50-54.

de Phillips será mantido com o aumento da taxa de juro de r_0 para r_1 e com a queda da inflação de π_0 para π_1 . De acordo com os autores, a reacção da política monetária num regime de taxa de câmbio fixa poderá criar instabilidade à economia, desde que $(\pi_1 < \pi')$ e $(y_1 < y')$.

Figura 2.9 – Taxa de câmbio fixa e choques que afectam a procura

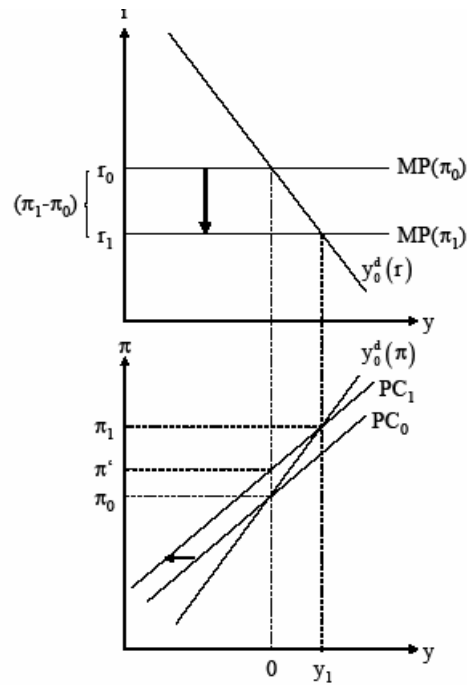


Fonte: “*The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies*”, Bofinger, P. e outros- WEP wp. 35 - 2002 – 55.

O choque verificado pelo lado da oferta para câmbios fixos, como ilustrado na figura 2.10, mostra que inicialmente a Curva de Phillips sofre uma deslocação para a esquerda, em consequência de uma maior inflação (π'). A partir do aumento da taxa de inflação e da diminuição da taxa de juro real, o desvio do produto gradualmente torna-se positivo permitindo afastar o aumento da inflação. O equilíbrio é obtido para a combinação de π_1 , y_1 . Dessa forma, a conclusão de Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002, 2003 e 2006) é a de que uma política de regra de câmbio fixo tem efeitos

desestabilizadores para a economia. Com efeito, ainda que o banco central adoptasse uma política passiva em relação as taxas de juro real, não seria possível evitar o aumento da inflação.

Figura 2.10 – Taxas de câmbio fixas e choques que afectam a oferta



Fonte: “The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies”, Bofinger, P. e outros- WEP wp. 35 - 2002 – 56.

2.4.3. Algumas considerações sobre modelo de Mundell-Fleming

Robert Mundell e Marcus Fleming desenvolveram nos anos 1960, uma análise à mobilidade perfeita de capitais, ainda antes das taxas de câmbio flexíveis serem adoptadas³⁹. O modelo desenvolvido por estes autores ficou conhecido como Mundell-Fleming, e assume para pequenas economias abertas que as taxas de juro domésticas devem ser iguais as taxas de juro externas ($r = r^*$), a fim de evitar movimentos especulativos contra a moeda nacional.

Sob o regime de câmbio fixo com perfeita mobilidade de capital, ao menor diferencial das taxas de juro ocorrem fluxos infinitos de capital. Neste caso, a condução da política monetária por parte do banco central, não é autónoma neste tipo de câmbio⁴⁰. O aumento da entrada de capital, em consequência do aumento da taxa de juro, através do aumento da procura de activos, levará à apreciação da taxa de câmbio, fazendo com que o banco central tenha que intervir para manter a taxa de câmbio constante. Esta intervenção terá como consequência o aumento da oferta de moeda, sendo que o equilíbrio somente será restabelecido, quando as taxas de juros nacionais retornarem ao seu nível inicial.

No entanto, no modelo Mundell-Fleming a política orçamental em regime de câmbio fixo mostra-se bastante eficaz. Com a oferta de moeda constante, num cenário de expansão orçamental, verifica-se o aumento das taxas de juro e do nível do produto. Este aumento nas taxas de juro, leva conforme já referido, ao aumento da entrada de capitais e à consequente apreciação das taxas de câmbio. O banco central intervém no mercado aumentando a oferta de moeda. O equilíbrio é encontrado quando a oferta de moeda faz regressar a taxa de juro ao seu nível inicial. Como a oferta de moeda é endógena, a taxa de juro encontra-se fixa, o multiplicador Keynesiano é válido para a expansão orçamental.

³⁹ Ver Mundell (1968).

⁴⁰ Num regime de câmbio fixo, a perfeita mobilidade de capital impede que o banco central fixe metas independentes para o oferta de moeda e taxa de câmbio. Deste modo, a oferta de moeda doméstica, pelo banco central, deve apenas permitir que as taxas de juro internas e externas sejam iguais. Para uma abordagem mais detalhada ver ManKiw (2003), Dornbusch, Fischer e Startz (1998) e Begg, Fischer e Dornbusch (1994).

Sob regimes de câmbio flexíveis e perfeita mobilidade de capitais, o modelo de Mundell-Fleming parte do princípio que os preços são fixos. Se o câmbio for completamente flexível o banco central não tem interferência no mercado cambial. A taxa de câmbio ajusta-se de acordo com as forças do mercado. Neste caso, o saldo da balança de pagamentos é igual a zero, e o banco central pode estabelecer a oferta de moeda, sem que haja qualquer ligação entre a balança de pagamentos e a oferta de moeda. O equilíbrio da balança de pagamento é alcançado somente, quando a taxa de juro doméstica for igual a taxa de juro externa. Deste modo, a taxa de câmbio real é um determinante para a procura agregada, onde uma depreciação da moeda doméstica será responsável pelo aumento da competitividade da economia. Por outro lado, a apreciação da moeda nacional, significa a perda da competitividade nacional face ao mercado internacional, e a conseqüente diminuição da procura agregada. Sob regime de câmbio flexível a política monetária é eficaz no curto prazo⁴¹.

Os efeitos de uma política orçamental não alteram o equilíbrio do produto, pelo contrário, produzem uma apreciação da taxa de câmbio e o aumento das importações em detrimento dos bens nacionais, alterando deste modo a composição da procura agregada. Apesar de ocorrer uma expansão orçamental, a mesma é acompanhada de um défice da balança de transacções correntes. Sendo assim, a política orçamental é ineficaz na alteração do produto.

2.4.4. As diferenças entre o modelo BMW e o modelo de Mundell-Fleming

Apresentado ambos os modelos, as principais diferenças prendem-se quanto a actuação em regimes de câmbio fixo ou flexível para economias abertas.

Sob regime de câmbio fixo, o modelo Mundell-Fleming mostra que a política monetária é pouco eficaz. Qualquer ajuste feito através do canal das taxas de juro pode causar movimentos especulativos contra a moeda, enquanto que a política orçamental é mais activa para economias abertas. Já no modelo BMW, apesar da política monetária

⁴¹ No capítulo três serão analisados os efeitos de curto e longo prazo dos programas de estabilização baseados na indexação cambial, onde desvalorização cambial contribuía, no curto prazo, para aumentar a competitividade do país.

não ser completamente ineficaz, os seus efeitos não conseguiram inverter os efeitos de choques na economia, contribuindo por aumentar o desequilíbrio, apesar das origens dos choques serem facilmente detectadas, quer pelo lado da procura quer pelo da oferta. No entanto, quando aplicado em pequenas economias simétricas, o modelo BMW pode produzir efeitos de estabilização, através da política monetária. Por outro lado, a política orçamental, mostrou ser eficiente no modelo BMW, quando se verificam choques negativos pelo lado da procura.

Sob regimes de câmbio flexível, no modelo Mundell-Fleming a política monetária é mais eficiente para economias fechadas, enquanto que a política orçamental é completamente ineficaz para economias abertas. Neste modelo, a redução da taxa de juro interna está associada à depreciação da taxa de câmbio doméstica, e os preços são absolutamente fixos.

As versões apresentadas no modelo BMW para câmbio flexível, mostram resultados, parcialmente similares aos encontrados no modelo Mundell-Fleming. Para a perspectiva de longo prazo, com a PPP (paridade do poder de compra) e UIP (paridade não coberta da taxa de juro) actuarem em simultâneo, os resultados apresentados são contraditórios. Enquanto que, perante choques pelo lado da procura, a política monetária não possui autonomia em relação a taxa de juro real, o controlo da taxa de juro nominal pode fixar uma meta de inflação e assim responder de forma eficaz a choques pelo lado da oferta.

Quanto à perspectiva de curto prazo, onde a PPC não actua, o banco central pode controlar a procura agregada e a taxa de inflação, através da taxa de juro real. Porém, as alterações na taxa de juro real serão acompanhadas de uma apreciação ou depreciação na taxa de câmbio, devido a condição da UIP.

Num cenário de câmbio flexíveis com *random walk* os resultados obtidos para o modelo BMW são inicialmente os mesmos observados para a perspectiva de curto prazo, todavia, a política monetária apresenta limitações quanto à necessidade de manter uma política de taxas de juro estáveis, na ocorrência de choques.

Nos três cenários apresentados com taxas de câmbio flexíveis a política orçamental é considerada eficaz. No modelo de Mundell-Fleming a política orçamental somente é válida sob a perspectiva de metas monetárias, caso a política monetária utilize como instrumento as taxas de juro, neste caso a política orçamental é ineficaz.

O modelo BMW mostrou ainda ser compatível com regimes de câmbio fixo, através da limitações a que estão sujeitos os bancos centrais, a terem que actuar segundo regras de juro simples ao invés de regras óptimas.

2.5. Conclusão

Neste capítulo procuramos apresentar as principais bases das políticas de estabilização. Todavia, a coordenação dessas políticas nem sempre é fácil, uma vez que o controlo e coordenação são da responsabilidade de entidades diversas, sendo a política das taxas de juro da responsabilidade dos bancos centrais, enquanto que as decisões da política da despesa pública da responsabilidade dos governos. No caso particular da UEM, a política cambial é da responsabilidade do BCE.

Assim, importa referir que a falta de coordenação entre essas políticas pode contribuir para anular os efeitos da outra. No caso, particular da UEM, a independência do BCE assegura que a ausência de pressões políticas sobre as decisões monetárias é fundamental para bloquear as possibilidades de recorrer ao recurso à inflação como forma de financiar as despesas dos governos.

Neste sentido, durante a metade do século XX, notou-se que a difusão da visão keynesiana levou a maioria dos Estados a aceitarem a estabilização das variáveis macroeconómicas no curto prazo, permitindo ao Estado o protagonismo, onde a criação e sustentação de condições de pleno emprego em detrimento da estabilidade dos preços, atendendo aos interesses partidários e eleitorais, em muito contribuiu para que o uso de políticas estabilizadores tivessem efeitos destabilizadores na economia, com o Estado a ser o principal responsável por essas flutuações macroeconómicas.

Em sentido contrário, o monetarismo com a abordagem à teoria quantitativa da moeda, feita por Friedman, procurava mostrar que no longo prazo a inflação era causada pelo crescimento da oferta de moeda em relação ao produto real. Deste modo, uma expansão da oferta de moeda pode, no curto prazo, ter efeitos sobre o produto real, mas no longo prazo somente terá impacto sobre o nível geral de preços.

A crítica à abordagem monetarista, avança que a aplicação de regras para a fixação da taxa de juro deixa o nível de preços indeterminado, onde a oferta de moeda não consegue determinar o nível de preços e desta forma as autoridades monetárias não conseguem controlar a inflação.

Relativamente a política orçamental, a sua eficácia como política estabilizadora pode ser avaliada através do confronto entre os efeitos multiplicadores orçamentais e o efeito de *crowding out* da despesa privada pela despesa pública, e depende de vários aspectos entre os quais do grau de abertura da economia, da sensibilidade do investimento à taxa de juro, e da forma de financiamento do défice orçamental.

O efeito multiplicador orçamental resulta em se admitir que a expansão das despesas públicas pode gerar rendimentos a outros agentes, iniciando um efeito em cadeia com repercussões na expansão da procura agregada e da produção por um múltiplo aumento inicial dos gastos públicos. Todavia, a expansão da procura só se traduz num aumento da produção se houver capacidade produtiva disponível, caso contrário forma-se um desequilíbrio entre a oferta e a procura global gerando pressões inflacionistas e ou desequilíbrio externo comprometendo o crescimento económico.

Importa ainda salientar a forma de financiamento das despesas públicas, que pode ser através de empréstimos ou dos impostos. Partindo do pressuposto de que a capacidade de financiamento é limitado, a expansão do crédito do sector público implica numa diminuição dos meios financeiros disponíveis para o sector privado e na subida da taxa de juro, podendo ainda comprometer projectos de investimento e reduzir a procura de bens de consumo duráveis mais sensíveis à taxa de juro, havendo o chamado efeito de *crowding out*.

Uma abordagem contrária, partindo da irrelevância da forma de financiamento das despesas públicas foi apresentada através de uma breve síntese da teoria da equivalência ricardiana, onde a sua aplicabilidade tem sido contestada pela generalidade dos economistas, com excepção de Robert Barro. Através de um modelo que privilegia as expectativas racionais dos consumidores, a equivalência ricardiana despreza pressupostos básicos como a imperfeição dos mercados de capitais, as restrições de liquidez, os impostos serem do tipo distorcionários e o consumo ser mais em função do rendimento corrente e menos do rendimento permanente.

Antes de referirmos a dinâmica do modelo BMW, é importante salientar o uso de política cambial e sua conjugação com as políticas monetária e orçamental. De facto, a política cambial desempenhou um papel importante durante o processo de convergência nominal, ao qual Portugal participou. Com efeito o aumento dos custos internos superior ao verificado no exterior, com a conseqüente perda de competitividade-preço da economia foi minimizado, através das desvalorizações da moeda nacional face a moeda âncora, o marco alemão.

De facto, e como poderemos observar no capítulo 3, através dos estudos dos episódios de consolidação orçamental de alguns países europeus, a importância do uso da política cambial no processo de estabilização, onde as elevadas taxas de juro reais convergiram para os valores mais baixos das taxas de juro reais do país em que a moeda foi fixada, no caso europeu o marco alemão.

A abordagem aqui apresentada sobre a política cambial foi realizada, a partir do modelo BMW em alternativa ao modelo Mundel-Fleming, de preços fixos e taxas de câmbio constantes. O trabalho de Bofinger, Mayer e Wollmershauser (2002, 2003 e 2006) permiti-nos verificar as predições deste modelo sob regimes de câmbio fixo e flexível, e ainda proceder à comparação quanto a eficácia das políticas monetária e orçamental relativamente ao modelo Mundell-Fleming, para economias abertas. Sobre este último ponto, o modelo BMW mostrou-se ser consistente com a actuação das políticas monetária e orçamental para o curto e longo prazo. Apesar de alguns efeitos contraditórios identificados ao longo da sua apresentação.

CAPÍTULO 3 – OS PROGRAMAS DE ESTABILIZAÇÃO E OS EFEITOS DA CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL

3.1. Introdução

Nas últimas duas décadas muitos foram os países de tentaram reduzir ou estabilizar os elevados défices orçamentais. Com efeito, os países europeus que participavam do processo de convergência nominal, tiveram que cumprir com dois critérios orçamentais que estabeleciam, de acordo com o Tratado de Maastricht: (i) um *rácio* do défice orçamental/PIB igual ou inferior a 3%; e um *rácio* de dívida pública/PIB igual ou inferior a 60%.

De acordo com os pressupostos Keynesianos, a política orçamental pode ter efeitos Keynesianos quando uma redução do défice orçamental tiver consequências contraccionistas, provocando uma desaceleração temporária da procura agregada e da actividade económica. Porém isto, em geral, não se verificou para um conjunto de países da UE, durante a década de 1990 até o início da 3ª fase da UEM.

Contrariamente a visão Keynesiana, a literatura empírica sobre os processos de consolidação orçamental de países da OCDE, tem verificado que alguns desses países experimentaram um aumento do consumo privado e uma aceleração no crescimento, logo após ter sido implementado um processo de consolidação orçamental.

Entre os episódios mais citados na literatura empírica que focam os chamados efeitos não-keynesianos da política orçamental, destacam-se os casos de Dinamarca e Irlanda, documentados por Giavazzi e Pegano (1990).

Os exemplos desses dois países chamaram atenção para o facto de uma política orçamental contraccionista ter efeitos expansionistas, desde que seja realizada numa conjuntura de elevado descontrolo das contas públicas e quando combinada com adequadas políticas monetária e cambial.

De facto, a consolidação orçamental ocorre quando os gastos públicos são suficientemente elevados, podendo provocar mudanças nas expectativas dos agentes económicos. Caso os consumidores entendam que a consolidação orçamental pode significar um menor aumento dos impostos futuros, uma vez que a consolidação irá reduzir as despesas públicas e por conseguinte a necessidade de financiamento da mesma via aumento dos impostos, então o consumo reagirá positivamente as expectativas dos consumidores acerca do aumento do rendimento permanente.

Neste capítulo procuraremos discutir os efeitos da política orçamental e as suas implicações sobre algumas variáveis macroeconómicas com destaque para o consumo privado. Para o efeito, será proposto um modelo empírico para a existência de efeitos não-keynesianos no consumo privado. A seguir serão apresentados alguns estudos empíricos sobre episódios de consolidações orçamentais.

3.2. Ajustamentos orçamentais, consumo e a transição para a UEM

Durante a década de 1990 muitos estados-membros tiveram que se submeter a um processo de ajustamento orçamental. A consolidação orçamental reflectia não somente a necessidade de cumprir com os critérios de convergência nominal estipulados no Tratado de Maastricht, como também reflectia as preocupações acerca da situação orçamental que poderia tornar-se insustentável no longo prazo, comprometendo a competitividade daqueles países.

Com o Tratado de Maastricht a estabelecer metas explícitas para o défice e dívida pública, a transição para a UEM⁴² foi acompanhada de um considerável esforço de consolidação orçamental dos estados-membros, o que contrastava com o observado entre o período de 1975 a 1990, quando muitos dos países que actualmente integram a

⁴² A adesão à UEM, implica aos estados-membros a perda da condução da política monetária e o cumprimento dos limites impostos no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Deste modo, a independência do BCE é considerada fundamental para que o mesmo não ceda as pressões de financiamento dos défices orçamentais, como por exemplo, manter baixa as taxas de juro reduzindo os custos de empréstimos do governo.

UEM experimentaram períodos de considerável expansão orçamental e aumento do défice e da dívida pública. (Perotti, Strauch e von Hagen, 1997).

Como já referido no capítulo 2, a economia ortodoxa keynesiana sugere que qualquer redução no défice orçamental pode levar ao declínio da actividade económica. No entanto, diversos estudos empíricos têm sugerido que as consolidações orçamentais podem ser de facto expansionistas, particularmente nos chamados tempos de crise⁴³.

Várias são as teorias que têm sido avançadas para explicar como as consolidações orçamentais podem ser expansionistas. O trabalho pioneiro de Giavazzi e Pagano (1990), sugeriu que os ajustamentos orçamentais nem sempre provocam os habituais efeitos keynesianos no consumo privado. Ou seja, sob certas circunstâncias as consolidações orçamentais podem levar ao aumento do consumo e do investimento privados.

Blanchard (1990) e Bertola e Drazen (1993) referem que um aumento, ainda que inesperado, dos impostos no presente levaria a estabilização do défice, e assim evitaria um aumento futuro dos impostos numa proporção maior. Deste modo, as mudanças nas expectativas dos agentes levaria a expansão do consumo e investimento privados.

Ambos os modelos implicam que tais resultados são provavelmente observados quando a economia está próximo do limite, ou seja, quando o rácio da dívida/PIB é muito elevado.

Alesina e Perotti (1995,1997) e McDermott e Wescott (1996) analisaram as diferenças entre o sucesso e insucesso de alguns processos de ajustamento orçamental para um conjunto de países da OCDE, onde o sucesso do ajustamento orçamental é definido como a capacidade da política orçamental restritiva actual ter consequências na redução do défice em algum ponto no futuro. Para isso, importa ainda referir que os autores consideram que as condições em que o ajustamento orçamental teve início podem ser fundamentais para observar a possibilidade da não-linearidade na relação entre o ajustamento orçamental e o consumo privado. Com efeito, espera-se observar a

⁴³ A definição de “tempo de crise” varia de modelo para modelo. Por exemplo, Blanchard (1990) considera que uma economia está em crise quando o rácio dívida/PIB está num nível crítico. Alesina e Perotti (1995) consideram como sinal de crise grandes alterações no défice.

ocorrência de efeitos não-keynesianos nos processos de ajustamento orçamental bem sucedidos, desde que o ajustamento tenha conseguido não só a estabilização orçamental como também induzir efeitos positivos na riqueza e nas expectativas dos consumidores.

Perotti, Strauch e Von Hagen (1997) destacam que durante o processo de convergência nominal, os agentes privados tiveram a percepção de que a redução das despesas públicas e a consolidação orçamental em ampla escala era necessária para cumprir num futuro próximo os requisitos para adesão a moeda única. Deste modo, segundo os autores as expectativas dos agentes em muito contribuí para que fossem confirmados a existência de efeitos não-keynesianos em alguns estados-membros durante o processo de convergência nominal. Com efeito, sob estas circunstâncias a consolidação orçamental teve efeitos expansionistas, pois existia um ambiente de confiança e credibilidade por parte dos agentes privados quanto ao facto da sustentabilidade orçamental ser restabelecida antes da integração à UEM.

Na próxima secção serão analisados alguns processos de consolidações orçamentais que produziram efeitos não-Keynesianos.

3.3. As consolidações orçamentais expansionistas

A possibilidade da política orçamental ter efeitos não-keynesianos tem sido merecido a atenção de alguns estudos empíricos. Ainda que a metodologia utilizada seja diferente, os resultados obtidos nesses estudos são de modo geral comuns. As diferenças encontradas estão relacionadas com as características do próprio processo de ajustamento orçamental. Ou seja, alguns estudos evidenciam que os ajustamentos orçamentais com efeitos expansionistas dependem da sua dimensão e duração (Giavazzi e Pagano (1990 e 1996) e Giavazzi, Jappelli e Pagano (2000)). Enquanto os outros, destacam o “estado inicial” em que se encontrava as finanças públicas, onde há uma maior possibilidade de ocorrer efeitos não-keynesianos em países ou em períodos onde o *rácio* dívida/PIB é maior (Perotti, 1999).

Os resultados dos vários estudos demonstram existir evidências de que as consolidações orçamentais apresentam efeitos não-keynesianos, como também que os

processos de consolidação são preferíveis aos de expansão, pois permitem a redução do défice permanente. Os estudos apontam ainda, para uma aceleração do consumo privado e o aumento do investimento durante os processos em que as consolidações foram expansionistas. Outro resultado comum verificado e que importa referir, da conta do impacto significativo que a combinação das diferentes políticas com o ajustamento orçamental têm no crescimento da economia.

A evidência da relevância das variáveis macroeconómicas, como por exemplo, as taxas de juro e as taxas de câmbio, permitem identificar onde a consolidação orçamental teve de ser acompanhada por uma política monetária e ou cambial activa. Num cenário de consolidação, a diminuição da taxa de juro real contribuiria para reduzir os efeitos negativos causados pelo impacto da consolidação orçamental, e ainda estimular o crescimento da economia. Com efeito, verificar-se-ia um aumento não somente do consumo privado como também do investimento.

No modelo keynesiano tradicional da política orçamental, é suposto que os multiplicadores assumam valores positivos, ainda que vários factores, como o efeito substituição, as taxas de juro e o efeito riqueza, entre outros possam explicar os valores inferiores a um. A ideia de que a política orçamental possa ter, no curto prazo, efeitos opostos aqueles previstos por Keynes foi sugerida por Giavazzi e Pagano (1990), após terem observado que as experiências de consolidação orçamental ocorridas na Dinamarca e Irlanda, registaram em ambos os casos, um aumento no crescimento económico imediatamente após o governo ter posto em prática medidas que reduziram drasticamente os défices orçamentais.

A título ilustrativo e como se pode depreender do quadro 3.1 abaixo, em 1982 verificou-se o rápido aumento da dívida pública, que passou de cerca de 37% do PIB em 1980 para cerca de 62% do PIB em 1982. Este aumento justificava-se principalmente pelas elevadas taxas de juro reais, e pelo aumento do défice orçamental. Antes de ser implementado o processo de consolidação orçamental, o governo tentou estimular a procura agregada com o objectivo de reduzir as elevadas taxas de desemprego. No entanto, a exemplo do que já acontecerá nos dois anos anteriores, as taxas de juro de longo prazo estavam próximas dos 20%, enquanto que a inflação não passava dos 10%. Com efeito, as elevadas taxas de juro reais colocavam não só em

causa a sustentabilidade das finanças públicas como também o crescimento da economia.

Quadro 3.1 – Os Efeitos da Consolidação Orçamental de 1983-1986 na Dinamarca

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Em percentagem do PIB								
Dívida pública	37.6	49.9	62.5	71.8	73.4	70.4	62.3	58.3
Saldo Orçamental	-3.2	-6.7	-8.9	-7.0	-4.0	-2.0	3.3	2.4
Despesas públicas	53.6	57.3	58.7	59.1	57.6	56.8	53.1	54.5
Receitas públicas	50.4	50.6	49.8	52.0	53.6	54.8	56.5	56.9
Percentagem								
PIB	-0.4	-0.9	3.0	2.5	4.4	4.3	3.6	0.3
Taxa de juro longo prazo	18.7	19.3	20.5	14.4	6.4	11.6	10.6	11.9
Taxa de inflação	10.7	12.0	10.2	6.8	3.4	4.3	2.9	4.6
Consumo privado	-3.7	-2.3	1.4	2.6	4.4	5.0	5.7	-1.5

Fonte: Giavazzi e Pagano (1990) e Afonso (2002)

No caso dinamarquês, o programa de consolidação orçamental foi complementado por outras medidas na área monetária, com destaque para a política cambial, onde à desvalorização da coroa dinamarquesa se seguiu a sua indexação ao marco alemão. Esta medida além de garantir a credibilidade das demais medidas adoptadas, contribui para aumentar a competitividade da economia.

As medidas introduzidas na economia dinamarquesa reduziram gradualmente as taxas de juro reais, aproximando os valores aos observados na economia alemã, ainda que os valores das taxas alemãs fossem menores.

Os efeitos expansionistas da contracção orçamental permitiram o crescimento médio do produto de 3,7 %, entre 1983 a 1986. Este crescimento foi conduzido quer pelo aumento significativo do investimento, como também pelo rápido aumento do consumo privado, ainda que as elevadas taxas de impostos reduzissem o rendimento disponível.

Para facilitar as comparações entre Dinamarca e Irlanda, reproduzimos o quadro 3.2, que inclui os anos anteriores ao processo de estabilização, onde é possível observar que durante a primeira tentativa de estabilização da economia irlandesa no início dos anos

1980, teve um impacto negativo na procura agregada com a queda acentuada do consumo privado e redução do produto. Em 1987, teve lugar uma nova tentativa de estabilização económica. Somado a redução das despesas públicas, a moeda foi desvalorizada, sendo os seus efeitos sentidos de forma indirecta, através do estímulo da procura doméstica e da redução das taxas de juro nominais e reais.

Quadro 3.2 – Os Efeitos da Consolidação Orçamental de 1987-1989 na Irlanda

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Em percentagem do PIB								
Dívida pública	95.2	99.5	102.4	113.8	114.9	108.5	100.1	93.3
Saldo Orçamental	-11.2	-9.3	-10.6	-10.5	-8.4	-4.3	-1.7	-2.2
Despesas públicas	51.7	50.4	51.0	51.0	49.0	44.2	38.4	38.4
Receitas públicas	40.5	41.1	40.3	40.4	40.6	39.9	36.7	36.2
Percentagem								
PIB	-0.2	4.3	3.1	0.3	4.7	4.3	6.2	7.6
Taxa de juro longo prazo	13.9	14.6	12.7	11.1	11.3	9.4	8.9	10.1
Taxa de inflação	9.5	7.3	5.1	3.7	2.4	4.0	4.0	2.1
Consumo privado	0.8	2.0	4.6	2.9	3.3	4.4	5.9	0.6

Fonte: Giavazzi e Pagano (1990) e Afonso (2002)

Os resultados obtidos decorrentes dos processos de consolidação orçamental entre os esses dois países permitem fazer algumas comparações. Enquanto que na Dinamarca a redução do défice estrutural foi de 7,2 % do PIB, na Irlanda essa redução foi de 5,2% do PIB para os períodos em discussão. Na Dinamarca ocorreu uma diminuição do investimento público e o aumento dos impostos, enquanto que para a Irlanda tanto o consumo como do investimento público foram reduzidos⁴⁴. No entanto, em ambos os países registaram-se aumentos no consumo e investimento privado, tendo também sido verificado a redução do desemprego e a aceleração do crescimento económico acima da média da UE. Outro factor que importa referir, é o facto de ambas as estabilizações

⁴⁴ Outros países como Suécia e Bélgica optaram por aumentar os impostos, enquanto que na Alemanha o ajustamento foi conseguido sobretudo através da diminuição das despesas públicas.

terem sido precedidas de grandes depreciações das respectivas moedas nacionais Blanchard (1990) Giavazzi e Pagano (1990).

Os episódios acima mostram a importância da combinação de diferentes políticas de estabilização nos processos de consolidação orçamental, onde a indexação da taxa de câmbio e a redução das taxas de inflação permitiu as autoridades monetárias reduzir a taxa de juro real. Ou seja, com a taxa de câmbio fixa à uma moeda forte e credível como o marco alemão, as taxas de juro internas (ou domésticas) moveram-se em direcção ao nível mais baixo das taxas de juro externas.

Giavazzi e Pagano (1990) afirmam que durante os episódios registados na Dinamarca e Irlanda, os consumidores experimentaram dois choques simultâneos: a queda do rendimento permanente disponível devido ao aumento dos impostos correntes, e a queda do efeito riqueza, através da não antecipação da queda das taxas de juro nominal e real. Os autores destacam a importância dessas alterações na tentativa de explicar o comportamento consumo privado, onde o aumento acentuado do consumo privado verificado nos dois episódios acima referidos, podem ter sido provocados pelo aumento do efeito riqueza que se sobrepôs a qualquer possibilidade de ocorrência de efeitos contraccionistas devido a redução do rendimento permanente disponível.

3.4. Um modelo empírico dos efeitos não-Keynesianos sobre a função consumo

O modelo aqui apresentado baseia-se na especificação de Afonso (2002) para a análise da existência de efeitos não-Keynesianos da política orçamental sobre as variáveis consumo privado e rendimento. O modelo é sugerido para pequenas economias abertas e dividi-se em dois períodos, onde o rendimento de cada período é dado por

$$Y_1 = C_1 + G_1 + I_1 + (X_1 - M_1) \quad (3.1)$$

$$Y_2 = C_2 + G_2 + I_2 + (X_2 - M_2) \quad (3.2)$$

Onde Y_i é o rendimento, C_i o consumo privado, G_i as despesas públicas (exógenas), X_i as exportações (exógenas), M_i as importações e I_i o investimento, sendo ($i = 1, 2$).

Neste modelo a taxa de juro interna, designada por r , irá depender da taxa de juro externa r^* , reflectindo o risco de país. Neste caso quanto maior for a necessidade do governo em contrair empréstimos maiores serão as taxas de juro. Como o aumento das taxas de juro produzem um efeito riqueza, visto que as famílias detêm activos, este efeito riqueza sobre o consumo privado pode ser superior ao efeito restritivo da consolidação orçamental sobre a procura agregada, podendo ter um efeito expansionista na economia.

Partindo do pressuposto de que existe uma relação inversa entre a taxa de juro interna e as despesas públicas, e em especial das receitas dos impostos, a taxa de juro interna é assim,

$$r = r^* + k(T_1) \quad (3.3)$$

onde r^* corresponde a taxa de juro externa e T_1 são as receitas de impostos, com $\delta r / \delta T_1 < 0$.

Assumindo que o governo respeita a sua restrição orçamental para cada período, as equações abaixo, representam os períodos 1 e 2, respectivamente.

$$T_1 + B_1 = G_1 \quad (3.4)$$

$$T_2 + B_2 - B_1 = G_2 \quad (3.5)$$

Onde B_2 é um valor final para o *stock* de dívida pública, desde que $B_0=0$, na restrição orçamental para o período 1. O modelo assume ainda, que não existe outras fontes de financiamento do défice além da dívida pública. Assim, a restrição orçamental inter-temporal do governo, é escrita como sendo:

$$T_1 + B_1 + \frac{T_2}{1+r} + \frac{B_2}{1+r} - B_1 = G_1 + \frac{G_2}{1+r} \quad (3.6)$$

$$T_1 + \frac{T_2}{1+r} + \frac{B_2}{1+r} = G_1 + \frac{G_2}{1+r} \quad (3.7)$$

Admitindo que o modelo é composto por uma parte de consumidores que enfrentam a restrição de liquidez e portanto consomem em cada período o rendimento disponível (λ), e que a restante parte dos consumidores não estão sujeitos às mesmas restrições ($1-\lambda$), podendo por exemplo ter acesso ao mercado de crédito. Neste caso, o consumo para o período 1, sob a hipótese das transferências correntes serem nulas é igual a

$$C_1 = \underbrace{\lambda(Y_1 - T_1) + (1-\lambda)(1-s)}_{1^\circ \text{Termo}} \underbrace{\lambda \left[Y_1 - T_1 + (Y_2 - T_2) \frac{1}{1+r} \right]}_{2^\circ \text{Termo}} \quad (3.8)$$

Com $0 < \lambda < 1$, e s é a taxa de poupança, $0 < s < 1$. O primeiro termo da equação representa os consumidores sujeitos a restrições de liquidez, enquanto que o segundo termo representa os consumidores que não enfrentam restrições de liquidez.

Face a uma variação dos impostos, o consumo é dado por:

$$\frac{\delta C_1}{\delta T_1} = -\lambda + (1-\lambda)(1-s) \left\{ \frac{-1 + \left[\frac{\delta Y_2}{\delta T_1} - \frac{\delta T_2}{\delta T_1} \right] (1+r) - (Y_2 - T_2) \frac{\delta r}{\delta T_1}}{(1+r)^2} \right\} \quad (3.9)$$

Obtendo da restrição orçamental $\delta T_2 / \delta T_1 = -(1+r)$, escreve-se então,

$$\frac{\delta C_1}{\delta T_1} = -\lambda + (1-\lambda)(1-s) \left(\frac{\delta r}{\delta T_1} \right) \left[\frac{1}{1+r} \frac{\delta Y_2}{\delta T_2} \frac{\delta T_2}{\delta r} - \frac{Y_2 - T_2}{(1+r)^2} \right] \quad (3.10)$$

Como o segundo termo do lado direito tem um sinal positivo, e pelo que o sinal da derivada $\delta C_1 / \delta T_1$ é indeterminado, há a possibilidade de ocorrerem efeitos não-keynesianos sobre o consumo privado. Desta forma, admitindo que:

$$z = (1 - \lambda)(1 - s) \left(\frac{\delta r}{\delta T_1} \right) \left[\frac{1}{1+r} \frac{\delta Y_2}{\delta I_2} \frac{\delta I_2}{\delta r} - \frac{Y_2 - T_2}{(1+r)^2} \right] \quad (3.11)$$

ou, na forma mais simplificada, temos:

$$\frac{\delta C_1}{\delta T_1} = -\lambda + z \quad (3.12)$$

De acordo com a dimensão de z , um aumento nos impostos poderá provocar para $|z| > |\lambda|$ um aumento no consumo privado, e para $|z| < |\lambda|$ a redução do consumo privado (Efeito Keynesiano). Onde é possível verificar que para:

- (i) $\frac{\delta r}{\delta T_1} = 0$ não há efeitos não-Keynesianos;
- (ii) $\lambda = 1$ não há efeitos não-Keynesianos, desde que os consumidores estejam racionados;
- (iii) $\lambda < 1$ há grande possibilidade de ocorrer em efeitos-não-Keynesianos;
- (iv) $\lambda = 0$ Efeitos não-Keynesianos.

Quanto ao efeito sobre o rendimento, devido a alteração das receitas dos impostos, obtém-se,

$$\frac{\delta Y_1}{\delta T_1} = \frac{\delta C_1}{\delta T_1} + \frac{\delta I_1}{\delta T_1} \quad (3.13)$$

considerando-se,

$$\frac{\delta I_1}{\delta T_1} = \frac{\delta I_1}{\delta r} + \frac{\delta r}{\delta T_1} \quad (3.14)$$

e substituindo (3.14) e (3.10) em (3.13), utilizando-se a letra minúscula w para representar o segundo termo do segundo membro da equação, na sua forma mais simplificada, obtém-se:

$$\frac{\delta Y_1}{\delta T_1} = -\lambda + w \quad (3.15)$$

onde $\frac{\delta Y_1}{\delta T_1} > 0$, permitindo obter um efeito não-Keynesiano, quando $|w| > |\lambda|$.

No próximo título será apresentado os resultados empíricos de alguns estudos sobre a existência de efeitos não-Keynesianos. Todavia, nem sempre é possível determinar a ocorrência desses efeitos nos processos de consolidação orçamental.

3.5. As confirmações empíricas de efeitos Keynesianos e não-Keynesianos

Uma das razões para que uma determinada teoria deixe de ser aceite consensualmente é a sua incapacidade de explicar a realidade em que é aplicada (Johnson, 1971). O declínio do Keynesianismo está associado à sua incapacidade de explicar a dinâmica ocorrida nas décadas de 1960 e 1970, o que acabou por influenciar prescrições de políticas inadequadas. As mudanças estruturais na economia e a insuficiência teórica são apontadas como as razões pelas quais o Keynesianismo se tornou ineficaz nesses anos.

O aumento da taxa natural de desemprego, juntamente com a dificuldade de sua aferição, através dos métodos econométricos, gerou sub-estimações daquela variável, o que fez com que os bancos centrais adoptassem políticas monetárias equivocadamente, gerando pressões inflacionárias. A endogeneização das expectativas e dos determinantes dos custos de oferta mostrou-se eficaz neste sentido, abrindo caminho para o monetarismo com Milton Friedman e os chamados monetaristas de “primeira geração” e mais tarde Robert Lucas e os monetaristas de “segunda geração” (Woodford, 1999).

Somado a isso, recentes estudos empíricos, nomeadamente de Giavazzi e Pagano (1990,1996) demonstraram que os ajustamentos orçamentais nem sempre têm efeitos Keynesianos, conforme já visto. A ideia de que grandes contracções orçamentais podem alterar as expectativas futuras dos indivíduos quanto as decisões a serem tomadas da política orçamental, onde a redução da despesa pública é entendida como uma indicação de uma redução dos impostos futuros levando ao surgimento de expectativas quanto ao aumento do rendimento, foi introduzida por Feldstein (1982), sendo mais tarde confirmada por Giavazzi e Pagano (1990).

O estudo realizado por Giavazzi e Pagano (1990) verificou que as consolidações orçamentais implementadas pela Dinamarca em 1986 e pela Irlanda em 1987-89 confirmaram as afirmações de Perotti (1999), que atribui uma maior probabilidade de políticas orçamentais contraccionistas poderem ter efeitos expansionistas sobre a actividade económica, quando existe um elevado nível de dívida pública, ou quando esta apresenta um crescimento elevado e contínuo. No entanto, não há um consenso comum sobre as interacções entre a política orçamental e o crescimento da economia no curto prazo.

Para que os episódios de ajustamentos orçamentais possam ser considerados significativos do ponto de vista empírico, e assim os resultados da estimação não comprometam a sua posterior análise, é preciso identificar alguns elementos como a dimensão do ajuste, a duração e os seus efeitos nas finanças públicas.

Giavazzi e Pagano (1996) analisaram dados para dezanove países da OCDE durante o período de 1970-92. Os resultados desse estudo demonstraram que apesar dos cortes orçamentais, países como a Grécia e a Suécia, durante aos anos de 1990 a 1992 e 1986- a 1987 respectivamente, registaram uma crescimento da actividade económica, e em particular no consumo privado. Contrariamente, os episódios onde as expansões orçamentais tiveram efeitos restritivos foram registados na Finlândia e Suécia nos anos de 1990 a 1992. As estimações confirmaram que a ocorrência de efeitos não-keynesianos em relação ao consumo privado, são mais prováveis quando as alterações na política orçamental são mais longas e persistentes.

Com o objectivo de analisar os casos de crises orçamentais, Hogan (2004) baseado na amostra de dezoito países da OCDE para o período compreendido entre 1970 a 1999, encontrou evidências de que, apesar do aumento no consumo privado ter ocorrido em simultâneo com a redução do consumo público, isto não foi suficiente para compensar o efeito negativo directo sob o produto. Deste modo, Hogan não encontrou evidências de que a contracção orçamental tenha efeitos expansionista para a amostra analisada, avançando com a explicação de que o nível da dívida pública teve um peso mais significativo para a sua estimação do que a dimensão do ajustamento orçamental.

Perotti (1999) investigou as condições sobre as quais os efeitos não-Keynesianos poderiam prevalecer. Aplicando modelos VAR (*vector autoregressivo*) para à análise da política orçamental, o objectivo do estudo era o de verificar como os efeitos da política orçamental influenciam o consumo, a partir de diferentes regimes orçamentais identificados como “normais” ou “tempos de crise orçamentais⁴⁵”. As conclusões obtidas no estudo revelam que em situações “normais”, isto é, com um *rácio* de dívida pública relativamente baixo, podem prevalecer efeitos Keynesianos relativos as alterações no consumo público. Entretanto, em situação de *crise orçamental*, onde existam dívidas públicas muito elevadas, e consequentes distorções dos impostos, o efeito riqueza pode ser mais significativo. Perotti testou ainda, sob as mesmas condições, uma amostra de dezanove países para o período de 1965 a 1994, onde foi possível verificar que situações normais, um aumento de 1% nos gastos com a aquisição de bens e serviços contribui para o aumento do consumo privado em 0,7%.

Através do quadro 3.3, é possível perceber o impacto dos ajustamentos orçamentais, a partir das diferentes abordagens apresentadas. Nos estudos empíricos onde foram encontraram efeitos não-Keynesianos o valor do multiplicador keynesiano é zero ou negativo, isto equivale dizer que os mesmos não têm qualquer influência na economia, uma vez que os processos de consolidação orçamental foram acompanhados do aumento do consumo privado.

Os defensores dos efeitos não-Keynesianos, destacam como condições necessárias para consolidações orçamentais que não tenham efeitos constraccionistas, a necessidade da

⁴⁵ Afonso (2002) resume, que as abordagens e modelos teóricos dividem-se em: Keynesiana em situações “normais”, e não-Keynesianas em situações de crises orçamentais.

desvalorização da moeda nacional, a acomodação da reacção das autoridades monetárias, através da redução das taxa de juro, e um cenário internacional favorável com a ausência de choques ou distúrbios que possam perturbar a economia (Perotti, 1999).

Quadro 3.3 – O impacto dos ajustamentos orçamentais na actividade económica

Efeitos	Principais Suposições	Definição	Valor do Multiplicador
Multiplicador Keynesiano Tradicional	Capacidade produtiva abaixo do potencial; preços fixos: modelo estático.	Aumento do rendimento seguido de aumento dos gastos públicos ou corte dos impostos.	Positivo e maior que 1
Efeitos Keynesianos Reduzidos (Weak)	Capacidade produtiva próxima do limite; Subida da taxa de mercado; Apreciação da taxa de câmbio.	Parcial ou total <i>crowding-out</i> ; alterando o limite do valor do multiplicador.	Entre 1 e 0
Equivalência Ricardiana	Optimização inter-temporal; Ausência de falta de liquidez	Expectativas dos agentes quanto o futuro da política fiscal; Rendimento permanente	Multiplicador igual a zero
Não-Keynesianos	Graves desequilíbrios fiscais; Consolidação fiscal credível.	Propensão a consolidação fiscal credível; Expectativas dos agentes quanto o futuro da política fiscal.	Negativo ou próximo a zero

Fonte: Adaptado de BCE – *Occasional Paper series n.º 38 – Outubro 2005 – página 38.*

Giavazzi e Pagano (1996) acrescentam a necessidade de ajustamentos de larga escala, uma vez que, a dimensão do ajustamento é significativo para o sucesso da consolidação orçamental. Já Blanchard (1990), Sutherland (1995) Bertola e Drazen (1993) destacam que um aumento da dívida, através do aumento das despesas públicas, são a chave para no curto prazo alcançar efeitos expansionistas durante o processo de estabilização orçamental.

3.6. Conclusão

O argumento que a consolidação orçamental é um dos factores principais para o sucesso dos programas de estabilização económica, contribuiu para que autores como Drazen e Helpman (1990), Giavazzi e Pagano (1990, 1996), Feldstein (1982), Perotti

(1999) e Hogan (2004) analisassem as características e consequências de alguns programas de estabilização.

Giavazzi e Pagano (1996) afirmam que o corte nas despesas públicas pode produzir o aumento do consumo privado somente se os consumidores tiverem a percepção do seu rendimento permanente. Já Feldstein (1982) e Drazen (1990) afirmam que as alterações no rendimento permanente dependem das expectativas dos consumidores, onde a redução das despesas públicas pode indicar uma redução futura dos impostos aumento o rendimento permanente disponível.

Em muitos países europeus, as elevadas taxas de juro reais no início dos anos 1980 combinadas com as elevadas dívidas públicas criaram o cenário potencialmente perigoso para a economia. A solução encontrada por muitos dos responsáveis pela política económica foi a implementação de um pacote composto por medidas de rigorosas de contenção das despesas públicas combinadas com políticas na área monetária.

A experiência europeia é particularmente interessante. Os episódios de consolidação orçamental registados na Dinamarca e Irlanda, ficaram marcados pela combinação da política monetária e cambial, onde ambos os países após procederem a grandes desvalorizações da moedas indexaram as sua moedas ao marco alemão, iniciando um processo de combate à inflação e liberalização dos movimentos de capitais.

Giavazzi e Pagano (1990) destacaram a importância das políticas complementares para o sucesso do ajustamento orçamental. Assim com a perda das receitas de seignorage devido a redução da inflação, o controlo e diminuição das despesas públicas mostrou-se fundamental para garantir o equilíbrio da economia. Da mesma forma, a redução do défice era entendida como um sinal positivo para a credibilidade da manutenção do câmbio.

No entanto, os autores salientam em quais condições podem ocorrer o aumento da procura privada e em particular do consumo privado durante um episódio de consolidação orçamental, uma vez que, de acordo com o efeito Keynesiano habitual da política orçamental sobre o consumo privado, uma expansão das despesas públicas terá como

consequência o aumento do consumo privado. Por outro lado, uma consolidação orçamental através do aumento dos impostos pode provocar uma redução da procura do sector privado.

Em sentido oposto, a expansão fiscal pode levar a queda da procura privada. Neste caso, os efeitos somente podem ser considerados não-Keynsianos em episódios onde o tempo em que a acção orçamental ocorreu for suficiente larga, e cuja particularidade dessas acções serem um misto de despesas e impostos.

A explicação para o aumento do consumo privado, principalmente em bens duráveis, de acordo com a abordagem de Detragiache e Hamann (1997), que estudaram o processo de estabilização de Itália, Grécia, Irlanda e Portugal durante a década de 1990, foi estimulado conjuntamente através da queda das taxas de juro nominais e reais, do maior acesso ao mercado de crédito e do declínio da poupança nacional. Apesar de reconhecerem que os programas de estabilização desses países diferem daqueles observados na América Latina, Detragiache e Hamann (1997) referem que a médio prazo a manutenção do programa de estabilização poderia ter sido insustentável, caso a indexação da política cambial tivesse sido abandonada.

Em síntese a conclusão a que chegaram Giavazzi e Pagano (1990) para as economias dinamarquesa e irlandesa, indica que os efeitos não-Keynesianos actuam principalmente através das expectativas dos consumidores privados sobre o rendimento futuro decorrente do trabalho e capital, e menos em função das alterações nas taxas de juros reais.

Assim sendo, o capítulo seguinte é dedicado ao estudo empírico da possível ocorrência de efeitos não-Keynesianos para Portugal, Espanha e Irlanda que durante as décadas de 1980 e 1990 implementaram programas de estabilização económica, cujo objectivo principal era o de integrarem à UEM.

CAPÍTULO 4 – A ESTIMAÇÃO DA FUNÇÃO CONSUMO PRIVADO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS PARA PORTUGAL E ESPANHA

4.1. Introdução

Em meados da década de oitenta, o combate à inflação passou a ser um dos principais objectivos das políticas monetária e cambial de alguns países europeus, onde a taxa de câmbio tornou-se o principal instrumento de combate à inflação, através da estratégia de desvalorização da moeda. Já durante a década de noventa, o recurso a depreciação cambial foi sendo substituído gradualmente por uma política que visava criar alguma estabilidade para as moedas nacionais nos países integrados no processo de convergência nominal, não sendo mais possível manter as elevadas taxas de juro, afim de contrariar o crescimento excessivo da procura interna. Deste modo, os efeitos expansivos na procura interna, nomeadamente no consumo privado, foram reforçados pela convergência das taxas de juro para níveis significativamente mais baixos do que aqueles observados no passado.

Embora alguns estudos estabeleçam uma ligação directa entre a evolução do consumo privado e a liberalização do mercado financeiro, torna-se necessário investigar quais as variáveis que explicam o consumo privado.

Partindo da abordagem empírica proposta por Giavazzi e Pagano (1990) para explicar como os episódios de consolidação orçamental de Dinamarca (1983-86) e Irlanda (1987-89), provocaram efeitos expansionistas na economia, iremos proceder a estimação da função consumo privado para as economias portuguesa e espanhola, entre os anos de 1960 a 2007.

Neste estudo, pretendemos verificar se a dívida pública influencia as decisões de consumo das famílias, partindo da ideia central de outros estudos, quanto à possibilidade de existir efeitos contraditórios nos processos de ajustamento orçamental, onde o consumo privado responde positivamente ao corte nas despesas públicas, produzindo os chamados efeitos não-keynesianos. Parece-nos ainda interessante conhecer quais as variações que influenciam as decisões de consumo privado. Com

efeito, este capítulo inicia-se com a apresentação do modelo empírico e a descrição das variáveis a estimar, seguindo-se o estudo da estacionaridade das séries. O capítulo encerra com a apresentação dos resultados empíricos da estimação.

4.2. A especificação do modelo

Desde o trabalho de Giavazzi e Pagano (1990), vários estudos empíricos tentam demonstrar a existência de efeitos não-keynesianos da política orçamental.

Usando a metodologia daqueles autores para estimar o função consumo privado, procuraremos identificar se o comportamento da variável dependente deve-se as alterações da política orçamental, ou se há outros factores condicionantes para o consumo privado, como por exemplo as alterações no rendimento disponível, as taxas de juro ou ainda as restrições ao mercado de crédito.

$$CPRIV_t = (1 + \delta) CPRIV_{t-1} + \theta [A_t - (1 + \delta)[A_{t-1} + W_{t-1}]] + \beta [DI_t - (1 + \delta)DI_{t-1}] + \mu [Y_t - (1 + \delta) Y_{t-1}] \quad (4.1)$$

onde *CPRIV* é o consumo privado, *A* a riqueza, *W* os salários, *DI* a dívida pública, *Y* o rendimento disponível.

As séries utilizadas neste estudo correspondem às séries anuais para a economia portuguesa e espanhola para o período de 1960 a 2007. As dificuldades inerentes quanto a harmonização da base de dados estatísticos disponíveis, obrigou-nos a recorrer a diversas fontes estatísticas. Relativamente à construção da séries, as variáveis estão em termos reais e *per capita*, sendo utilizado para Portugal o deflator do PIB de 1995 . Com efeito, os dados referentes as variáveis CPRIV, A e W foram obtidos na base de dados da AMECO. A série para a dívida pública portuguesa foi obtida em Mata e Valério (1994) e nos Relatórios de Conta Geral do Estado da Direcção Geral do Orçamento para os restantes anos. Para a Espanha, os dados para a dívida pública são provenientes das séries estatísticas do Banco de Espanha.

Antes porém, de proceder-mos à estimação da função consumo, através do programa Rats, importa verificar a ordem de integração das séries. No sentido de testar a estacionaridade das séries foram realizados testes de raiz unitária apresentados na secção seguinte.

4.3. O estudo da estacionaridade das séries

Nesta secção iremos estudar a característica da estacionaridade das séries, através dos testes de raiz unitária de Dickey-Fuller aumentados⁴⁶ (*Augmented Dickey-Fuller t-test* e *Augmented Dickey-Fuller Z-test*) que se destinam a corrigir a presença de auto-correlação dos erros feita através da introdução de desfasamentos utilizando o teste LM, e do teste de estacionaridade KPSS⁴⁷, onde iremos utilizar os desfasamentos obtidos nos testes ADF que eliminam o problema da auto-correlação dos desvios. Os resultados do teste ADF e KPSS para Portugal estão ilustrados nos quadros 4.1 e 4.2, respectivamente.

⁴⁶ Estatísticas $t_{\rho=1} \sim N. (\rho-1)$, onde N é o número de observações. Para uma apresentação mais detalhada ver Dickey-Fuller (1979) "Distribution of the estimators for time series regressions with a unit root," *Journal of the American Statistical Association*, 74, p. 427-431.

⁴⁷ Ver Kwiatkowski, D., P.C.B. Phillips, P. Schmidt, e S. Shin (1992). "Testing the null hypothesis of stationary against the alternative of a unit root: How sure are we that economic times series have a unit root?," *Journal of econometrics*, 54, p. 159-78

Quadro 4.1: Teste ADF – Portugal, 1960-2007

Variável	Desfasamento (teste LM)	Determinista	Teste t_{ADF}	Teste Z_{ADF}
ICPRIV	1	C	-1.7241	-1.5832
dICPRIV	0	C	-4.0950***	-24.9593***
IW (a)	1	C	-2.5303	-2.3229
dIW	0	T	-4.7868***	-31.9357***
IA	2	C	-0.8885	-0.2062
dIA	1	C	-4.8052***	-45.0681***
IY	2	C	-2.7544* (b)	-1.0351
dIY	0	C	-3.9033***	-23.7982***
IDI	2	C	-1.0589	-0.8169
dIDI	1	C	-2.5767	-15.0152**

Nota 1 : Foi usada a notação *, **, *** para representar a rejeição da hipótese nula a um nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente. A variável determinista significa a notação C= constante e T= tendência.

Nota 2: (a) Embora os valores da equação não justificasse, optou-se por utilizar a equação em níveis, uma vez que os resultados obtidos pelas diferenças eram menos satisfatórios.

Nota 3:(b) Como o nível de significância é de 10%, optou-se por não excluir a raiz unitária.

Quadro 4.2: Teste KPSS – Portugal, 1960-2007

Variável	ℓ	η_{μ}	η_{τ}
ICPRIV	1	2.269	-
dICPRIV	0	0.624*	-
IW (a)	1	2.218	-
dIW	0	-	0.120**
IA	2	1.690	-
dIA	1	0.170***	-
IY	2	1.666	-
dIY	0	0.802	-
IDI	2	1.665	-
dIDI	1	0.460**	-

Nota 1 : Foi usada a notação *, **, *** a um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Nota 2 : Os desfasamento necessários para eliminar a auto-correlação estão representado por ℓ . η_{μ} = estatística KPSS para o processo à volta de uma constante; η_{τ} = estatística KPSS para o processo com constante e à volta de uma tendência

Conforme se pode constatar, os testes t_{ADF} e Z_{ADF} apontam no sentido das séries em níveis terem raiz unitária. Apesar do teste t_{ADF} para o rendimento disponível rejeitar a presença de raiz unitária, optou-se por não considerar este resultado, visto que o nível de significância era de 10%. Já para as séries em diferenças, os resultados leva-nos a excluir a presença de raiz unitária para as variáveis, com exceção dos resultados obtidos para a variável (dIDI) que são contraditórios, onde um teste não exclui a presença de raiz unitária e o outro exclui a raiz unitária ao nível dos 5%.

No que respeita ao teste KPSS, observa-se para Portugal que prevalece a característica de rejeitar a estacionaridade, excepto para as variáveis em diferenças consumo privado (ao nível do 1%), salários, riqueza e dívida pública.

Em face aos resultados dos testes ADF e KPSS podemos dizer que as variáveis em níveis não excluem a presença de raiz unitária e rejeitam a estacionaridade, sendo portanto integradas de ordem 1, I (1). Enquanto que as variáveis pelas diferenças excluem a presença de raiz unitária e são estacionárias, de ordem I(0), com exceção da variável de dIY que rejeita a estacionaridade.

Os resultados dos testes ADF e KPSS obtidos para Espanha, encontram-se nos quadros abaixo.

Quadro 4.3: Teste ADF – Espanha , 1960-2007

Variável	Desfasamento (teste LM)	Determinista	Teste t_{ADF}	Teste Z_{ADF}
ICPRIV	1	T	-2.6337	-8.0881
dICPRIV	0	T	-3.4620*	-18.0296*
IW (a)	0	C	-11.9395***	-3.5389
dIW	0	T	-4.8995***	-32.9112***
IA	2	T	-2.4599	-11.7505
dIA	1	T	-3.2036*	-18.8548*
IY	0	T	-5.9892***	-42.4711***
dIY	1	T	-7.8867***	-136.5356***
IDI	1	C	-0.7687	-1.1751
dIDI	0	C	-2.9172* (b)	-14.8829

Ver notas 1, 2 e 3 do quadro 4.1.

Quadro 4.4: Teste KPSS – Espanha , 1960-2007

Variável	ℓ	η_{μ}	η_{τ}
ICPRIV	1		0.332
dICPRIV	0		0.423
IW (a)	0	3.935	
dIW	0		0.334
IA	2		0.251
dIA	1		0.114***
IY	0		0.180*
dIY	1		0.165*
IDI	1	2.317	
dIDI	0	0.555*	

Ver notas 1 e 2 do quadro 4.2.

A análise dos resultados para Espanha, são mais contraditórios do que os obtidos para Portugal. Começando por analisar as variáveis que não excluem a presença de raiz unitária em níveis, temos o consumo privado, a riqueza e a dívida pública. Para a variável salário os resultados são contraditórios onde um teste não exclui a presença de raiz unitária e o outro, teste t_{ADF} , a excluir a presença de raiz unitária a um nível de significância de 1%. Podemos ainda verificar que a dívida pública, em diferenças, também apresenta resultados contraditórios. A exemplo do que já havíamos feito para a variável rendimento disponível para o caso português, decidimos não rejeitar a presença de raiz unitária ao nível dos 10%. Já o teste KPSS não rejeita a estacionaridade ao nível de 1%. Os demais resultados dos testes ADF excluem a presença de raiz unitária para os salários e para o rendimento disponível, quer em níveis e em diferenças.

Relativamente as variáveis, em diferenças, consumo privado e salários optamos por considerar $\sim I(0)$, apesar do teste KPSS rejeitar a estacionaridade. No que respeita ao rendimento disponível, quer em níveis quer em diferenças, os testes ADF excluem a presença de raiz unitária e não rejeitam a estacionaridade a nível de 1% pelo teste KPSS.

Os resultados obtidos para o caso espanhol, a exemplo do observado para Portugal, permiti-nos aceitar que as variáveis são integradas de ordem I(1) em níveis, e I(0) em diferenças, com exceção da variável rendimento disponível integrada de ordem I(0). Através dos resultados obtidos nos testes ADF e KPSS, podemos avançar para a estimação do modelo.

4.4. A estimação do modelo e os resultados

A estimação da *equação “a”* foi realizada através do modelo não linear (NLSS), não sendo introduzidas alterações a equação (4.1). No entanto, optou-se por estimar a *equação “b”* utilizando a metodologia DOLS⁴⁸ (dynamic least squares) que consiste em acrescentar acréscimos aos desfasamentos das variáveis independentes, onde foi acrescentado o segundo desfasamento, devido a natureza já dinâmica do modelo (4.1). Os resultados obtidos encontram-se no quadro 4.5.

Quadro 4.5: Estimação da função consumo privado para Portugal e Espanha - 1960-2007

	δ	θ	β	μ	Desvio padrão	\bar{R}^2
Portugal dados anuais						
1960 a 2007						
<i>Equação a</i>	-0.002537 (-0.57870)	0.013931 (2.01487)	-0.087988 (-3.34676)	0.377296 (5.95358)	0.02249	0.996
<i>Equação b</i>	0.005140 (0.85738)	0.009514 (1.16889)	-0.079658 (-2.60331)	0.390688 (6.35856)	0.20634	0.996
Espanha dados anuais						
1960 a 2007						
<i>Equação a</i>	0.000639 (0.29761)	0.039751 (8.23259)	-0.033012 (-4.38952)	0.003207 (0.92325)	0.01931	0.996
<i>Equação b</i>	0.000788 (0.28402)	0.063012 (5.22792)	-0.057396 (-6.22141)	0.003291 (1.44803)	0.01788	0.996

⁴⁸ Ver Saikkonen, Pentti (1991) “Asymptotically efficient estimation of cointegration Regressions”, *Econometric Theory*, 7:1, pp 1-21. e Stock, James e Mark Matson (1993), “A simple estimator of cointegrating vectors in higher order integrates systems”, *Econometrica*, 61:4, pp. 783-820.

A leitura dos primeiros resultados mostra-nos que os modelos apresentam resultados satisfatórios para a generalidade dos coeficientes estimados⁴⁹. Porém, a análise dos resultados da estimação, evidenciam realidades bastante distintas para os países estudados. Embora a riqueza média em Portugal represente cerca de três vezes o rendimento disponível, a partir dos resultados obtidos é possível verificar que o coeficiente do rendimento disponível ($\mu = 0.3906$) afecta de forma significativa o consumo privado. Por outro lado, os resultados obtidos para Espanha não evidenciam a influência do rendimento disponível no consumo privado, onde μ é igual a 0.0032.

No caso português, o facto do consumo privado ser conduzido pelo rendimento disponível, pode ser reflexo da maior restrição ao crédito. No entanto, os valores obtidos para Espanha demonstram que o consumo privado é bastante sensível as alterações da riqueza, onde θ é igual a 0.0630, o que evidencia a partida, a aproximação dos pressupostos da teoria do ciclo de vida-rendimento permanente⁵⁰. A esse respeito, importa salientar, que a luz da teoria económica, em particular, a Teoria do Rendimento Permanente, desenvolvida por Friedman e a Hipótese do Ciclo de Vida, de Modigliani, estabelecem que a riqueza é um elemento fundamental para a determinação do consumo privado, sendo o nível de consumo privado uma função da riqueza humana, medida como o valor presente do rendimento esperado ao longo da vida.

Em face aos resultados obtidos para a riqueza e para o rendimento disponível, cabe-nos agora analisar como a dívida pública pode influenciar o consumo privado para as economias portuguesa e espanhola.

Da leitura dos resultados obtidos nas estimações do modelo para a dívida pública, os mesmos revelam existir algum consenso quanto à esta variável, com o coeficiente da dívida pública, a assumir os valores de -0.079658 e - 0.057396 para Portugal e Espanha, respectivamente, o que demonstra uma influência fraca, negativa e inferior a 10% no consumo

⁴⁹ O problema da heteroscedasticidade foi corrigido através da aplicação do método de Eicker-White.

⁵⁰ A mesma conclusão foi proposta por Giavazzi e Pagano (1990) para definir a forte influência da variável riqueza observada no consumo privado para Dinamarca.

Atendendo aos coeficientes negativos para a dívida pública, parece-nos que os consumidores não reduzem o seu nível de consumo face as alterações no comportamento desta variável, o que pode ser sinal de um comportamento não ricardiano.

Partindo das médias obtidas, concluímos que a dívida pública em Portugal é sete vezes superior ao rendimento disponível e aproximadamente 2 vezes superior a riqueza. Os valores obtidos para Espanha, revelam que a dívida pública representa, em média, 5 vezes o valor do rendimento disponível, enquanto que para a riqueza é de cerca de duas vezes superior.

No caso português, ainda que tenham sido registados episódios de ajustamento orçamental, a consolidação da despesa pública, pode não ter sido entendida pelos agentes privados como uma tentativa séria e duradoura da redução do endividamento público. Com efeito, partindo da teoria keynesiana, uma redução do défice orçamental teria como resultado a desaceleração temporária da procura agregada e da actividade económica, com os consumidores privados a reduzirem o consumo como devido a diminuição do rendimento disponível em consequência do aumento dos impostos, ou da redução das transferências públicas.

De facto, a política orçamental portuguesa foi claramente expansionista nas últimas décadas, onde o efeito keynesiano habitual do impacto da política orçamental sobre o consumo privado, resultante de uma expansão das despesas públicas, contribuiu para o aumento do consumo privado.

Embora os resultados obtidos a partir da estimação não deixem dúvidas quanto à influência das variáveis, rendimento disponível e riqueza para o consumo privado nas economias portuguesa e espanhola, respectivamente, decidimos proceder a divisão da amostra em dois sub-períodos, que se justifica devido as importantes alterações ocorridas nas economias desses países, desde à adesão à Comunidade Europeia em 1986 até à terceira fase da UEM, o que condicionou a evolução da economia e o comportamento dos agentes económicos.

Desde modo, dividimos a amostra entre os anos de 1960-85 e 1986-2007, onde os resultados podem ser observados nos quadros 4.6 e 4.7.

Quadro 4.6: Estimação da função consumo privado para Portugal e Espanha - 1960-1985

	δ	θ	β	μ	Desvio padrão	\bar{R}^2
Portugal dados anuais						
1960 a 1985						
Equação b	-0.58791 (-2.14198)	0.043789 (2.56179)	-0.057497 (-2.24465)	0.490460 (5.56378)	0.02334	0.991
Espanha dados anuais						
1960 a 1985						
Equação b	0.484717 (3.74076)	0.333122 (10.97220)	0.604230 (5.41375)	0.023616 (5.41375)	0.07522	0.869

Quadro 4.7: Estimação da função consumo privado para Portugal e Espanha - 1986-2007

	δ	θ	β	μ	Desvio padrão	\bar{R}^2
Portugal dados anuais						
1986 a 2007						
Equação b	-0.018243 (-1.58678)	0.108051 (2.32991)	-0.077020 (-2.49357)	0.125402 (1.25139)	0.01273	0.994
Espanha dados anuais						
1986 a 2007						
Equação b	-0.559847 (-3.70952)	0.348470 (3.65487)	-0.032541 (-0.86791)	0.214846 (6.80206)	0.011803	0.994

A divisão da série em duas amostras ou sub-períodos, permitiu-nos observar algumas alterações no comportamento das variáveis que influenciam o consumo privado. Para o primeiro sub-período observado, entre 1960-85, não ocorreram alterações significativas em relação ao observado para a série mais longa, como era esperado. Com efeito,

mantêm-se o rendimento disponível como sendo a variável que exerce maior influência no comportamento do consumo privado para Portugal.

No entanto, e conforme o previsto, os resultados obtidos para o segundo sub-período entre os anos de 1986 a 2007 demonstram que o consumo privado em Portugal passou a ser influenciado tanto pelo rendimento disponível, com $\mu = 0.1254$ como também pela riqueza, $\theta = 0.1080$.

Esses valores podem apontar no sentido das famílias portuguesas terem tido um maior acesso ao mercado financeiro de crédito⁵¹. Importa referir que, a partir da década de 90 foi implementada uma profunda reforma no sistema financeiro português, que até o início dos anos 80 se encontrava fortemente regulamentado. Com efeito, a liberalização financeira possibilitou um acesso mais generalizado dos agentes económicos ao mercado de crédito, antecipando os rendimentos futuros. Barrel e Davis (2004), estudaram a função consumo para um conjunto de sete países da OCDE, e concluíram que após a liberalização do mercado de crédito, o consumo privado passou a ter uma menor dependência do rendimento disponível e uma dependência acrescida da riqueza.

Relativamente a Espanha, os resultados obtidos na divisão da amostra, apontam o sentido de que o consumo privado, embora ainda seja muito sensível a variável riqueza, a partir do segundo sub-período o rendimento disponível passa a exercer uma influência bastante mais significativa em relação ao primeiro sub-período. No entanto, um facto que nos chamou a atenção, é o valor positivo para a dívida pública registado para o primeiro sub-período, indicando um comportamento invulgar, o que pode evidenciar alguma fragilidade do modelo estimado para o período em questão.

Os valores dos coeficientes, confirmam que o comportamento do consumo privado é ditado em grande parte, pela riqueza, $\theta = 0.3484$, enquanto que o coeficiente para o rendimento disponível atinge o valor de 0.2148. Ainda de salientar que o valor para o coeficiente da dívida pública volta a ser negativo, com β a ser igual a -0.0325.

⁵¹ Embora mais recentemente, o contributo do rendimento disponível e da riqueza para o consumo privado tenha sido nulo, devido ao crescimento excessivo do endividamento das famílias portuguesas para a compra de habitação.

Através dos resultados obtidos para as amostras, encontramos algumas evidências que justificam afirmar que o comportamento do consumo privado para a economia portuguesa, corresponde ao habitual efeito keynesiano, onde as contracções orçamentais corresponderam a um menor nível de consumo privado.

Quanto as taxas de juro, importa ainda referir que face aos resultados obtidos nas estimações, não foi necessário proceder a estimação pelos métodos das variáveis instrumentais. No entanto, não podemos excluir a possibilidade do seu estudo ser objecto de investigação futura.

4.5. Conclusão

O presente estudo apresenta evidências empíricas quanto à importância da variável rendimento disponível no consumo privado em Portugal ao longo da série. Os resultados das estimações para o período de 1960 a 2007, sugerem que a elasticidade a consumir do rendimento disponível para Portugal é de 0.3906.

Embora alguns estudos salientem o impacto do efeito riqueza sobre o consumo privado em Portugal, os resultados obtidos nas nossas estimações mostram que somente, a partir do segundo sub-período estimado, a variável riqueza passa também a exercer alguma influência nos níveis de consumo privado a par com o rendimento disponível.

De facto, o efeito da liberalização dos mercados financeiros, a partir da década de noventa, pode ter contribuído para a menor dependência do rendimento disponível, e uma dependência acrescida da riqueza no consumo privado. No entanto, e uma vez que a liberalização do sector financeiro ocorreu em simultâneo com outras alterações estruturais importantes na economia, como por exemplo o aumento das expectativas favoráveis quanto à evolução da economia portuguesa associada particularmente à integração de Portugal na UEM com o objectivo de adoptar o euro, a descida e redução da volatilidade das taxas de juro, ou ainda pode ter existido outros efeitos não captados sobre os parâmetros da estimação da equação.

Todavia, importa ainda referir que, a partir de 2001 com o agravamento da conjuntura económica, a riqueza deixou de ter um contributo positivo para o crescimento do consumo privado, devido ao elevado endividamento das famílias portuguesas com destaque para a compra de habitação.

Partindo da literatura empírica existente, verificamos que nos anos de 1986 e 1995 ocorreram episódios de contracção orçamental em Portugal com relativo sucesso. Enquanto que para Espanha esses episódios foram verificados para os anos de 1986 e 1996, Afonso (2005). De notar que muito embora, os episódios de contracção orçamental verificados na década de noventa tenham sido bem sucedidos para um número considerável de países europeus no sentido de cumprirem com os critérios orçamentais para aderirem à União Monetária, de facto tem-se verificado o relaxamento da disciplina orçamental resultando em défices públicos excessivos.

A análise aos resultados obtidos para Espanha, permiti-nos afirmar que o nível de consumo privado é determinado em função da riqueza, para o primeiro sub-período. A luz da teoria económica, e em particular da teoria do ciclo de vida-rendimento permanente, estabelece que o consumo é pouco sensível ao rendimento corrente, onde os agentes privados tendem a ajustar o seu consumo tendo em conta o rendimento esperado ao longo da vida. Para o sub-período, entre os anos de 1986 a 2007, através dos resultados obtidos é possível verificar o aumento da sensibilidade do consumo privado em relação ao rendimento disponível.

Quanto a dívida pública e o seu contributo no consumo privado, embora Portugal e Espanha tenham efectuados ajustamentos orçamentais importantes, os valores obtidos para esta variável não são estatisticamente significativos para ambos os países. O facto, de ter sido verificado um aumento da carga fiscal, em ambos os países, em muito pode ter contribuído para a perda do poder de compra dos trabalhadores. Com efeito, apesar dos episódios de ajustamentos orçamentais ocorridos, não é possível afirmar que a diminuição do consumo público induziu os agentes privados a anteciparem o pagamento de menos impostos no futuro e por conseguinte aumentar a despesa em consumo, sendo que este aumento mais do que compensaria a queda do consumo público.

CONCLUSÃO GERAL

Nesta tese foram abordados, através de uma apresentação dos pressupostos teóricos e a respectiva discussão, as diferentes políticas de estabilização, com destaque para a política monetária, orçamental e cambial. Na primeira parte do trabalho, foram revistas a importância da estabilidade de preços, o fenómeno da inflação e as suas relações com algumas variáveis macroeconómicas.

Em seguida, foi abordada de forma sucinta o uso das diferentes políticas de estabilização, estando o segundo capítulo dividido em três sub-secções onde a primeira analisou a abordagem Keynesiana para a política monetária, onde as prioridades quanto aos objectivos da estabilidade de preços e do pleno emprego alternavam de acordo com as necessidades da economia. Procuramos ainda, mostrar uma abordagem contrária à preconizada por Keynes, através da Teoria Quantitativa da Moeda de Friedman. A segunda secção analisou as relações entre o défice público e sua influência na procura agregada, a luz da teoria Keynesiana, e da Equivalência Ricardiana através da indiferença quanto a forma de financiamento da despesa pública. Por fim, a última sub-secção do segundo capítulo, mostrou uma abordagem interessante da política cambial, através da análise ao modelo BMW para economias abertas, em alternativa do clássico modelo de Mundell-Fleming.

O capítulo 3, analisou a importância dos ajustamentos orçamentais, e a questão da existência ou não de efeitos não-keynesianos da política orçamental, tendo sido apresentado algumas evidências empíricas de estudos dos processos de consolidação orçamental. Com efeito, através do trabalho pioneiro de Giavazzi e Pagano (1990) foi aberta a discussão sobre a possibilidade da existência de efeitos expansionistas na actividade económica na presença de ajustamentos orçamentais contraccionistas.

De facto, na última década assistiu-se entre os países europeus o intensificar do processo de desinflação iniciado, em alguns casos, ainda no início da década de 80. Como parte deste processo, foi possível verificar uma série de episódios de

ajustamentos orçamentais combinados com medidas de política monetária e cambial, que visavam o cumprimento dos critérios de convergência nominal com o objectivo da adopção à moeda única.

Ao nível do trabalho empírico, após ter sido realizado o estudo da estacionaridade das séries estatísticas utilizadas, através do teste ‘Augmented Dickey-Fuller’ (ADF), onde o problema da auto-correlação dos erros é eliminado através da aplicação do teste LM. Em seguida, foi aplicado o teste Kwiatowski, Phillips, Schmidt e Shin conhecido pelas iniciais dos autores como teste KPSS, cujo objectivo é excluir a estacionaridade das séries. A estimação das equações foram realizadas pelo método não linear (NLSS), onde para a *equação “a”* não foram introduzidas alterações ao modelo proposta por Giavazzi e Pagano (1990). Procedeu-se também a estimação da *equação “b”*, utilizando a metodologia DOLS (dynamic least squares) que consiste em acrescentar acréscimos aos desfasamentos das variáveis independentes, onde foi acrescentado o segundo desfasamento, devido a natureza já dinâmica do modelo.

A estimação foi aplicada numa primeira etapa para o total da amostra. No entanto, devido as alterações ocorridas nas economias de Portugal e Espanha, principalmente após à adesão à Comunidade Europeia no ano de 1986, optou-se por dividir a série em duas amostras.

Pelos resultados obtidos, para o total da amostra parece ser possível concluir pela ausência de um comportamento ricardiano dos consumidores, quer para Portugal como para Espanha. Os resultados da estimação da função consumo privado, permiti-nos observar que enquanto para a economia portuguesa o comportamento do consumo privado depende da variável rendimento disponível, no caso espanhol as decisões de consumo dos agentes privados é mais sensível a variável riqueza.

Uma análise mais detalhada aos resultados obtidos das estimações, permiti-nos concluir que a economia portuguesa segue os pressupostos Keynesianos, que embora considere que as alterações de riqueza afectam o consumo privado, o rendimento disponível apresenta-se como o factor fundamental e explicativo do consumo.

Já análise dos dados para a economia espanhola revela uma outra perspectiva, com o consumo privado a ser influenciado pela riqueza. Neste caso, a análise formal do papel da riqueza na função consumo, leva-nos a teoria do ciclo de vida-rendimento permanente, onde o consumidores privados tendem a ajustar o seu consumo tendo em conta o rendimento esperado ao longo da vida. Com efeito, o consumo privado em Espanha, é pouco sensível as alterações no rendimento corrente.

Relativamente a possibilidade da variável dívida pública exercer um papel preponderante nas decisões de consumo privado, os resultados obtidos revelou-nos que esta variável parece não influenciar as decisões quanto ao consumo privado. Com efeito, ainda que tenham sido registados episódios de ajustamento orçamental quer para Portugal como para Espanha, os valores obtidos através dos coeficientes da dívida pública são respectivamente, -0.0796 e -0.0573 .

Em face a estes resultados, uma análise mais detalhada do contributo das variáveis explicativas para o consumo privado, permiti-nos concluir que o rendimento disponível pode explicar uma parte do crescimento do consumo privado em Portugal para o total da amostra e ainda para o primeiro sub-período analisado, de 1960-85.

A leitura dos resultados obtidos para o segundo sub-período, demonstram algumas alterações quanto a importância das variáveis riqueza e rendimento disponível para Portugal. Com efeito, a riqueza passou a ter uma importância semelhante ao rendimento disponível para determinar o nível de consumo privado, onde os coeficientes assumem, respectivamente, os valores de 0.1080 e 0.1254 . Conforme já avançado, estas alterações podem ser tido uma consequência directa da liberalização financeira, ocorrida na década de noventa, possibilitando o acesso mais generalizado dos agentes económicos ao mercado de crédito, antecipando os rendimentos futuros.

Importa ainda referir, o comportamento da variável dívida pública para os dois sub-períodos. Embora, o coeficiente da dívida pública tenha apresentado um valor positivo para o primeiro sub-período da economia espanhola, indicando um comportamento anormal, para as demais regressões os valores dos coeficientes apresentaram valores negativos.

Em síntese, podemos concluir que o excesso de sensibilidade do consumo privado ao rendimento disponível em Portugal ao longo do período observado, deveu-se a existência de consumidores com restrição de liquidez, isto é, ou os consumidores não possuíam riqueza ou não podem ou não querem aceder ao mercado de crédito, de forma a poderem alisar o seu consumo ao longo do ciclo de vida, de acordo com o rendimento que poderão aferir no futuro. A análise mais detalhada, indica-nos que a redução da sensibilidade do consumo ao rendimento disponível, ocorreu a partir da segunda metade dos anos noventa. Neste sentido, o uso das diferentes políticas de estabilização e o processo de convergência nominal, possibilitaram a descida significativa das taxas de juro e da inflação, criando um ambiente propício à expansão da procura interna. Este resultado, é consistente com o facto da redução das restrições de liquidez terem ocorrido após a liberalização do mercado financeiro a par com as descidas das taxas de juro. Por outro lado, o elevado grau de endividamento das famílias portuguesas, conjugado com os actuais aumentos das taxas de juro, poderão reflectir num aumento das restrições de liquidez das famílias nos próximos anos.

Para finalizar, as elações retiradas dos resultados do estudo da função consumo privado, a partir das especificações propostas por Giavazzi e Pagano (1990) revelaram que as economias portuguesa e espanhola, são pouco sensíveis as alterações da dívida pública. Não obstante, embora tenham sido verificados episódios de contracção orçamental em ambos os países, devido aos critérios orçamentais impostos pelo Tratado de Maastrich, face ao fraco desempenho observado da dívida pública em relação as decisões de consumo privado não podemos afirmar que tenham ocorrido efeitos não-keynesianos durante o processo de ajustamento orçamental. Do mesmo modo, parece-nos correcto afirmar que o comportamento dos consumidores, face às variáveis estudadas para as economias de Portugal e Espanha, revelam um comportamento não ricardiano.

BIBLIOGRAFIA

- Abreu, M.(2001). “Da adesão à Comunidade Europeia à Participação na União Económica e Monetária: a experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Dezembro de 2001.
- Abreu, M.(2003). “A participação do escudo no mecanismo cambial do Sistema Monetário Europeu”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Dezembro de 2003.
- Abreu, M.(2005). “Inflação e política monetária em Portugal antes da adopção do euro”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Primavera de 2005.
- Adão, Bernardino, Correia, I. e Teles, P. (2006). “Custos de uma União Monetária”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Outubro de 2006.
- Afonso, António (1993). “Défices públicos e inflação” Tese de Mestrado. Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa, Outubro de 1993.
- Afonso, António (2002). “Ensaio sobre política orçamental” Tese de Doutoramento. Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa, Maio de 2002.
- Afonso, António (2005). “Ricardian fiscal regimes in the European Union” European Central Bank, working paper n.º 558. Novembro de 2005.
- Alesina, A. e Perotti, R. (1995) “Fiscal expansions e adjustments in OCDE countries” Economic Policy 21, 205-248.
- Alesina, A. e Perotti, R. (1997) “Fiscal adjustment in OCDE countries: composition e macroeconomics effects” International Monetary Fund Staff Papers n.º 44.
- Banco de Portugal (1998). “Relatório de Convergência”, Banco de Portugal.
- Barbosa, António S. P. (1996). “Origem da inflação portuguesa:1977-1994”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Março de 1996.

- Barbosa, António S. P. (1998). “Política orçamental no pós-99”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Junho de 1998.
- Barro, R. (1978). “Comment from an unreconstructed Ricardian”, Journal of monetary economics, 4.
- Barro, R. (1979). “On the determination of the public debt”, Journal of political economy, vol. 87, n.º 5, Outubro.
- Barro, R. (1983). “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”, Journal of Political Economy, 91 August.
- Barro, R. (1989) “The Ricardian approach to budget deficits”, Journal of Economic Perspectives, vo. 3, n.º 2, Primavera – 37-54.
- Begg, D., Fischer, S. e R. Dornbusch (1994) “Economics” McGraw-Hill Company, London.
- Bertola, G. e Drazen, A. (1993). “Trigger points and budget cuts: explaining the effects of fiscal austerity” American Economic Review, vol. 83, n.º 1
- BCE (1999a). “A aplicação do Pacto de Estabilidade e Crescimento”. Boletim Mensal do BCE, Maio de 1999.
- BCE (1999b). “A estratégia de política monetária do Eurosistema orientada para a estabilidade”. Boletim Mensal do BCE, Janeiro de 1999.
- BCE (2000). “Os dois pilares da estratégia de política monetária do BCE”. Boletim Mensal do BCE, Novembro de 2000.
- BCE (2001). “O enquadramento da política económica na UEM”. Boletim Mensal do BCE, Novembro de 2001.
- BCE (2002). “Transparência na política monetária do BCE”. Boletim Mensal do BCE, Novembro de 2002.
- BCE (2003). “A relação entre a política monetária e as políticas orçamentais na área do euro”. Boletim Mensal do BCE, Fevereiro de 2003.

- BCE (2004). “Relatório de Convergência”. (on line : www.bportugal.pt).
- BCE (2003). “A relação entre a política monetária e as políticas orçamentais na área do euro”. Boletim Mensal do BCE, Fevereiro de 2003.
- BCE (2006). “História, papel e Funções” Banco Central Europeu, 2ª edição.
- Barrell, R. e Davis, P. (2004). “Financial liberalisation and wealth effects in 7 OECD countries”, NIESR and Brunel University, working paper n.º 271.
- Blanchard O, J. (1990). “Comments on Giavazzi and Pagano”, NBER Macroeconomics Annual, vol. 5, MIT Press
- Blanchard, O. (1997). “Macroeconomics” Ed. Internacional
- Bofinger, P. (2001). “Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments” Oxford University Press.
- Bofinger, P., Mayer, E., Wollmershauser, T. (2002). “The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies-a requiem for the IS/LM-AS/AD and the Mundell-Fleming Model” W.P.E.(Wurzbug Economic Paper) n.º 35, Julho de 2002.
- Bofinger, P., Mayer, E., Wollmershauser, T. (2003). “The BMW model as a static approximation of a forward-looking New Keynesian macroeconomic model” Review of Economics 54 (3), 2003, 231-247.
- Bofinger, P., Mayer, E., Wollmershauser, T. (2006). “The BMW model: a new framework for teaching monetary economics” Journal of Economic Education, vol. 37(1), 98-117.
- Boschen, J. e Mills, L. (1995). “Tests of the relation between money and output in real business cycle models” Journal of monetary economics n.º 22, páginas 355-374
- Cagan, P. (1956). “The monetary dynamics of hyperinflation”, in Milton Friedman, Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago: University of Chicago Press.

- Cagan, P. (1967). “Determinants and effects of changes in the stock of money, 1875-1960” New York: NBER, 1967.
- Calvo, G.(1999) “Fixed versus Flexible exchange rates – Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch” University of Maryland, April, 1999.
<http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>
- Calvo, G. (2001). “Inflation inertia and credible disinflation – The open economy case”. Meeting of Economic Society, January of 2001.
- Calvo, G., Celasun, O. E Kumhof, Michael (2002) “Nominal exchange rate anchoring under inflation inertia” IMF working paper n.º WP/02/30
- Cochrane, J. (1998). “Long-term debt and optimal policy in the fiscal theory of the price level” NBER working paper n.º 6771.
- Cunha, Jorge C. e Braz, C. (2003). “Desinflação e política orçamental em Portugal: 1990-2002”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Dezembro de 2003.
- De Grauwe, P e Polan, M. (2005) “Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?”. Scandinavian Journal of Economics. N.º 107, 2005
- Detragiache, E. e Hamann, J. A. (1997). “Exchange rate-based stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal”. IMF working paper, June 1997 - wp797/75.
- Dias, M. (1997). “Análise da evolução da economia portuguesa no período de 1953 a 1993”, Boletim Económico do Banco de Portugal, Setembro de 1997.
- Dornbusch, R. (1982). “Stabilization policy in developing countries: what lessons have we learnt?” Meeting of World Development, 701-708.
- Dornbusch, R. , Sturzenegger, F. e Wolf, H. (1990). “Extreme inflation: Dynamics and stabilization” Brookings papers on Economic Activity, Volume 1990, issue 2, 1-64.
- Dornbusch, R., Favero C. A. e Giavazzi, F. (1998). “The immediate challenges for the European Central Bank”, NBER working paper n.º 6369.
- Drazen, Allan (1990). “ Comment” NBER Macroeconomics Annual, 117-122.

- Drazen, A. e Helpman, E.(1990) “The effect of anticipated macroeconomics policies”
Review of Economic Studies.
- Drazen, A. e Helpman, E.(1998) “Stabilization with exchange rate management under
uncertainty” in Economic effects of the government budget, Cambridge MA:
MIT Press.
- Dwyer, G. e Hafer, W. (1999). “ Are money growth and inflation still related?” Federal
Reserve of Bank of Atlanta Economic Review n.º 84, 32-43
- Edwards, S. (1992). “Exchange rates as nominal anchors” NBER working paper n.º
4246.
- Feldstein, M (1982). “Government deficits and aggregate demand” Journal of monetary
Economics” n.º 9, 1-20
- Feldstein, M. (2005). “The euro and the Stability Pact”, NBER working paper n.º
11249.
- Fischer, S. (2001). “Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?”. International
Monetary Found. Apresentado no encontro da American Economic Association,
New Orleans, Janeiro, 6, 2001.
- Fischer, S., Sahay R. e Végh, C. (2002). “Modern hiper-and high inflations”, IMF
working paper n.º WP/02/197.
- Friedman, M. (1963). “Inflation - Causes and consequences” Asia Publishing House,
New York.
- Friedman, M. (1973). “Studies in the quantity theory of money” The University of
Chicago Press, 6ª edição.
- Gabrielli, F., Candless G. Mc. e Roulliet M. (2004). “The intertemporal relation
between money and prices. Evidence from Argentina”, Cuadernos de
Economia, vol. 41 Agosto, 199-215.

- Gampbell, J. e Mankiw, N. (1991). “The response of consumption to income: a cross-country investigation”, *European Economic Review*, 35, 723-767.
- García. A e Ramajo, J. (2003). “Equivalencia Ricardiana y tipos de interés”, Working paper 27/03, Instituto de Estudios Fiscales.
- Giavazzi, F. e Pagano, M.(1990). “Can severe fiscal adjustments be expansionary? Tales of small European countries.” *NBER Macroeconomic Annual*, vol. 5, MIT Press.
- Giavazzi, F. e Pagano, M.(1996). “Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and Swedish evidence.” *NBER*, working paper n.º 5332.
- Giavazzi, F., Jappelli, T. e Pagano, M.(2000). “Searching for non-linear effects of fiscal policy: evidence from industrial and developing countries.” *CEPR, International Macroeconomics*, WP n.º 2375.
- Gordon, D. F. (1978) “Debts, Keynes and our present discontents”, *Journal of Monetary Economics*, 4.
- Hayashi, F. (1982). “The permanent income hypothesis: estimation and testing by instrumental variables” *Journal of Political Economy*, 90 (5), p.856-916..
- Heymann, D. e Leijonhufvud, A. (1995). “High inflation” *Oxford: Clarendon Press*.
- Jappelli, T. Pagano, M. (1989) “Consumption and capital market imperfections: an international comparison”, *The American Economic Review*, 79, p. 1088-1105.
- Keynes, J. M. (1936) “The General Theory of Employment, Interest and Money”, *MacMillan: London*.
- Klump, Rainer (2003) “Inflation, factor substitution and growth”, *European Central Bank- working paper n.º 280*, Outubro.
- López Martínez, I. (2001) “Convergencia nominal y convergencia real de España y Portugal con la Unión Europea (1986-1999)”, *Estudios de Economía Aplicada*, n.º 19, 2001, páginas 49-68.

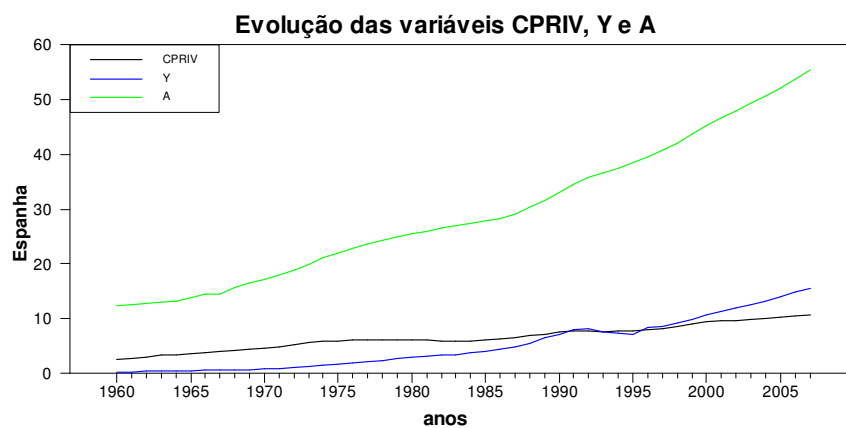
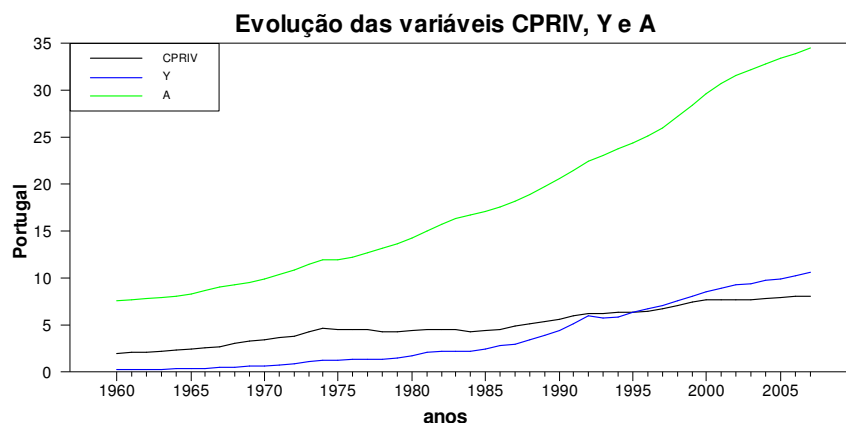
- Lucas, R. e Sargent, T. (1978) “After Keynesian Macroeconomics”, em *After the Phillips Curve: Persistence of high inflation and high unemployment*, Federal Reserve of Boston, 49-72
- Hogan, V. (2004). “Expansionary fiscal contractions? Evidence from panel data” *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 106, n.º 4, December.
- Krugman, P. e Obstfeld, M. (1997) “International economics: theory and policy” Addison Wesley.
- Johnson H. (1971). “The Keynesian revolution and the monetarist counter-revolution” *American Economic Review*, v. 61, n.º 2 - Maio.
- Marinheiro, Carlos J. F. (1996) “O teorema da Equivalência Ricardiana: Discussão teórica e aplicação à economia portuguesa” Dissertação de Mestrado, Coimbra, páginas 195.
- Marinheiro, Carlos J. F. (2003) “EMU and fiscal stabilization policy: the case of small countries” Tese de doutoramento em Ciências Económicas pelo Departamento de Economia da Faculdade de Economia e Economias Aplicadas da Universidade Católica de Lovaina, 2003.
- Mankiw, N.G. (2003). “Macroeconomics” New York: Worth Publishers, 5ª ed.
- Mata, E. e Valério, N. (1994). “História Económica de Portugal: uma perspectiva global” ed. Presença, páginas 270-271.
- McDermott, C.J., e Wescott, R.F. (1996) “An empirical analysis of fiscal adjustment” *IMF Staff papers* 43.
- Mundell, R. (1968) “International Economics” New York: Macmillan.
- Nelson, E. e Schwartz, Anna J. (2007). “The impact of Milton Friedman on modern monetary economics: setting the record straight on Paul Krugman’s “*Who was Milton Friedman?*” ” , NBER working paper n.º 13546.
- Perotti, R. , Strauch, R. e Von Hagen J. (1997). “Sustainability of public finances”. *CEPR Discussion Paper*, n.º1781.

- Perotti, R. (1999). "Fiscal policy in good times and bad". Columbia University and CEPR.
- Perotti, R. (2002). "Estimating the effects of fiscal policy in OCDE countries" ECB working paper series n.º 168.
- Phelps, E. S. (1993). "Inflation in the Theory of Public Finance", Swedish Journal of Economics 75, págs. 67-82.
- Pinto, A.M. (1999). "Política económica – em Portugal e na Zona Euro", Principia, Publicações uniersitárias e Científicas, Cascais.
- Rebelo, S. e Végh C. (1995). "Real effects of exchange ratr-based stabilization: An analysis of competing theories", NBER working paper n.º 5197.
- Rebelo, S. (1997). "What happens when countries peg their exchanges rates?", NBER working paper n.º 6168.
- Rolnick, A. e Weber, W. (1998). "Money, inflation, and output under fiat and commodity stanards" Federal Reserve BanK of Minneapolis Quartely Review, vol. 22, n.º 2, Primavera 1998, 11-17.
- Sargent, T., Wallace J. e Neil, E, (1981). "Some unpleasant monetarist arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quartely Review, Outubro.
- Smith, B. (1985). "Some colonial evidence on two theories of money" Journal od Political Economy 93. Dezembro.
- Stock, J. e Watson, M. (1988). " Interpreting the evidence of money income causality" Journalod econometrics n.º 40, 161-182.
- Sutherland, Allan. (1995). " Fiscal crises and aggregate demand: Can high public debt reverse the effects of fiscal policy?" University of New York, February.
- Svensson, L. E. O. (1999). "Eurosistem monetary targeting: Lessons from U.S. data", NBER working paper n.º 7179.

- Svensson, L. E. O. (2000). "The first year of the Eurosystem: Inflation targeting or not?", NBER working paper n.º 7598.
- Svensson, L. E. O. (2003). "In the right direction, but not enough: The modification of the monetary policy strategy of the ECB". (on-line: www.princeton.edu/~svensoon).
- Svensson, L. E. O. (2005). "Social Value of public information: Morris and Shin (2002) is actually pro transparency, not con". NBER working paper n.º 11537.
- Tanzi, Vito (1977). "Inflation lags in collection and the real value of tax revenue". IMF working paper, vol. 24, Março.
- Uribe, M. (1996). "Exchange-rate-based inflation stabilization: The initial real effects of credible plans". *Journal of Monetary Economics*, 39 (1997) 197-221.
- Viñals, J. e Vallés, J. (1996). "El tipo de cambio como instrumento de ajuste macroeconómico: evidencia empírica y relevancia para la Unión Monetaria Europea", *Boletín Económico del Banco de España*, Diciembre, 1996.
- Von Hagen J., Hughes Hallet. A., Strauch, R. (2001). "Budgetary consolidation in EMU". European Commission, *Economic Papers*, 148.
- Weber, A. (1994). "Testing long-run neutrality: empirical evidence for G-6 countries with special emphasis on Germany" *Conference on Public Policy* 41 - 67-117.
- Woodford, M. (1994). "Monetary policy and price level determinacy in a cash-in-advance economy" *Economic Theory*, 4, 345-380
- Woodford, M. (1995). "Price level determinacy without control of monetary aggregate" *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*.
- Woodford, M. (1999). "Revolution and evolution in Twentieth-century macroeconomics. (Mimeo)

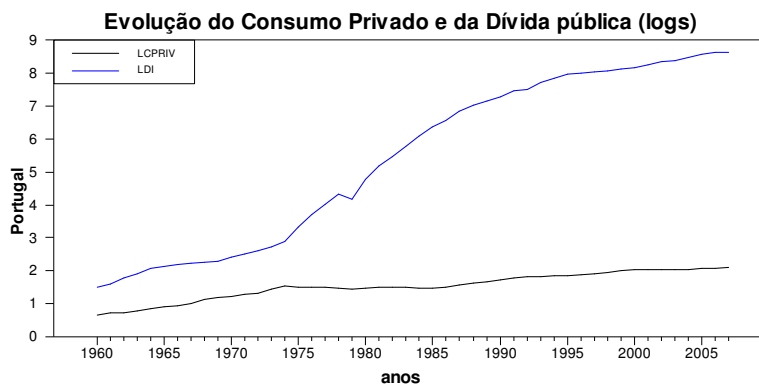
ANEXOS

Anexo 1: Evolução das variáveis consumo privado, rendimento disponível e riqueza para Portugal e Espanha nos anos de 1960 a 2007

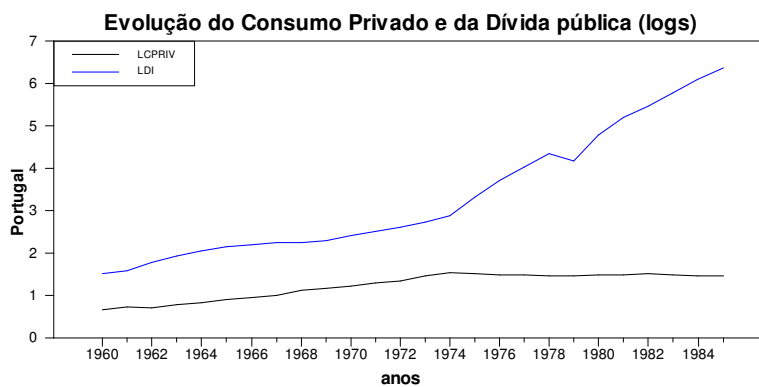


Anexo 2: Evolução das variáveis consumo privado e dívida pública para Portugal

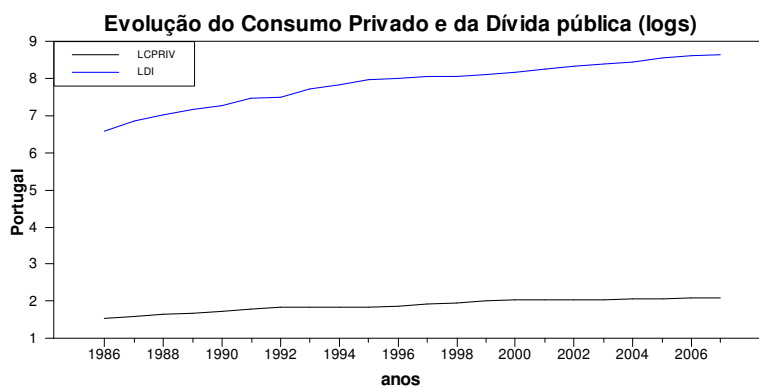
***1960 a 2007**



***1960 a 1985**

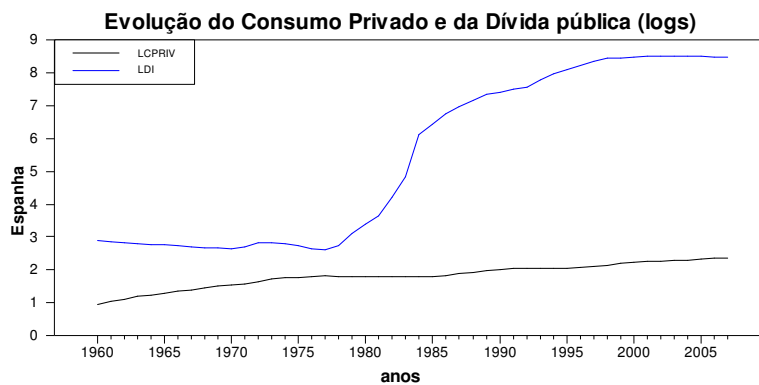


***1986 a 2007**

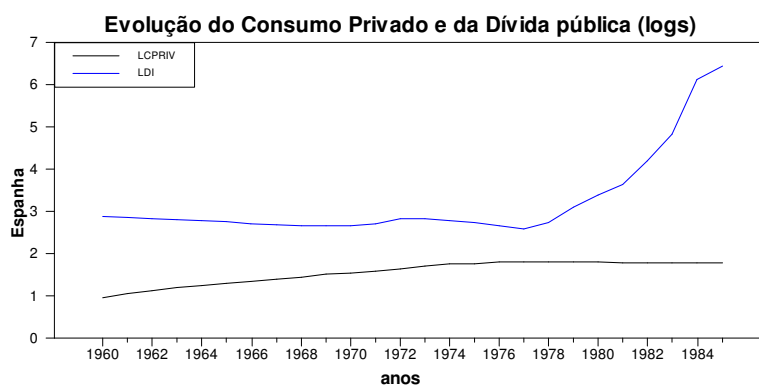


Anexo 3: Evolução das variáveis consumo privado e dívida pública para Espanha

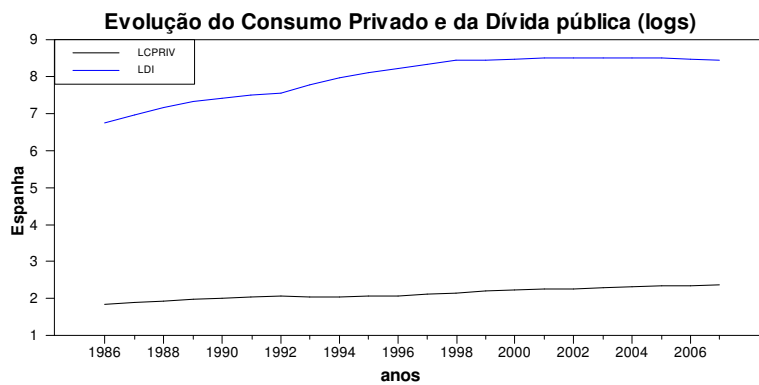
***1960 a 2007**



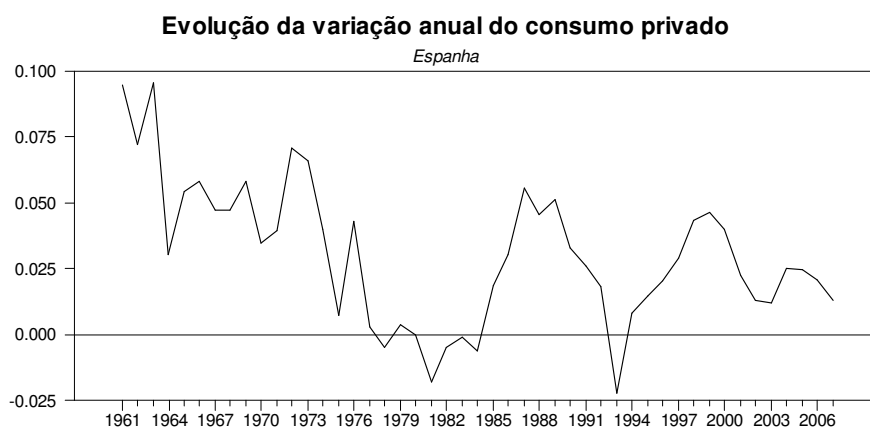
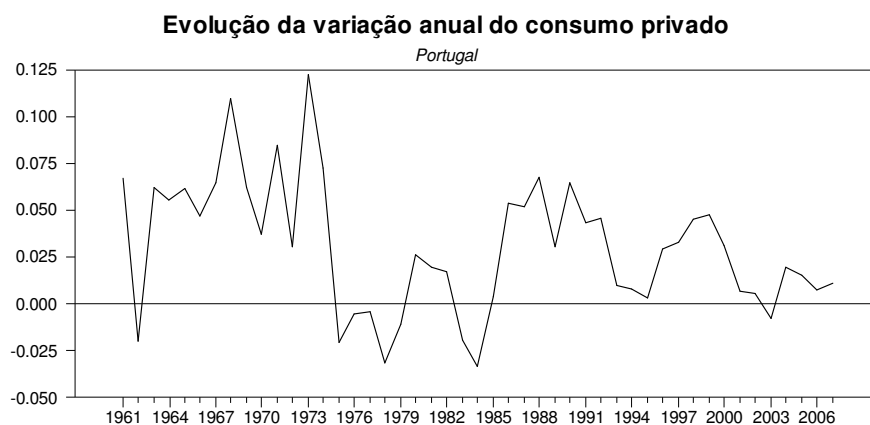
***1960 a 1985**



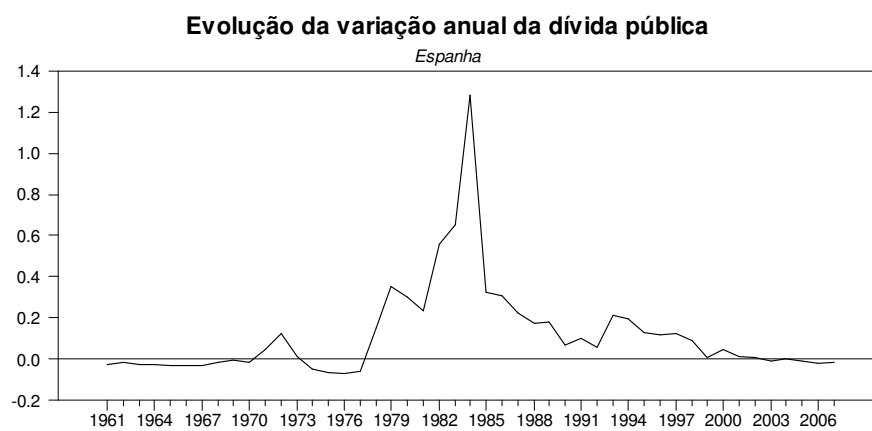
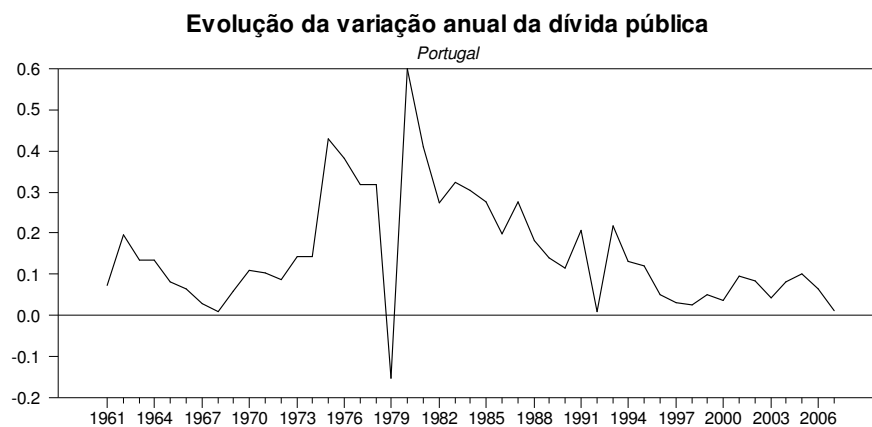
***1986 a 2007**



Anexo 4: Evolução da variação anual do consumo privado para Portugal e Espanha-1960-2007

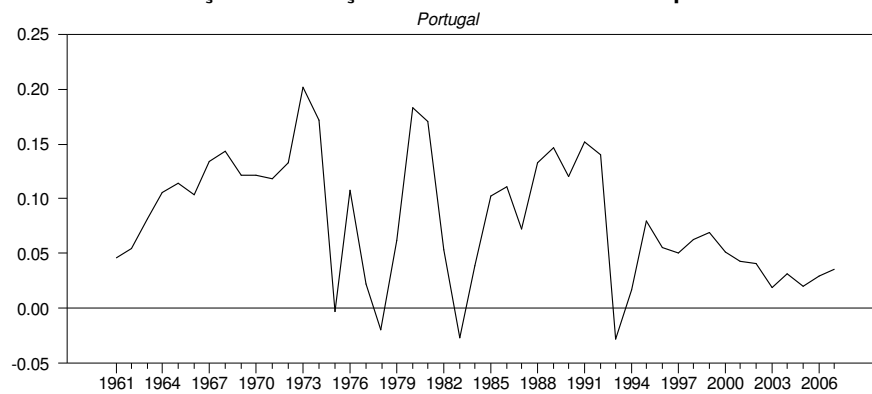


Anexo 5: Evolução da variação anual da dívida pública para Portugal e Espanha-1960-2007

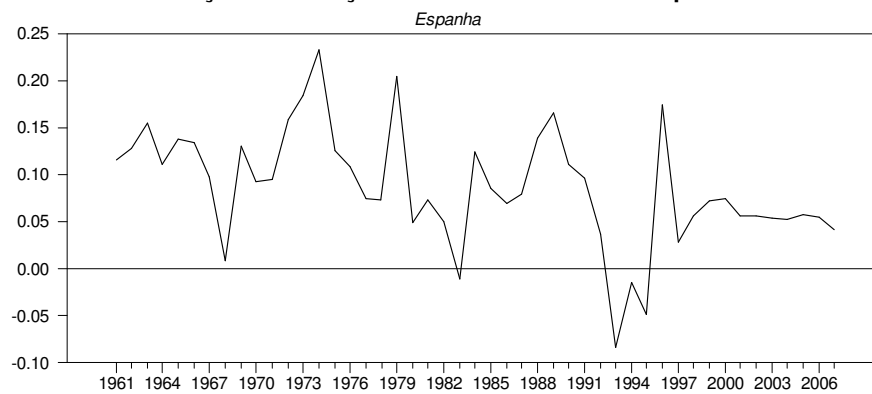


Anexo 6: Evolução da variação anual do rendimento disponível para Portugal e Espanha-1960-2007

Evolução da variação anual do rendimento disponível



Evolução da variação anual do rendimento disponível



Anexo 7: Evolução da variação anual da riqueza para Portugal e Espanha-1960-2007

