

Miguel
Cadilhe

Trivialidades sobre recessão e défices públicos

1. No presente escrito retomo, desenvolvo e actualizo notas feitas em 1992, a propósito de se estar ou não estar, entre nós, a iniciar uma recessão. A meu ver, estava-se. Aos olhos de outros, porém, não se estava. Penso que o tempo, infelizmente, não lhes deu razão.

Destinavam-se as notas a ser publicadas por alturas do Inverno desse ano, em subsequência de haver afirmado *estamos em recessão*¹ o que naturalmente suscitou algumas críticas.

Não as publiquei porque cuidei de afastar os conhecidos efeitos de amplificação da conjuntura pela simples razão de se falar dela de mais. Ainda que, mais tarde, haja reconhecido para mim próprio que, afinal, pode não ser assim tão irrelevante para o acerto das decisões de política económica a pública consideração, em devido tempo, de se estar em recessão... Muito provavelmente, isto ajuda a explicar o que se passou na economia portuguesa na primeira metade dos anos 90, culminando numa recessão interna bastante mais funda e longa do que teria sido inevitável por força da recessão externa.

Além disso, estando o Tratado da União Europeia a esboçar os primeiros passos, após Maastricht, 1992, visava o

escrito também constituir como que um contributo, entre outros, para defender a economia portuguesa de uma visão de conjuntura recessiva que podia e pode ser perversamente severa ao subjazer à formulação das políticas macroeconómicas. Curiosamente, este aspecto haveria de vir à luz de públicas discussões sobre as regras da convergência nominal, a partir de meados dos anos 90, e resultar reforçado pelas intenções em torno do projectado Pacto de Estabilidade e Crescimento.

2. Um leitor que pretenda fazer um percurso mais directamente orientado para as ideias fundamentais do artigo, poderá desobrigar-se dos pontos 4, 7 a 10, 15, 17, 21, 22.

Na parte I encontrará a noção *aritmética* de recessão e alguns exemplos de inadequação.

Na parte II verá a noção *substantiva* de recessão e sobrevoará aspectos básicos como pressão conjuntural e diagnóstico do ciclo. Concluirá que o autor recomenda esta noção, não recomenda aquela em caso algum e muito menos em países como Portugal.

Na parte III, o leitor abordará o tema do défice público e da indisciplina financeira. Poderá fazer uma interpretação plausível do Tratado da União Europeia no que respeita ao limite do *defícite excessivo*. Ventilará críticas à definição de *recessão grave* adoptada em projecto do Pacto de Estabilidade. E apreciará a sugestão de um tratamento mais favorável, no cálculo do défice em países como Portugal, das despesas em investimento público e em grandes

reformas estruturais.

Na parte IV ponderará interrogações e respostas sobre o uso da política de estabilização em conjunturas de recessão profunda. E constatará que o autor a considera indispensável, ao assumir posição moderada em matéria de neutralidade da política macroeconómica. Aflorará o papel dos Bancos Centrais na condução da política monetária, em independência conjugada com a política orçamental de défice público anticíclico. Será, finalmente, convidado a *dizer não* seja a uma política inflacionária, seja a uma política deflacionária, sendo certo, porém, que o Tratado da União Europeia não põe no mesmo pé estas duas frentes da política económica.

I — Noção aritmética de recessão

3. Está em uso dizer-se que só acontece *recessão* quando o PIB *efectivo e real* diminui em valor absoluto durante, pelo menos, dois trimestres consecutivos. Trata-se de uma noção *mecânica, aritmética*. Sendo puramente *convencional e utilitária*, foi pensada para realidades muito distintas da nossa. Com todo o respeito por aqueles que, em Portugal, a vêm adoptando, não é convenção que, pessoalmente, subscreva.

Nasceu em país de PIB *per capita* superior ao dobro do português, a valores de 1996. De seguida, foi acolhida em vários outros países, que alinharam na simplificação sem se prevenir de a *relativizar* de modo a ter em conta quer o estágio de desenvolvimento económico e o nível do produto *efectivo*, quer a *tendência* do crescimento de longo prazo e o produto *potencial* ou de pleno-

¹ Congresso de Homenagem ao Empresário Português, 1992, Porto, conforme gravação: «(...) Gostaria de fazer um ponto de ordem sobre a leitura global da conjuntura da economia portuguesa: — *Estamos em recessão*. (...) Deveremos retirar daí consequências e eventualmente reajustar a política macroeconómica)».

stá em uso dizer-se que só acontece recessão quando o PIB efectivo e real diminui em valor absoluto durante, pelo menos, dois trimestres consecutivos. Trata-se de uma noção mecânica,itmética. Sendo puramente convencional e utilitária, foi pensada para realidades muito distintas da nossa. Com todo o respeito por aqueles que, em Portugal, a vêm adoptando, não é convenção que, pessoalmente, subscreva.

-emprego, quer outros indicadores de conjuntura, qualitativos e quantitativos.

Por exemplo, crescer 0% não significa, obviamente, o mesmo em Portugal e na Alemanha. E sofrer taxa de variação negativa é mais violento quando se está a crescer, ou se pode e se precisa de crescer, encadeadamente, a 1% ao trimestre do que o é a 0,5%.

É um absurdo, como escrevia, em 1977, Lindauer no seu *Economics* (p. 581). É um erro, como escrevia, mais recentemente, McNees em artigo de apreciável profundidade (1991, p. 153).

Em trabalho acabado de publicar, uma qualificada equipa portuguesa afirma, a respeito dos indicadores de actividade, que «não existe uma série única capaz de representar a actividade económica», e, a propósito dos índices de difusão ou de clima económico, escreve que as flutuações cíclicas e as suas causas não poderão ser suficientemente captadas pela «observação de simples agregados económicos como o PNB ou a produção industrial». ²

4. Torna-se inescapável uma breve formalização matemática.

Sendo y o PIB efectivo e real de um trimestre e \dot{y} a sua taxa de variação relativamente ao trimestre precedente [ou seja, $\dot{y}_t = (y_t/y_{t-1}) - 1$], diz-se que há recessão no trimestre t quando se verificar a conjunção $\dot{y}_t < 0$ e $\dot{y}_{t-1} < 0$ ou/e $\dot{y}_{t+1} < 0$ (e também há recessão no trimestre $t-1$ ou/e $t+1$).

Como caso útil, entre outros, releva ver quando pode ocorrer uma entrada em recessão. Diz-se que a economia entrou em recessão no trimestre t quando, a posteriori (isto é, findo o trimestre $t+1$), se verificar a seguinte sequência: $\dot{y}_{t-1} \geq 0$ e $\dot{y}_t < 0$ e $\dot{y}_{t+1} < 0$.

Se, por exemplo, aquela sequência do PIB suceder a $\dot{y}_{t-3} < 0$ e $\dot{y}_{t-2} < 0$, dir-se-á, podendo cair em visível embaraço por

omissão de leitura de outros indicadores conjunturais, que a economia reentrou em recessão de que havia episodicamente saído durante o trimestre $t-1$.

Há outras noções aritméticas de recessão, menos severas, ainda que menos divulgadas e não tidas em consideração no presente escrito. Por exemplo: a) Webb (1991, p. 111) junta dois trimestres adjacentes e exige decréscimo do PIB no semestre. Recessão ocorre no trimestre t se:

$$\dot{y}_t + \dot{y}_{t-1} < 0 \text{ ou/e } \dot{y}_t + \dot{y}_{t+1} < 0,$$

o que consente qualquer variação do produto no trimestre t . b) Zarnowitz e Moore (1991, p. 258-264) aceitam recessão com acréscimos do PIB. Recessão ocorre no trimestre t se \dot{y}_t anualizado $< 1\%$ (ou, aproximadamente, $\dot{y}_t < 0,25\%$) e se o mesmo se verificar num trimestre adjacente.

Não é fácil lidar com as estatísticas do PIB trimestral. O atraso da sua publicação em Portugal retira-lhe parte da utilidade como fonte ou meio de diagnóstico e previsão conjuntural, se bem que haja meritórios trabalhos de construção de indicadores coincidentes e indicadores avançados de evolução da actividade económica geral e, portanto, do PIB. ³ As posteriores revisões das contas trimestrais, como tem sucedido em vários países e em Portugal também, vêm pôr em causa, por vezes, o que se haja ajuizado sobre recessão ou não recessão assente na dita noção aritmética.

O crescimento do PIB trimestral pode ser medido por uma taxa trimestral em cadeia, que compara trimestres t e $t-1$, corrigida ou não da sazonalidade. Por esta mesma taxa mas anualizada. Por uma taxa anual de variação homóloga que compara trimestres t e $t-4$. Por uma taxa anual do «ano terminado em t », que abrange 8 trimestres e compara as

médias simples (ou as somas, para o caso é indiferente) dos PIB de $t-3...t$ com $t-7...t-4$. Na noção aritmética de recessão aqui considerada toma-se a primeira destas taxas de variação, devidamente despida de efeitos sazonais.

5. A presente nota não vai sem dar alguns exemplos desconcertantes que contribuem, à sua maneira, para pôr sob séria dúvida a convenção aritmética de recessão.

Primeiro exemplo, hipotético. É imaginável um país em que se verifique uma sucessão de taxas de variação do PIB alternadamente positivas e negativas, trimestre após trimestre, em cadeia, do tipo $+0,25\%$; -1% ; $+0,25\%$; -1% ; $+0,25\%$; -1% ;... Neste caso, o PIB trimestral acumula um pesado decréscimo no fim de vários trimestres e a economia revela-se muito deprimida, sem que, todavia, a conjuntura possa alguma vez classificar-se como recessão segundo a citada noção aritmética.

Segundo exemplo, igualmente hipotético. É configurável uma economia com PIB efectivo abaixo do nível de pleno emprego ($y < y_{pot}$); a evoluir com ritmo trimestral positivo mas muito inferior ao ritmo potencial ($0 < \dot{y} < \dot{y}_{pot}$), e em sequência decrescente de ritmos ($\dot{y}_{t-2} > \dot{y}_{t-1} > \dot{y}_t > 0$). Pela noção aritmética, não há recessão. E, todavia, ela parece evidente.

Terceiro exemplo, extraído da realidade americana. ⁴ Ao longo de quarenta anos, o PIB real dos Estados Unidos cresceu em cinco trimestres oficialmente classificados como recessões pelo NBER (National Bureau of Economic Research). Haveria que perguntar quem ou o que está mal. Se o experiente NBER. Se a apetecível noção aritmética de recessão.

Quarto exemplo, extraído da realidade portuguesa. No decénio 1986-95, segundo as Contas Nacionais Trimestrais (INE, 1997), apenas teria ocorrido recessão, pela noção aritmética, na primeira metade de 1992. E a sucessão oscilante de variações, ora negativas, ora positivas, do PIB trimestral em

² Vilares et al (1996), pp. 22 e 24. No mesmo sentido, vão Zarnowitz e Moore (1991), p. 259 («any individual indicator series even one as comprehensive and important as GNP, can measure only some of the aspects of aggregate economic activity») e p. 263 («mere monitoring of the data on real GNP growth cannot produce prompt recognition of recessions»). Iguualmente, veja-se McNees (1991) pp. 153 e 167. Aparentemente noutro sentido, veja-se Pinheiro e Melro (1992) pp. 199-201, quando advertem ser excessivo dizer que «o PIB não deve ser utilizado como série de referência do ciclo económico», mas naquele mesmo sentido admitem que «é incorrecto encarar qualquer variação do PIB como traduzindo uma alteração do estado da economia».

³ É o caso de indicadores coincidentes, como BPortugal (1996), p. 58; ou INE, *Conjuntura*, trimestral. É o caso de indicadores avançados, como OCDE (1987), pp. 148-151 e OCDE (1996, a), p. 163. Ultimamente, vários estudos têm sido aplicados a Portugal. Veja-se, por todos, com interesse, Pinheiro e Melro (1992), Dias (1993), Gomes (1995), Melro (1996).

⁴ Segundo McNees, (1991), p. 153. Na mesma linha, veja-se Webb (1991), pp. 111-112.

1993, 94, 95 e 96, não acolheria, em caso algum, o diagnóstico de recessão, em flagrante contra-senso comum.

Tomando as estatísticas anuais do produto (coluna 1 do mapa anexo), constata-se que, em média, o PIB cresceu 5,0% ao ano em 1986-90 e 1,2% em 1991-95. O mínimo anual verificado naquele primeiro quinquénio ficou muito acima do máximo do segundo quinquénio. Em termos comparados, como se há-de classificar os anos 1986-90 *versus* os anos 1991-95? Se aqueles foram anos de *recuperação*, após a severa política de estabilização de 1983-84 (segunda carta de intenções ao FMI), e de subsequente *expansão*, estes terão sido de *afrouxamento*, *recessão*, *recuperação*, com o ponto mais fundo do PIB em 1993, a cair 1,2%, e nos dois anos adjacentes a crescer apenas 1,1% e 0,8%. Adiante, ponto 9, se verá que um outro indicador, relacionando os produtos efectivo e potencial, fornece o esboço de um ciclo completo em Portugal, e atira o ponto mais baixo da recessão dos anos noventa para 1994 e 1995. Um só indicador não é bastante para correctamente caracterizar a conjuntura e delimitar as suas fases.

II — Noção substantiva de recessão

6. O diagnóstico de recessão requer *looking at everything*, atitude recomendada em 1970 por Samuelson.⁵ Isto é, informação extensa, diversificada, oportuna, cruzando várias fontes. Informação que vai muito para além da singela variação real do produto trimestral efectivo e da arbitrária fronteira zero pretensamente distintiva de fases conjunturais.

Em geral, e o mesmo se exige em qualquer outra fase do ciclo económico, o diagnóstico não deve ser reduzido a uma única medida, sob risco de se cometer lapsos de avaliação conjuntural e de se cair em correlativo atraso no

redoseamento de certos instrumentos de política de estabilização, pressupostamente *activa*, que é a posição que moderadamente assumo, adiante, na parte IV.

Deve o diagnóstico considerar indicadores de *pressão* e *composição* do PIB ou, com mais interesse, da *procura global*, interna (consumo, investimento, sector público) e externa (exportações). E da *oferta* global (PIB e importações). Indicadores de emprego e desemprego. Indicadores de *clima*, *confiança* e *perspectivas* dos agentes económicos (inquéritos de opinião).⁶ Indicadores de inflação, mercado cambial, mercado monetário e financeiro, taxas de juro. Indicadores de conjuntura internacional, particularmente influente numa economia aberta como é a portuguesa...

Além disso, não parece que uma atilada percepção da entrada e da saída de uma recessão, como de uma expansão, possa dispensar o profundo conhecimento da história e das teorias explicativas dos ciclos económicos.⁷

É por sensibilidade e pela devida ponderação de todos os indicadores que se chega ao diagnóstico substantivo de recessão — conceito para o qual dificilmente haverá definição precisa, rígida e convencional. Perder-se-á, assim, a simplória e prática comodidade da noção aritmética, mas ganhar-se-á justeza e consistência. E ver-se-á que se conclui poder um país, como Portugal, entrar em recessão e dela sair sem evidenciar taxas negativas de variação real do PIB efectivo em dois trimestres consecutivos.

7. Muitos dos indicadores estão ignorados ou menosprezados na noção aritmética de recessão. Ignorada está, por exemplo, a eventual existência dos chamados indicadores *sintéticos*⁸ de conjuntura representativos de agregados fundamentais, outros para além do PIB, como o consumo ou a FBCF, que

É por sensibilidade e pela devida ponderação de todos os indicadores que se chega ao diagnóstico substantivo de recessão. Perder-se-á, assim, a simplória e prática comodidade da noção aritmética, mas ganhar-se-á justeza e consistência. E ver-se-á que se conclui poder um país, como Portugal, entrar em recessão e dela sair sem evidenciar taxas negativas de variação real do PIB efectivo em dois trimestres consecutivos.

decorrem de metodologias relativamente apuradas e gozam de considerável significância e oportunidade. Quando muito, pela elevada correlação com o PIB, poderá admitir-se que algumas das outras variáveis relevantes estão implicitamente representadas na noção aritmética de recessão. Mas nem a correlação significa relação exacta, a ponto de se prescindir dos indicadores correlacionados, nem ela consente que se deixe por tratar o problema do valor crítico *zero*, ou seu congénere.

Tais correlações suscitam, aliás, alguns cuidados de leitura das séries cronológicas e dos indicadores conjunturais. É o que, de algum modo, ilustrativamente regista Robert Lucas (1994, p. 217) no seu *Understanding Business Cycles*, quando sumaria sete elementares *co-movements* cíclicos do produto e de outros agregados e, ao mesmo tempo, adverte que, não obstante tais regularidades e recorrências, *business cycles are all alike*.

A diferentes *co-movements*, ou a diferentes modos de os tratar, se referem Blanchard e Fischer (1990, pp. 15-20).

Obviamente, o ciclo do desemprego anda ao contrário do ciclo do produto e a conhecida *lei de Okun* é a expressão mais conseguida desta relação, ainda que *the three-to-one ratio no longer approximated reality*.⁹

Para Portugal, valerá a pena ter presente três especificidades, dentro da

⁵ Citado e comentado criticamente por Sargent e Wallace (1976) pp. 104-106, tendo em vista a rejeição da política macroeconómica assente em *looking at everything, responding to everything*. Curiosamente, no seu mundialmente conhecido *Economics*, Samuelson rende-se à noção aritmética de recessão, quando o não havia feito anteriormente (*vide* 14.ª ed., 1993, pp. 654, 848, 863, *versus* 11.ª ed., 1980, p. 241).

⁶ O INE publica inquéritos mensais de conjuntura à Indústria Transformadora; ao Comércio; à Construção e Obras Públicas. Recolhe ainda o Inquérito de Conjuntura ao Investimento e o Inquérito ao Emprego. A Comissão Europeia produz, igualmente, diversos inquéritos de opinião (designadamente aos consumidores) que relevam para Portugal.

⁷ Para um *survey* geral sobre ciclos económicos, veja-se, com utilidade, Zarnowitz (1985). Para aprofundamentos, veja-se Gordon e Klein (1965), Blanchard e Fischer (1990), Lucas (1994), Stadler (1994).

⁸ Pinheiro e Melro (1992) estimam indicadores sintéticos coincidentes mensais para os três agregados PIB, consumo privado e FBCF da economia portuguesa, 1971-92. Definem indicador *sintético* associado a uma variável como «a combinação de indicadores que melhor permitem acompanhar a sua evolução» (p. 200).

⁹ Okun fez a sua estimativa a partir de dados dos anos 50. Nos dizeres do próprio Okun (1981), p. 228: «A quantitative relation between unemployment and real output must depend on the duration and severity of the typical cycle and on the size of tolls in the labour market. Those forces jointly determine the willingness of employers to tolerate on-the-job underemployment during periods of recession and slack.» Sobre estimativas do *coeficiente de Okun* para a UE (1,86) e para os Estados-membros, veja-se Comissão Europeia (1995) n.º 60, pp. 43-44. Para Portugal, a estimativa é 1,96, isto é, por exemplo, quando o *gap* do PIB for negativo da ordem dos 2% (produto efectivo cerca de 98% do *trend*), a taxa de desemprego estará *grosso modo* 1 ponto percentual acima da taxa natural de desemprego.

regra geral que se verifica na maioria dos países. A taxa de desemprego vem fazendo a sua trajetória *grosso modo* simétrica à do ciclo do produto com *atraso de cerca de um ano*.¹⁰ As recessões e expansões são, em geral, mais agudas no investimento privado do que no produto, e neste mais do que no consumo.¹¹ O coeficiente de Okun é aproximadamente igual a 2 segundo estimativa da Comissão Europeia.

8. Pela sua importância, justifica-se dedicar os pontos 8 e 9 aos indicadores de *pressão conjuntural*. Respondem à questão, digamos estática, de saber se a economia *está* a produzir, no período em causa, acima ou abaixo de certos valores de referência. Basicamente, comparam o nível *efectivo* do PIB com o seu nível *potencial* ou de *pleno-emprego*, e avaliam os desvios absoluto e relativo do trimestre. Em alternativa, a comparação é muitas vezes feita com uma *tendência* calculada sobre um longo prazo. Um desvio negativo pode indicar *recessão, depressão, slump, recuperação*, conforme o ponto da curva de evolução do PIB em que se esteja (por isso, a análise dinâmica é mais completa) e conforme a leitura de vários outros indicadores diferentes do PIB. Do mesmo modo, *mutatis mutandi*, um desvio positivo pode indicar *recuperação, expansão, boom, afrouxamento, recessão...*

Os indicadores de *pressão conjuntural* respondem ainda à questão, digamos dinâmica, de saber se a economia *vem estando* a crescer mais depressa ou mais devagar do que o crescimento médio consentido pelo produto potencial ou pela tendência. E, portanto, se está *em vias estabilizadoras de aproximação ao produto potencial ou à tendência*, seja do lado inferior (indícios de *relançamento* ou *recuperação*), seja do lado superior (indícios de *arrefecimento, afrouxamento, desaceleração*, ou mesmo de *recessão*). Ou se está *em vias instabilizadoras de afastamento*, seja para baixo (indícios de *afrouxamento, reces-*

são ou mesmo depressão, slump), seja para cima (indícios de *expansão, aquecimento, aceleração, boom*). Basicamente, comparam as taxas de crescimento real do PIB efectivo e do PIB potencial ou da *tendência* ($\hat{y}_{t-2}, \hat{y}_{t-1}, \hat{y}_t$ versus a média de \hat{y}_{pot} ou a média de \hat{y}_{tend}), ao mesmo tempo que atende às posições de y acima ou abaixo de y_{pot} ou da *tendência*.

9. Há diversos métodos e diferentes estimativas do PIB *potencial*, bem como do PIB *tendencial*. É difícil, quanto ao produto potencial, assentar em estimativas robustas e de relativo consenso. O que se torna particularmente útil, quanto a ambos, é poder projectá-los para o futuro.

Um outro problema de natureza prática surge quando tarda muito — como é regra entre nós, facto já aludido acima — a publicação de estatísticas do PIB *efectivo* ou de seus sucedâneos *coincidentes* ou *avançados*. Muitas vezes acontece que, quando elas estão disponíveis, já a inflexão se deu e está notoriamente instalada a nova fase da flutuação económica.

A noção de produto *potencial* liga-se a *níveis* e *ritmos* de crescimento teóricos do PIB, não inflacionários, sustentáveis em prazo médio/longo, usualmente calculados através de uma *função produção* que congrega o stock de capital, a eficiência do trabalho e o emprego potencial, este, por sua vez, função da população activa e da taxa *natural* de desemprego («*non-accelerating wages rate of unemployment*»).¹²

A noção de produto *tendencial*, por seu lado, fornece *níveis* e *ritmos* de crescimento teóricos do PIB, mediante ajustamento estatístico calculado sobre longas séries cronológicas do PIB observado.

Reportando-nos a Portugal e se aceitássemos certas formas de calcular o PIB *potencial* e o PIB *tendencial*¹³, poderíamos realizar uma interessante digressão sobre a *pressão conjuntural* experimentada ao longo das últimas

décadas. Não esqueceríamos que a pressão da *procura global* é distinta da pressão do PIB, embora seja, por vezes, estimada aquela por esta.

O mapa anexo (coluna 3) dá-nos um exemplo de leitura conjuntural proporcionada pela estimativa dos *desvios* anuais entre produto efectivo e produto potencial, relativizados por este último [$(y-y_{pot})/y_{pot}$]. Seguindo este indicador da OCDE — que, reitera-se, não deve ser visto isoladamente — descortinar-se-ia que a economia portuguesa vem descrevendo um ciclo longo, ondulado do ponto baixo em 1984-85 (depressão provocada), ao ponto alto em 1990, voltando a um ponto baixo em 1994-95 (recessão externa, alongada e amplificada internamente).

10. A terminar esta parte II, merece breve notícia uma das tentativas mais estimulantes — pesem embora as reservas que ponho a este tipo de *matematismos* — de quantificar e mecanizar o diagnóstico antecipado de recessão, sem cair no exagero da noção aritmética, tratada na parte I: a tese de Watson e Stock.¹⁴

Começam os Autores por reconhecer os requisitos de duração, densidade, ou profundidade, e disseminação (*duration, deepness, diffusion, the three «D»*) numa abordagem eminentemente qualitativa à ideia de recessão. O conceito central é, porém, mensurável e consiste no crescimento do *estado da economia* (*E), um indicador complexo, não directamente observável. A recessão é definida em termos de dois *padrões* básicos *D1* ou/e *D2* de sequências mensais de *E. Acontecerá recessão quando *E for inferior a um valor fronteira durante 6 meses consecutivos (padrão *D1*) ou/e durante 7 de entre 9 meses, incluindo o 1.º e o 9.º (padrão *D2*). Eis de novo a questão de um valor crítico, cuja uniformização a todos os países poderá tornar-se pouco aceitável.

O modelo de Watson e Stock congrega relevantes indicadores de conjuntura, em dois agregados, um de indicadores

¹⁰ Banco de Portugal (1995), pp. 68-69, e (1996) gráfico III.29, p. 81. Para o ciclo do produto é usado o *ratio* PIB efectivo/tendência.

¹¹ Correia *et al* (1992), p. 8 ou (1993), p. 17. Constatam, em análise longa para Portugal, que o investimento tem sido duas a três vezes mais volátil do que o PIB, enquanto o consumo tem sido menos volátil do que o PIB.

¹² O cálculo do produto *potencial* levanta algumas reservas quando é usado para fins de avaliação do crescimento económico, diagnóstico das fases do ciclo e condução da política económica. Uma das maiores dificuldades reside na estimativa da taxa *NAWRU* ou *NAIRU*, como se pode ver pelo estudo da Comissão Europeia (1995), n.º 59 p. 144. A *NAIRU* para Portugal 1972/94 é aí estimada em valores anuais crescentes de 4,3% a 6,9%. Para 1993, a estimativa é 6,8% mas o intervalo de confiança a 90% é «quite large», da ordem de 3% a 20%, fruto azedo de um elaborado conceito teórico e de uma sofisticada metodologia econométrica, por combinação não-linear de variáveis estocásticas (pp. 133, 137 e 139).

¹³ Para Portugal, veja-se, entre várias outras ilustrações calculatórias: Cadilhe (1974), pp. 11-13 e 34-35, produto *tendencial* 1954-70. Marques (1990), pp. 10-17, produto *potencial* e produto *normal* 1975-89. Giorno *et al* (1995), p. 198, produto *tendencial* e produto *potencial* 1987-96.

¹⁴ Watson e Stock (1993). Para uma aplicação a Portugal, veja-se Gomes (1995). Sobre outras tentativas, veja-se Artis *et al* (1995).

avançados, outro de indicadores *coincidentes*, e está habilitado a calcular a probabilidade — ou melhor, uma certa probabilidade questionável — de ocorrer recessão a seis meses de vista, desde que, obviamente, esteja assegurada a sua alimentação estatística.

III — Recessão, défice público, Pacto de Estabilidade

11. Os défices públicos são questão técnica. Antes disso e depois disso, são também questão política e questão de opinião.

Sem delongas, num país com o nosso estágio de desenvolvimento, penso *justificar-se o défice público* em situações inequivocamente classificadas como: i) investimento público reprodutivo; ii) grandes reformas estruturais (por exemplo, reforma da Justiça ou, em geral, reforma da Administração Pública); iii) conjuntura de recessão (mais despesas públicas ou/e menos impostos). Há quem acrescente em i) as despesas de educação, ou parte delas, pelos efeitos que, no futuro, trazem ao produto potencial.

Circunstancialmente, poderá conjugar-se i), ii) e iii). Do ponto de vista de política anticíclica, tal conjugação poderá ser, aliás, recomendável, de modo que o peso de i) ou/e ii) contribuirá para mitigar o esforço requerido a iii), este por via dos estabilizadores automáticos e de medidas discricionárias.

Em país bastante mais desenvolvido, as necessidades i) e ii) estão relativamente satisfeitas e sobressai a política de estabilização com objectivos de atenuar a amplitude e a duração da fase recessiva do ciclo. Por isso, os valores críticos dos défices públicos não devem ser os mesmos qualquer que seja o país. E não chega relativizar os défices pelo tamanho do país e pela sua dimensão económica (isto é, défice público/PIB), porque isso corresponderia a dificultar ou impedir, no país mais atrasado, grandes esforços públicos no sentido de modernizar a economia, potenciar o crescimento e realizar objectivos de convergência real. Adiante, no ponto 13, se verá que o TUE parece conferir alguma abertura à consideração favorável do investimento público.

Um exemplo simples permite ver a diferença. A Bélgica tem uma popula-

Num país com o nosso estágio de desenvolvimento, penso *justificar-se o défice público* em situações inequivocamente classificadas como:

i) investimento público reprodutivo; ii) grandes reformas estruturais (por exemplo, reforma da Justiça ou, em geral, reforma da Administração Pública); iii) conjuntura de recessão (mais despesas públicas ou/e menos impostos).

Os valores críticos dos défices públicos não devem ser os mesmos qualquer que seja o país. E não chega relativizar os défices pelo tamanho do país e pela sua dimensão económica (isto é, défice público/PIB)...

Um exemplo simples permite ver a diferença. A Bélgica tem uma população equiparável a Portugal, da ordem dos 10 milhões de habitantes, mas tem um PIB 2,7 vezes superior. Logo pela regra do *défice excessivo*, (3% do PIB), a Bélgica pode fazer um défice público, em valor absoluto, 2,7 vezes o português. Todavia, a Bélgica não tem as nossas necessidades de modernização, traduzidas nas situações i) e ii). Há aqui uma falha de razoabilidade que não é simples colmatar.

ção equiparável a Portugal, da ordem dos 10 milhões de habitantes, mas tem um PIB 2,7 vezes superior. Logo pela regra do *défice excessivo*, (3% do PIB), a Bélgica pode fazer um défice público, em valor absoluto, 2,7 vezes o português. Todavia, a Bélgica não tem as nossas necessidades de modernização, traduzidas nas situações i) e ii). Há aqui uma falha de razoabilidade que não é simples colmatar.

Reconhecer-se-á que não visa este escrito fazer a apologia do défice orçamental. Mas já que se está neste ponto, sempre diria que entendo, como muitos outros o fazem, que a política orçamental e fiscal continua a ter um papel insubstituível a desempenhar nas vertentes económicas e sociais de *redistribuição* e justiça social; de *modernização e investimento público*; e de *estabilização* ou regulação conjuntural (aqui com *effectiveness* mais ou menos reconhecida, mais ou menos contestada). É claro que não deveria proporcionar *indisciplinas financeiras*, nem amplificar ciclos eleitorais, nem gerar situações de *crowding out*. Como, perguntar-se-á... A resposta não é fácil. Fácil é cair na tentação do critério uniforme dos 3%.¹⁵

12. Excessos de défices, de despesas, de cargas fiscais, de dívidas públicas, todos estamos contra isso. Mas isso não deveria levar a estar *contra o papel da política orçamental*.

Défice não é sempre sinónimo de erro ou de delapidação ou de indisciplina. Como superavit não é sempre sinónimo de virtude ou de eficiência ou de disciplina.

Talvez não ficasse mal começar por se reflectir sobre a disciplina e a responsabilidade dos políticos, quero dizer, a *indisciplina financeira* consentida, ou não, pelo sistema de governo de cada Estado-membro. Isso é uma coisa. Outra coisa é o mérito ou o demérito da política orçamental, ainda que ambas as coisas se interliguem. Em Portugal, longe vão os tempos em que havia sérias razões para se falar na necessidade de uma *ditadura das finanças públicas* a fim de restabelecer, em democracia, o respeito por normas básicas de boa e sã gestão orçamental do Sector Público.¹⁶

E talvez se devesse, também, reconhecer mais explícita e desenvolvidamente que, a par da *dimensão*, ou mesmo mais do que ela, conta a *composição* das despesas, receitas e défice. Por exemplo, num conjunto de 20 países, segundo a OCDE (1996, *graphique 4*, p. 14), prevê-se que Portugal sofra o maior aumento acumulado, entre 1990 e 98, do *ratio despesas públicas primárias/PIB* (excluindo os encargos da dívida). Isto precisa de confirmação, mas o que importa aqui referir é a sua total irrelevância para a regra dos 3% do *défice excessivo* do TUE (salvo a *flexibilização* referida, adiante, no ponto 13.) — o que, sem dúvida, não parece bem.

Em princípio, um défice em decrescendo é melhor que um défice em crescendo, como um superavit é melhor que um défice. Mas estes juízos, pacíficos que são, carecem de aprofundamento, por forma a conhecer as circunstâncias envolventes e o *modo de fazer* défice, mais défice ou menos défice. Ou seja, quais são as determi-

¹⁵ Veja-se, com proveito, uma implacável análise às regras do *défice excessivo* do TUE em Buiter *et al* (1993).

¹⁶ Cadilhe (1985), pp. 536-537.

Défi ce não é sempre sinónimo de erro ou de delapidação ou de indisciplina. Como superavit não é sempre sinónimo de virtude ou de eficiência ou de disciplina.

Talvez não ficasse mal começar por se reflectir sobre a disciplina e a responsabilidade dos políticos, quero dizer, a *indisciplina financeira consentida*, e não, pelo sistema de governo de cada Estado-membro. Isso é uma coisa. Outra coisa é o mérito ou o demérito da política orçamental, ainda que ambas as coisas se interliguem.

talvez se devesse, também, reconhecer mais explícita e desenvolvidamente que, par da *dimensão*, ou mesmo mais do que ela, conta a *composição das despesas, receitas e défi ce*.

Nem todo o défi ce é mau. Menos impostos ou/e mais investimento público, por exemplo, pode ser razão de bom défi ce, sobretudo em época de *produto efectivo muito abaixo do pleno emprego*.

nantes do défi ce? Qual é o contexto e a fase do ciclo ou da conjuntura? Como é financiado? Que receitas públicas *não recorrentes* estão incluídas? Que despesas estão excluídas, *desorçamentadas* ou proteladas? Como desce (sobe) o défi ce? Por subida (descida) dos impostos, e quais destes? Por descida (subida) das despesas, e quais destas, as de juro, as de investimento, as de educação, as de grandes comemorações e mega-exposições, as de defesa, os estabilizadores automáticos?... Quais são as grandes reformas com impacte no défi ce, do lado da receita ou do lado da despesa? Repetindo-me, nem todo o défi ce é mau. *Menos impostos ou/e mais investimento público*, por exemplo, pode ser razão de bom défi ce, sobretudo em época de *produto efectivo muito abaixo do pleno-emprego*.

E, finalmente, talvez se devesse incluir uma palavra sobre a *verdade* do défi ce em cada Estado-membro da UE. Teria eventualmente cabimento criar qualificadas *comissões de validação do défi ce público* — ideia que transmiti, em meados de 1995, em comentário a um livro de Lucas Pires, algum tempo antes ou por alturas de se ouvir falar das designadas *contabilidades criativas*. Acaso não existisse o Tribunal de Contas (ainda bem que existe), seria muito mais convicto a recomendar que o País desse o exemplo e tomasse a iniciativa de instituir uma tal *comissão*

independente de especialistas, a quem caberia identificar e integrar eventuais *défi ces ocultos* e *dívidas ocultas* e contribuir para a transparência e a credibilidade das finanças públicas. E viria a propósito lembrar que, pelo artigo 3.º do Protocolo relativo aos Défi ces Excessivos, anexo ao Tratado da União Europeia, está o Estado português obrigado a certificar-se de que os procedimentos nacionais na área orçamental lhe permitem cumprir os critérios estabelecidos e a prestar à Comissão informações, obviamente fidedignas, sobre os seus défi ces programados e verificados e os níveis da sua dívida.

13. As regras do *défi ce orçamental* e da *dívida pública*, estabelecidas no Tratado da União Europeia (Maastricht, 1992), parecem acomodar alguma flexibilização, para acorrer a ordens de situações: 1) Seja pela tendência demonstrada de baixa do défi ce e/ou da dívida pública e de aproximação aos valores de referência de 3% e 60% do PIB, respectivamente. 2) Seja pelas causas do défi ce, com destaque para 2.1) conjunturas de recessão e 2.2) «despesas públicas de investimento», parecendo vislumbrar-se a eventualidade de ser invocável uma medição especial como o *défi ce ciclicamente ajustado*,¹⁷ ou ser desdobrável o défi ce *global* em *défi ce corrente* e *défi ce de investimento*, com correlativa aplicação da *regra-de-ouro* das finanças

públicas, ou ser destacável o défi ce *primário* (sem juros de dívida), o que, nuns casos ou noutros, se afigura particularmente importante para Portugal. 3) Seja pela consideração de «todos os outros factores pertinentes», o que dá indefinida margem de manobra. 4) Seja, enfim, pela ponderação do Conselho que «decidirá, depois de ter avaliado globalmente a situação, se existe ou não um défi ce excessivo», o que abre inteiramente o leque da discricionariedade. É o que se conclui de uma leitura plausível dos números 2.a), 2.b), 3. e 6. do artigo 104.º-C do TUE.

O que será, para efeitos daquela situação 2.1), uma recessão? E uma recessão profunda?¹⁸ A questão é crucial. Se a Europa alinhar pela noção *aritmética* apresentada na parte I, e se ela for única e idêntica para todos, estar-se-á a prejudicar os países mais atrasados já que estes aspiram, naturalmente, a crescer a taxas bastante superiores às dos parceiros mais desenvolvidos, e, conseqüentemente, poderão sofrer autênticas recessões ainda que mantenham taxas positivas de crescimento do PIB.

Dá que pensar, por conseguinte, a responsabilidade de quem tenha de acordar e subscrever, se for caso disso, por Portugal, o modo de definir recessão, recessão profunda, depressão. Se, de todo em todo, por razões de ordem prática, ou para fins, por exemplo, institucionais, ou de tratado a nível da União Europeia (n.º 14 do artigo 104.º-C), ou de pactos de estabilidade, for inevitável uma formal definição de recessão, então que se cuide em *conjuguar* mais do que uma medida da conjuntura e em *relativizá-las* devidamente (por exemplo, a marca zero, ou qualquer outra, não deverá ser uniformemente aplicada a todos os países).

14. Com isto, estou a dizer que não me dou bem com certos objectivos e restrições que constam do projecto de *Pacto de Estabilidade e Crescimento* (*draft*, versão de Março de 1997).

¹⁷ A Comissão Europeia (1995, n.º 60), pp. 57-90, calcula o *défi ce ciclicamente ajustado*, para fins de acompanhamento, nos termos do TUE, da situação orçamental de cada Estado-membro. Em Portugal, aquele défi ce em percentagem do PIB efectivo atingiu, após adesão à UE, o mínimo em 1989 (-4,0%) e o máximo em 1991 (-8,1%); e o défi ce sem ajustamento cíclico, também em percentagem do PIB, atingiu o mínimo em 1989 (-2,7%) e o máximo em 1993 (-7,1%). Em anos de recessão e inícios de recuperação, o défi ce *ajustado* é menor do que o *défi ce não ajustado ciclicamente*. Assim aconteceu nos anos 1983-87 e, mais tarde, em 1993-95 e ligeiramente em 1996.

Sobre como medir os défi ces públicos, veja-se, por todos, a colectânea de escritos editada por Blejer e Cheasty (1993), especialmente Vito Tanzi (pp. 13-20) que aconselha evitar-se *one-number measures of the deficit*, tal como o faz Buiter (1985), p. 61, cit.

¹⁸ A questão não é inédita. A «Lei Gramm-Rudman-Hollings» ou *Balanced Budget and Emergency Deficit Control Act of 1985* previa a suspensão das metas do défi ce orçamental nos Estados Unidos em caso de *recessão*, o que requereu definições aritméticas. A lei sofreu diversas vicissitudes e vários incumprimentos. Veja-se Zarnowitz e Moore (1991) e Mc Nees (1991), pp. 151-153.

Em sede de finanças públicas sólidas, pretende-se fixar uma regra de *orçamento equilibrado* (ou excedentário) em *tendência de médio prazo*. Ora, se uma tal regra confere agilidade e se revela positiva sob certos ângulos de apreciação, já se afigura criticável sob outros pontos de vista. É verdade que a regra não impedirá a gestão *activa* da política orçamental *anticíclica*, ao admitir um défice, no seguimento do TUE, até 3% do PIB em caso de *ciclo normal*. E ao prever, a título excepcional e temporário, a ultrapassagem deste limite em caso de *circunstância* ou *ciclo anormal*, isto é, quando: a) ocorrer «circunstância excepcional não controlável pelo Estado-membro» (por exemplo, um choque exógeno negativo como o foi o *oil shock* ou poderá ser uma catástrofe natural); b) ou ocorrer *recessão grave*, caracterizada, em geral, como um decréscimo anual do PIB de, pelo menos 2% em termos reais; c) ou existirem outros elementos justificativos do défice excessivo, como *recessão abrupta* (não definida no *draft*), ou nível do produto efectivo sensivelmente abaixo do nível tendencial (desvio não quantificado no *draft*), ou outros não especificados.

Impondo o equilíbrio orçamental em média ou tendência, o Pacto exigirá *orçamentos superavitários* em conjunturas de expansão de modo a compensar *orçamentos deficitários* em conjunturas de recessão. É uma matemática incontornável. Todavia, emergem duas ordens de razões que, na óptica de um país como Portugal, tornam aquela regra inadequada ou mesmo injusta. Primeiro, omite-se qualquer referência expressa ao *investimento público* e às *reformas estruturais* como causas meritórias de défice público (*vide* pontos 11 e 13, *supra*), e, portanto, não se tomam as respectivas despesas públicas como componentes a expurgar ou, pelo menos, a tratar com ponderação muito favorável na regra do orçamento tendencialmente equilibrado. Segundo, a noção aritmética de *recessão grave*, assente na marca 2% de quebra real anual do PIB, revela-se insuportavelmente exigente (*vide* pontos 3 e 13, *supra*), além de ser tecnicamente rudimentar (*vide* partes I e II, *supra*).

O que será uma recessão? E uma recessão profunda? A questão é crucial. Se a Europa alinhar pela noção aritmética apresentada na parte I, e se ela for única e idêntica para todos, estar-se-á a prejudicar os países mais atrasados já que estes aspiram, naturalmente, a crescer a taxas bastante superiores às dos parceiros mais desenvolvidos, e, conseqüentemente, poderão sofrer autênticas recessões ainda que mantenham taxas positivas de crescimento do PIB. Dá que pensar, por conseguinte, a responsabilidade de quem tenha de acordar e subscrever, se for caso disso, por Portugal, o modo de definir recessão, recessão profunda, depressão.

...não me dou bem com certos objectivos e restrições que constam do projecto de Pacto de Estabilidade e Crescimento (*draft*, versão de Março de 1997).

...emergem duas ordens de razões que, na óptica de um país como Portugal, tornam aquela regra inadequada ou mesmo injusta. Primeiro, omite-se qualquer referência expressa ao investimento público e às reformas estruturais como causas meritórias de défice público. Segundo, a noção aritmética de recessão grave, assente na marca 2% de quebra real anual do PIB, revela-se insuportavelmente exigente, além de ser tecnicamente rudimentar.

Salvo melhor opinião, o projecto de Pacto pode ser considerado mais duro e restritivo do que parece decorrer do espírito e da letra do citado artigo 104.º-C do TUE (*vide* ponto 13, *supra*).

Ainda quanto à marca de 2% de decréscimo real do PIB, e apenas para exemplificar, de forma muito simples, a necessidade de *relativização* quer pela tendência de crescimento quer pelo nível de desenvolvimento de cada país, lembremos que Portugal apresenta um PIB *per capita* igual a cerca de 70% da média da UE, em 1996, e um diferencial médio de crescimento igual a + 1% nos anos 1979-98 (excluindo os anos 1983, 84 e 85 de incidências extraordinárias da 2.ª «carta de intenções» e avaliando, em aproximação expedita, o diferencial pela média aritmética da coluna 2 do quadro anexo). Donde, sem mais laboração em torno do tema, *recessão grave* deveria ter a fronteira -1% para Portugal, e não -2%, e défice excessivo deveria ser ponderado, no seu limite e no seu conteúdo, por um critério que relevasse devidamente o desnível de 30% da capitação do produto.

Sobre a probabilidade empírica de ocorrer recessão grave em países da UE-15, registe-se que, em vinte anos, 1979-98, isto é, 300 observações, somente se verificou cinco vezes uma quebra real de 2% ou mais do PIB (RU 1980 e 1991, Finlândia 1991 e 1992, Suécia 1993). O projecto de Pacto faz das *recessões graves* um acontecimento raro.

IV — Recessão grave, défice público, política anticíclica ¹⁹

15. Releva ver mais de perto o caso de *recessão grave*, na forma de dizer do próprio projecto de Pacto de Estabilidade, a fim de ventilar alguns aspectos das políticas monetária e orçamental de estabilização que lhe sejam aplicáveis.

Tipicamente, numa economia em *depressão* ou *recessão grave*, as empresas e as famílias exibem generalizada falta de confiança. Auto-alimentam-se as expectativas de pessimismo. A procura global enfraquece e apresenta taxas de variação negativas. Os inquéritos de conjuntura aos empresários antecipam andamentos divergentes das encomendas e dos *stocks*, aquelas em quebra e estes numa simétrica acumulação. As intenções de investimento privado são baixas e o investimento realizado acusa diminuições. O produto efectivo desvia-se, em nível e em taxa de crescimento, para baixo do produto potencial, a economia afasta-se do pleno-emprego dos recursos, sobe a taxa de desemprego e desce a taxa de utilização das capacidades produtivas instaladas (esta mais depressa do que aquela se no país houver relativa rigidez da escala laboral das empresas). Mostra-se debilitada a inflação. Baixam as taxas nominais e reais de juro, em ritmos geralmente desiguais, aquelas provavelmente mais do que estas, e abunda a liquidez, situação facilitada, aliás, pelos esforços de relançamento conjuntural do Governo e do Banco Central. ²⁰ Sobem os incum-

¹⁹ São de uso relativamente indiferente as expressões política de estabilização, política anticíclica, política económica conjuntural, política macroeconómica de curto prazo, política de regulação macroeconómica, política de ajustamento conjuntural e outras variantes em torno dos mesmos termos.

²⁰ Supondo que a recessão profunda é *indesejada*. Caso diferente será o de uma recessão *provocada* por uma política de estabilização que pretenda, por exemplo, puxar rápida e drasticamente a inflação para baixo (Portugal, primeira metade dos anos 90) ou forçar o reequilíbrio da balança externa (Portugal, 1983-84).

primentos nas operações de crédito e avolumam-se os processos falimentares, pré-falimentares e seus sucedâneos. Quer por efeito dos *estabilizadores* automáticos e intrínsecos, quer, em alguns países, por moras das empresas nas entregas de impostos e contribuições, de sua conta ou de retenção na fonte, quer, obviamente, por deliberado accionamento de medidas de política orçamental (mais despesas e/ou menos impostos), alarga-se o défice público...

16. Ora, o défice público parece ser, então, para os não-*monetaristas* puros, um caminho recomendável e o seu financiamento por emissão de dívida pública junto do sector privado não induz o chamado efeito de *crowding-out* (*displacement of privat economic activity by public economic activity*) porque, naquelas circunstâncias de recessão grave, não há pressão da procura nem há falta de liquidez.²¹

As conjunturas *propícias* ao fenómeno de *crowding-out* originado pelo Estado são, por exemplo: i) pleno-emprego e expansão continuada; ii) *mix* de política orçamental expansionista e política monetária contraccionista, ou qualquer outra situação de *secura* relativa de liquidez (*monetary crowding-out*); iii) oferta global inelástica (*inflationary crowding-out*).

Uma recessão profunda *indesejada* não corresponde a nenhuma destas situações i), ii), iii). E se, numa tal conjuntura depressiva, com o país muito abaixo do pleno-emprego, a política orçamental visar o relançamento económico em contexto, porém, de política monetária contraccionista (ou seja, abundância de recursos *reais* disponíveis mas escassez de moeda e crédito), então, na esteira de Buitter,²² poder-se-á falar, com mais propriedade, em *crowding out do sector privado pela política monetária restritiva*, e não tanto de *crowding out* pela política orçamental de recuperação.

Em economia aberta e integrada na UEM, como é ou tende a ser, cada vez mais, a economia portuguesa, os problemas de *crowding-out* perdem grande parte da sua acuidade a nível nacional

mas podem adquirir-la a nível da União Monetária quando esta esteja em sincronia de ciclo conjuntural de todos os Estados-membros.

17. Generalizadamente, os economistas condenam o financiamento do Estado junto dos Bancos Centrais (*monetização*). Todavia, em época de recessão grave, o financiamento do Estado no mercado primário da dívida pública, junto do sector privado, pode equivaler, afinal, a uma forma mitigada de *monetização dos défices orçamentais*. E isto pode ser assim, graças à liquidez *consentida ou provocada* pelos Bancos Centrais (ou pelo Sistema Europeu dos Bancos Centrais, em plena vigência da moeda única, na União Europeia). Outro comportamento seria pressupor a *perversão* ou a falha de visão das autoridades monetárias numa conjuntura *indesejada* de séria recessão ou depressão.

É uma circunstância grave, diferente, pois, da que é pressuposta por Blinder (1983, p. 333), na sua interessante tabela de *teoria dos jogos* aplicada à política de estabilização com dois *policymakers* independentes, em que o mais plausível resultado de comportamentos, por hipótese, não coordenados mas inteligentes do Banco Central e do Governo é um *mix* de política monetária de contracção e política orçamental de expansão (*tight money with loose fiscal policy*).²³

A questão está, assim, no grau de independência, coordenação e articulação das políticas anticíclicas conduzidas por autoridades relativamente autónomas. Ou seja, por compreensíveis exigências de conjuntura e de interesse público, poderá haver, nessas circunstâncias de recessão grave, uma conjugação de esforços e políticas:

- a) os Governos fazem défices orçamentais, financiados junto do público;
- b) abstêm-se os Bancos Centrais de esponjar a liquidez relativamente abundante; não evitam que desçam as taxas de juro;
- c) se necessário, os Bancos Centrais fazem operações de «open-mar-

ket»: compram dívida pública no mercado secundário, manejando a política monetária com respeito pelos pergaminhos de autonomia.

Ora, a *conjunção de a) e c)* redonda em financiamento do défice por criação de moeda; e *a) e b)* redonda, indirectamente, no mesmo, por via de não destruição de moeda. O caminho é, contudo, mais correcto do que o financiamento por curto-circuito Governo/ Banco Central. Salvaguardam-se as responsabilidades e atribuições. Reduz-se a probabilidade de erros no diagnóstico e na gestão da política macroeconómica.

18. Ter-se-á presente, porém, que o *objectivo primordial* do Sistema Europeu dos Bancos Centrais (SEBC) é a *estabilidade de preços*, conforme estabelece o número 1 do artigo 105.º do TUE. E que só subalternamente, *sem prejuízo do objectivo da estabilidade de preços*, apoiará o SEBC as políticas económicas gerais e, entre elas, a política anticíclica dos Governos dos Estados-membros.

A autonomia da política monetária e a independência dos seus responsáveis são imperativamente previstas no TUE. Por exemplo, o artigo 107.º determina que o SEBC, o Banco Central Europeu (BCE) e os Bancos Centrais nacionais (BC) não poderão receber instruções de organismos comunitários nem dos Governos nacionais.

Decorre do exposto que o BCE e os BC, integrantes do SEBC, deterão um enorme poder e uma pesada responsabilidade sobre o futuro da Europa, nomeadamente sobre as fases de recessão e prosperidade e os níveis de *bem-estar* de todos os países da UE. Desagua-se, por estes caminhos, em questões eminentemente políticas.

Em plena vigência da moeda única poderá haver momentos difíceis, delicados, extremamente tensos, entre os Governos e o SEBC. Muito provavelmente, assim ocorrerá quando for preciso identificar se se está, ou não, em recessão. Seguramente assim acontecerá quando estiver em causa distinguir entre recessão e recessão grave.

²¹ Em defesa do impacto macroeconómico dos défices orçamentais, financiados por empréstimos públicos, quando a economia se encontra abaixo do pleno emprego, veja-se, entre nós, com interesse, Cavaco Silva (1986), especialmente, pp. 10-20. Mais em geral, com posições pró e contra os défices públicos, em textos de largo espectro, veja-se, também com interesse, Federal Reserve Bank Kansas (1995).

²² Buitter (1977), p. 313, refere-se ao modelo IS-LM em economia fechada. Uma recessão profunda corresponderá à faixa *horizontal* da curva *LM*, ao passo que situações de «crowding out» poderão ocorrer na faixa *vertical* da mesma curva *LM*.

²³ Blinder assume o conceito de *Nash equilibrium* num jogo de duas pessoas de soma não nula. Cada jogador tem duas estratégias alternativas (contracção ou expansão) e sabe que o outro sabe o que ele prefere. E o modo como actuam leva a que as suas estratégias sejam mutuamente consistentes e, nesse sentido, converjam em equilíbrio.

A autonomia da política monetária e a independência do SEBC (incluindo o BCE e os BC nacionais) parecem ter carácter absoluto. Mas será que, igualmente, o deve ter o objectivo da *estabilidade de preços*? A resposta passará por considerações de equilíbrio circunstancial e também pela teoria e política macroeconómica, de qualquer modo desde já suscitando, por razões de cidadania e clarividência, que se ponha, em abstracto e *a priori*, a hipótese de erro ou miopia das autoridades monetárias.

Ademais, levar-nos-ia isto a discorrer sobre *questões de princípio* a nível de sistemas de governo e, bem assim, de representatividade democrática e responsabilidade dos titulares dos poderes executivo e legislativo em cada Estado-membro. Questões essenciais que, por certo, ganharão uma inédita e, por ora, despercebida acuidade no processo de construção política da União Europeia.

19. A inflação demasiado baixa faz barreira ao *pleno-emprego*. É esta a minha convicção. Sei que distintos economistas pensam de modo diferente, sobretudo para o longo prazo, que é algo indeterminável, mas, por mim, julgo que há o dever de interrogar as consciências dos políticos: Queremos mesmo menos inflação, menos crescimento e mais desemprego? É uma questão de equilíbrio e de *grau*, que se põe com toda a crueza. E trata-se de uma opção profundamente política, antes de ser do domínio da política macroeconómica. Não sugiro que se adoptem políticas inflacionistas.²⁴ Sugiro é que se contrabalancem as chamadas convergências real e nominal. A política de inflação quase zero é, a meu ver, particularmente inquietante quando coincide com uma recessão, que aliás se antecipava, e ambas se interpotenciam, daí resultando mais conseguida a desinflação e muito mais ampliada a recessão. Em vez de política *anticíclica*, em parte o que se fez foi política *procíclica*, nomeadamente nas vertentes monetária e cambial. A economia abandonou o pleno emprego — com que custos de *bem-estar*? — e amoleceu o crescimento do

produto, do investimento produtivo e da produtividade. Veja-se, no gráfico e quadro anexos, a evolução de indicadores *reais* para o nosso país nos anos 1991-95. A FBCF de equipamentos caiu 19% acumulando 1993 e 1994. O diferencial de crescimento do PIB relativamente à UE perdeu terreno, foi perto de zero em 1992 e 1995, negativo em 1993, pesadamente negativo em 1994. Em recente relatório²⁵ da Comissão Europeia dedicado a Portugal pode ler-se: «Durante a expansão entre 1986 e 1992, o crescimento real do PIB foi significativamente superior ao da média da UE, mas a ulterior recessão trouxe crescimentos substancialmente menores. A recessão revelou-se mais forte e mais demorada em Portugal do que em qualquer outro país da UE, travando e mesmo invertendo, temporariamente, o processo de convergência (real). A diminuição da performance da economia portuguesa após 1990 é também digna de nota no que respeita aos ganhos anuais de produtividade(...)». Medindo a produtividade pelo indicador *PIB por empregado*, o diferencial de crescimento médio anual Portugal-UE foi + 2% em 1986-90 e - 0,2% em 1991-95.

Há quem afirme que estes anos de aperto serviram para mudar estruturalmente a economia e criar condições para que se siga bom e sólido crescimento do País. Precisamente aí reside a dúvida, para outros entre os quais me incluo.

20. Isto convida-nos a reflectir (adivinho que o leitor o haja feito tantas e tantas vezes...) sobre o *direito a dizer não* a uma política *deflacionária*. Tal como o *direito a dizer não* a uma política *inflacionária*. O TUE só consagra verdadeiramente o segundo direito, convertendo-o, aliás, em *dever* para o SEBC. Bem sei que o equilíbrio de ambos é muito difícil, mas esta subalternização, a meu ver, não joga bem no conjunto das ideias e dos anseios de progresso de um país como Portugal.

Especificamente para a economia portuguesa, inflação quase zero em muitos anos pode ser um problema.

A inflação demasiado baixa faz barreira ao *pleno-emprego*. É esta a minha convicção. Sei que distintos economistas pensam de modo diferente, sobretudo para o longo prazo, que é algo indeterminável, mas, por mim, julgo que há o dever de interrogar as consciências dos políticos: Queremos mesmo menos inflação, menos crescimento e mais desemprego? É uma questão de equilíbrio e de *grau*, que se põe com toda a crueza. E trata-se de uma opção profundamente política, antes de ser do domínio da política macroeconómica.

Isto convida-nos a reflectir (adivinho que o leitor o haja feito tantas e tantas vezes...) sobre o *direito a dizer não* a uma política *deflacionária*. Tal como o *direito a dizer não* a uma política *inflacionária*. O TUE só consagra verdadeiramente o segundo direito, convertendo-o, aliás, em *dever* para o SEBC. Bem sei que o equilíbrio de ambos é muito difícil, mas esta subalternização, a meu ver, não joga bem no conjunto das ideias e dos anseios de progresso de um país como Portugal.

Não pela ausência de inflação em si, mas pelo que ela pode pressupor, por exemplo, de moeda excessivamente forte para a nossa estrutura produtiva. Pode provocar deslocação da tendência de crescimento do produto efectivo português sistematicamente para baixo. Por este efeito, descera também a tendência do futuro produto potencial, que, evidentemente, é alimentado pelo nível e pela composição do produto efectivo de anos passados.

O que deve preocupar os portugueses não é, claro que não é, inflação baixa ou estabilidade de preços, mas sim compaginar *inflação quase zero graças a moeda forte, com bom crescimento económico e pleno emprego*,²⁶ nas concretas condições de Portugal, em contexto

Em 1997
nuvia
△

²⁴ Sobre a prioridade relativa do objectivo *inflação* face ao objectivo *desemprego*, quando o País estava em época de elevada inflação, na casa dos 20% a 30% ao ano, veja-se Cadilhe (1985) pontos 7 a 14, pp. 521-525. O panorama é substancialmente diferente quando a inflação se situa na casa de um só dígito, e mais o é quando se prefigura como inflação quase nula, ou, mais ainda, quando pode reunir os ingredientes de uma *deflação* ou recessão persistente. Sobre a ideia de *inflação bem comportada* nos países da UEM, veja-se Cadilhe (1992), pp. 101-102.

²⁵ *The Economic and Financial Situation in Portugal in the transition to EMU*, draft, 1997, p. 12.

²⁶ Os objectivos de *estabilidade de preços e pleno-emprego* são dificilmente conciliáveis. Sobre o Relatório McCracken da OCDE, que em fins dos anos 70 foi dedicado a esse tema, veja-se o demolidor comentário de Lucas (1994), pp.262-270. Veja-se, também, a estratégia de conciliação, via *cost-reducing policies*, recomendada por Okun (1981), cap. 8, e citada por Cadilhe (1985), pp. 524-525 com transposição para Portugal.

de liberalização do comércio entre a União Europeia e o exterior.

Por alguma razão, o projecto de Pacto de Estabilidade e Crescimento fala expressamente em estabilidade de preços e omite qualquer referência ao pleno-emprego.

21. Pode uma recessão curar-se a si própria. E pode até ser salutar que ocorra uma recessão, porque, por exemplo, ela contribua para limpar mecanismos económicos, repor certos equilíbrios nos mercados, acomodar choques exógenos negativos. Isto é, sendo uma *instabilidade* da economia, a recessão pode ser, em si, autocorrectora e *restabilizadora*.

Por sua vez, em alguns casos, se mal conduzida, a *política de estabilização* oferece riscos de potenciar a amplitude e a frequência do ciclo, pode, pois, ser contraproducente e destabilizadora do curto prazo. Pode, além disso, provocar efeitos nefastos no crescimento de longo prazo.

Há que reconhecer essas possibilidades.

Conforme se lhes atribua maior ou menor importância, como é sabido, propender-se-á para posições, digamos, mais *monetaristas*, de política de estabilização *passiva*, ou para posições, digamos mais *keynesianas*, de política de estabilização *activa*, ainda que esta distinção não passe inteiramente bem quando é sujeita a questões tão primárias como aquelas que, entre outros, Blanchard e Fischer (1990, p. 25 e 566) colocam a respeito da neutralidade da política de estabilização.

Obviamente, os defensores da estabilização activa repetirão, com Modigliani (1977, p. 14), a celebrada afirmação de que uma economia de mercado *needs, can and therefore should be stabilized by appropriate monetary and fiscal policies*. É aquilo que ele considera ser a mensagem prática fundamental, no domínio da estabilização, da *General Theory* de Keynes.

E no que respeita à política orçamental e fiscal, dirão com Buiter (1985, pp. 60-61) que regras sobre dívidas e défices públicos podem significar muito pouco ou quase nada: *A larger deficit may signal a loosening of fiscal policy or a tightening of fiscal policy (without which the deficit would have been larger)*

(...), *could also reflect a tightening of monetary policy with an unchanged fiscal stance. It may signal increased eventual future monetization, higher expected future taxes, lower expected future spending, or a greater probability of debt-reputation. It may also signal none of the above. To determine the significance (...) we must get away from the dangerous shortcuts of «model-free» single-figure indices of fiscal stance.*

22. Responderão, por sua vez, os adeptos de *regras*, adversários da política de estabilização *activa*, que o fundamental é evitar os efeitos nocivos da intervenção conjuntural do Estado, sujeita a lapsos de observação, diagnóstico e doseamento, a incompetências, eleitoralismos e motivações de curto prazo. Evidentemente, as *regras* devem ser razoáveis, fundamentadas e sensatas. Posto isto, a sua expressão concreta não é o mais importante. O importante é a própria existência de *regras* monetárias e fiscais que o mercado conheça e perceba, umas insensíveis ao ciclo económico, outras propiciando uma acção intrinsecamente anticíclica por via de *estabilizadores automáticos*.

A propósito, com alguma simplificação, poder-se-á discriminar a política anticíclica em estabilizadores puramente *automáticos*, estabilizadores puramente *discionários* e estabilizadores *mistos* ou de *automatismo regulável*. Os primeiros são aceites por ambas as posições, activa e não activa, da política de estabilização, embora possam ter configurações, longevidades e enquadramentos diferentes num caso e noutro. Os segundos e os terceiros — sobretudo, a intensidade do seu uso — são elementos distintivos das duas posições, caracterizando a sua presença a política keynesiana e a sua ausência a política monetarista.

Em escrito de 1980 expressivamente intitulado *Rules, discretion and the role of the economic adviser*, — nos dizeres do próprio autor, *really the only policy paper I have written* — Lucas revisita Friedman e deixa, a terminar, o seguinte conselho: *the main task of monetary and fiscal policy is to provide a stable, predictable environment for the private sector of the economy*.²⁷ Uma vez mais, é o conceito de neutralidade da política macroeconómica que divide as águas.

23. No debate *rules versus discretion*, em torno da questão do papel que cabe à política macroeconómica na influência (*passiva* ou *activa*) sobre o nível do produto, o seu ritmo de crescimento e as suas flutuações, a distinção crucial é entre, por um lado, regras constantes e estáveis (*steady rules*) para as variáveis monetárias e fiscais e, por outro, *feedback*, seja mediante regras conhecidas (*feedback rules*), seja deixando escolha às autoridades (*discretionary feedback*) — como notam, em sùmula cuidada, Estrin e Marín (1995, p. 15).

Há argumentos e advogados de peso de cada banda. E a divergência está, hoje, mais atenuada.

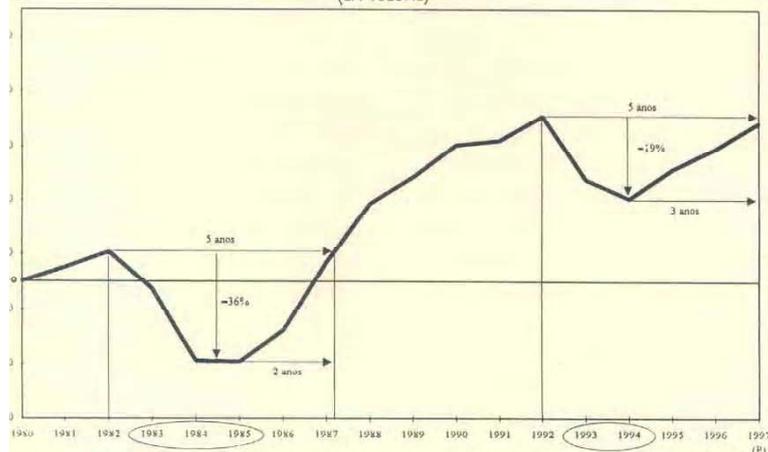
Quando pessoas qualificadas divergem sobre questões decisivas, a razão há-de estar um pouco de cada lado. E, no caso da política de estabilização, como noutros casos da política económica em geral, as diferenças tendem a ser mais de ordem relativa, ou de métodos, ou de presumível *effectiveness*, ou de ordem circunstancial e seus pressupostos, ou de convicções, do que de ordem existencial ou de ordem absoluta.

Uma recessão mal tratada pode, *por excesso* de medidas anticíclicas, gerar expansão efêmera e inflacionária, e pode, *por defeito*, afundar-se em depressão, deslizar e alongar-se por muito tempo. É sempre tempo demasiado, o tempo de recessão... sobretudo, para quem o sofre no desemprego.

Por via empírica e, igualmente, por via teórica, estou com aqueles que admitem ser melhor, em política de estabilização, cumprir a regra fundamental de *usar muitos instrumentos, um pouco de cada um, todos no mesmo sentido, todos ao mesmo tempo*. Tanto quanto possível... Sou, pois, por política de estabilização moderadamente *activa*, submetida a princípios de multiplicidade, gradualismo, sincronismo, coerência e convergência.■

²⁷ Lucas (1994), pp. 17 e 260. Sobre as *neutrality propositions* de Lucas, já que o seu texto fundamental de 1972 é duramente povoado de matemáticas e tem «highly abstract character» (1994, pp. 8 e 66-89), veja-se um *popular summary* em Sargent e Wallace (1976).

PORTUGAL — INVESTIMENTO BRUTO EM EQUIPAMENTOS
(ÍNDICES BASE FIXA 1980=100)
(EM VOLUME)



Na figura apresenta-se a evolução anual da FBCF em equipamentos (não inclui instalações, construção e habitação, obras públicas). O indicador tem significado muito especial, porque se correlaciona directamente com o acréscimo da capacidade produtiva e a modernização das empresas. Como se retira do gráfico, o investimento bruto em equipamentos sofreu duas quebras reais, em 1983-85 e 1993-94, a primeira atribuída à grave recessão provocada para corrigir o défice externo e a segunda à recessão desinflationária. Em ambas as situações, o indicador levou 5 anos a descrever a curva em U, mas na primeira fez-lo para uma quebra real quase dupla da verificada na segunda, o que poderá ser visto como menor dinamismo de recuperação da conjuntura interna e externa na 1.ª metade dos anos 90.

Fonte do gráfico: BPortugal e Comissão Europeia, publicações várias.

PORTUGAL — INDICADORES REAIS DE CRESCIMENTO ECONÓMICO E PRESSÃO CONJUNTURAL

	CRESCIMENTO ANUAL	DIFERENCIAL DE CRESCIMENTO	DESVIO AO POTENCIAL
	(1)	(2)	(3)
	%	%	%
1979	+5,6	+2,0	...
80	+4,6	+3,2	...
81	+1,6	+1,5	+2,4
82	+2,1	+1,2	+2,0
83	-0,2	-1,9	-0,7
84	-1,9	-4,2	-5,1
85	+2,8	+0,2	-5,2
86	+5,0	+2,2	-3,6
87	+5,5	+2,6	-1,6
88	+5,8	+1,6	+0,7
89	+5,7	+2,2	+3,1
90	+4,3	+1,3	+4,3
91	+2,1	+0,6	+3,8
92	+1,1	+0,2	+2,5
93	-1,2	-0,7	-1,1
94	+0,8	-2,1	-2,7
95	+2,4	-0,1	-2,7
96 (E)	+2,6	+1,0	-2,5
97 (P)	+2,9	+0,5	-2,0
98 (P)	+3,2	+0,5	-1,3

Fontes: OCDE (1996) p. A4 e A14

(E) = estimativas. (P) = projecções.

Coluna (2): (Taxa crescimento PIB Portugal — Taxa crescimento PIB UE), real anual.

Coluna (3): (PIBEfectivo — PIB Potencial)/PIB Potencial, em %. O produto potencial é estimado pela OCDE usando uma função produção que integra o stock de capital, as variações da oferta de trabalho, a produtividade dos factores de produção e a taxa de desemprego não acelerador dos salários (NAWRU). A OCDE admite (p. A74) que o produto potencial está sujeito a «importantes margens de erro».

BIBLIOGRAFIA

ARTIS, M. J., BLADEN-HOVELL, R. C., ZHANG, W. (1995) «Les Point de Retournement du Cycle Conjuncturel International (...)». *Revue Economique de l'OCDE*, n.º 24, pp. 137-177.

BANCO DE PORTUGAL (1996), Relatório de 1995. Idem (1995), Relatório de 1994.

BLANCHARD, Olivier Jean, e FISHER, Stanley (1990), *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press.

BLEJER, Mário I. e CHEASTY, Adrienne (1993), eds., *How to measure the Fiscal Deficit*, FMI.

BLINDER, Alan (1985) — «Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy», in *Modern Concepts in Macroeconomics*, pp. 330-342, ed. T. M. Havnilesty, Harlan Davidson.

BUITER (1977), WILLEM H., «Crowding out and the effectiveness of fiscal policy». *Journal of Public Economics*, Jun. 77, pp. 309-328.

BUITER, CORSETTI, G. e ROUBINI, N. (1993), «Excessive Deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht», in *Economic Policy* n.º 16, pp. 57-100.

BUITER (1985), «A guide to public sector debt and deficits», in *Economic Policy*, n.º 1. Ou in *Principles of Budgetary and Financial Policy*, Harvester Wheatsheaf, Londres, 1990, pp. 47-101.

CADILHE, Miguel (1974), «O Arranque da Inflação Portuguesa», reed. de artigo inserto no *Boletim Trimestral*, BNU n.º 91, 1972.

Idem (1985) «Estratégia Macroeconómica para Portugal», *Brotéria*, vol. 120, n.º 5-6, pp. 519-538.

Idem (1992) «Comentário» in *A Europa Após Maastricht*, Ciclo de Colóquios, Centro Cultural de Belém, Imprensa Nacional, pp. 101-106.

CAVACO SILVA, Anibal A. (1986) «Os Efeitos Macroeconómicos dos Défices Orçamentais financiados por Dívida Pública», Doc. de trabalho n.º 14, Banco de Portugal.

COMISSÃO EUROPEIA (1995), *European Economy* n.º 60, pp. 35-90 e n.º 59, pp. 125-145.

CORREIA, Isabel H., NEVES J. C., ROBALO S. (1992) «Business Cycles in Portugal: Theory and Evidence», in *The Portuguese Economy Towards 1992*, ed. AMARAL J. F. et al., Kluwer ac. Pub. Ou *Working Paper* n.º 16/93, Banco de Portugal

DIAS, Francisco Craveiro (1993), «A Composite Coincident Indicator for the Portuguese Economy», *Working Papers*, n.º 18/93, B. Portugal

ESTRIN, Saul e MARIN, Alan (1995), eds. *Essential Readings in Economics*, Macmillan Press, Londres

FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (1995) *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*

GIORNO, Claude, RICHARDSON, Pete, ROSEVFARE, Deborah, NOORD, Paul van dean «Production Potentielle, Écarts de Production et Soldes Budgétaires Structuraux», in *Revue Economique de l'OCDE*, n.º 24, 1995, pp. 179-224.

GOMES, Francisco Ferreira (1995) «An Index of Leading Indicators for the Portuguese Economy», *Working Papers* n.º 3/95, B. Portugal.

GORDON R.A. e KLEIN L. R., eds. (1965) *Readings in Business Cycles*, Irwin.

INE (1996) — *Contas Nacionais Trimestrais*, Maio 96 e Janeiro 97.

LAHIRI, Kaja e MOORE, Geoffrey H. (1991), eds., *Leading Economic Indicators — New approaches and forecasting methods*, Cambridge Univ. Press.

LUCAS, Robert E., Jr. (1994), *Studies in Business Cycle Theory*, MIT Press, 8.ª ed., B. Portugal

MARQUES, Carlos Robalo, «Produto Potencial, Desemprego e Inflação em Portugal», *Working Papers*, n.º 1/90, B. Portugal

MCNEES, Stephen K. (1991) «Forecasting cyclical turning points: The record in the past three recessions», in *Leading economic indicators*, cit., pp. 151-168.

MELRO, Francisco (1996) «Um Indicador Avançado Trimestral para o Indicador Coincidente do PIB», *Revista de Estatística*, n.º 1, INE, pp. 9-19.

MODIGLIANI, Franco (1977), «The Monetarist Controversy or, Should we Forsake Stabilization Policies», *American Ec. Rev.*, reproduzido in *Modern Macroeconomics, Major Contributions (...)* cit., pp. 114-133.

OCDE (1987), *OCDE Leading Indicators (...)* 1960-85

OCDE (1996) *Perspectives Economiques* n.º 60 Dez. 1996

OCDE (1996,a) *Main Economic Indicators*, Março 96

OKUN, Arthur M., (1981), *Prices and Quantities — A Macroeconomic Analysis*, Basil Blackwell.

PINHEIRO, M. e MELRO, F (1992), «Distribuição estocástica de séries anuais a partir de séries mensais: obtenção de indicadores coincidentes para a economia portuguesa», *Economia*, Maio 1992, pp. 199-223.

SARGENT, Thomas J., e WALLACE, Neil, (1976), «Rational Expectations and the Theory of Economic Policy», *Journal of Monetary Economics*, reproduzido in *Modern Macroeconomics, Major Contributions to Contemporary Thought*, ed. Korfias e Thorn, Harper e Row, 1979, pp. 103-113.

STADLER, Georg W. (1994), «Real Business Cycles», in *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXII, Dez.º, pp. 1750-1783

STOCK, James H. e WATSON, Mark W. (1993) «A procedure for predicting recessions with leading indicators: Econometric issues and recent experience», in Stock and Watson, eds, *Business Cycles, Indicators and Forecasting*, Univ. Chicago Press.

VILARES, Manuel, LOPES, António, MELRO, Francisco e TEDDORO, Filomena (1996) *Análise de Conjuntura — Estudo Metodológico*, Min-Economia.

WEBB, Roy H. (1991) «On predicting the stage of the business cycle», in *Leading Economic Indicators*, cit., pp. 109-127.

ZARNOWITZ, Victor (1985), «Recent Work on Business Cycles in Historical Perspective: A Review of Theories and Evidence», in *Journal of Economic Literature*, Vol. XXIII, Jun., pp. 523-580.

ZARNOWITZ e MOORE, Geoffrey H. (1991) «Forecasting recessions under the Gramm — Rudman — Hollings law», in *Leading economic indicators*, cit., pp. 257-274.