Défices Orçamentais e a Arquitectura da Política Orçamental na UEM

*José Luís Eusébio Marques dos Santos**

A disciplina orçamental tem estado no centro do debate das políticas públicas na União Económica e Monetária (UEM). De acordo com o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC), são exigidas restrições às políticas orçamentais dos países participantes na zona Euro. O Pacto pode ser visto como um reforço dos procedimentos introduzidos pelo Tratado de Maastricht, pelo menos no que se refere ao critério do défice.

Este novo quadro institucional tem importantes implicações para as economias europeias. O objectivo do presente artigo é proporcionar uma análise clara e crítica deste novo quadro institucional bem como das suas implicações. Para tal começa-se por analisar as condições estabelecidas no Tratado de Maastricht de acordo com a compreensão de sustentabilidade orçamental pela teoria económica. Conclui-se que os valores estabelecidos no Tratado não são suficientes nem necessários de acordo com a nossa compreensão de sustentabilidade orçamental sendo justificados sobretudo por razões políticas mais do que económicas.

Depois de uma revisão do teorema da equivalência Ricardiana como ponto de partida na análise dos défices orçamentais e das fontes dos défices nos cenários em que tal teorema não é verificado, procede-se a uma avaliação dos fundamentos lógicos, da implementação e das implicações económicas do PEC. Aspectos problemáticos são avaliados. Conclui-se que a definição da política orçamental na UEM é um processo em contínuo desenvolvimento havendo uma série de aspectos em aberto e que só serão clarificados à medida que o tempo avança.

Palavras-chave: Pacto de estabilidade e crescimento, disciplina orçamental, política orçamental, Zona Euro

* Universidade de York (Reino Unido)

1. INTRODUÇÃO

Os governos intervêm na economia por uma série de razões – na oferta de bens públicos e na correcção de falhas de mercado, na redistribuição do rendimento entre regiões e indivíduos e para estabilizar o produto ao longo do ciclo económico. Para tal, é usado um conjunto alargado de instrumentos tais como regulação, tributação e despesa pública. Influenciando as decisões dos agentes privados sobre o trabalho, a poupança e o investimento, as finanças públicas afectam o funcionamento da economia real.

A disciplina orçamental contribui para manter um ambiente económico no qual a política monetária pode alcançar com eficácia a estabilidade de preços. Não admira portanto que as regras orçamentais tenham estado no centro do debate das políticas públicas na União Económica e Monetária (UEM).

O quadro orçamental da UEM tem sido desenvolvido gradualmente. O Tratado assinado a 7 de Fevereiro de 1992 na cidade holandesa de Maastricht, define os critérios orçamentais de adesão à União Monetária. Em particular, os défices orçamentais não deverão ser superiores ao nível de referência de 3 por cento do PIB e a dívida pública não deverá ser superior ao nível de referência de 60 por cento do PIB. O facto dos países que foram admitidos na UEM não poderem ser a partir daí excluídos da participação e o receio de que, uma vez na UEM, possam cair novamente em desregramento orçamental, conduziu o então Ministro das Finanças alemão, Theo Waigel, a propor o chamado Pacto de Estabilidade. A ideia original foi no entanto abandonada e o acordo sobre as principais componentes do actual Pacto de Estabilidade e Crescimento foi alcançado no Conselho Europeu de Dublin, em dezembro de 1996. O Pacto foi formalmente adoptado no Conselho Europeu de Amsterdão, em Julho de 1997.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento pode ser visto como um reforço dos procedimentos introduzidos pelo Tratado de Maastricht, pelo menos no que se refere ao critério do défice. O seu objectivo é assegurar que a prudência orçamental se aplica não apenas ao período de adesão à moeda única, mas permanece uma parte essencial da nova UEM.

Este novo quadro institucional tem importantes implicações para as economias europeias. Além da condução da política orçamental, afecta as relações entre os Estados membros da União Europeia (UE) e as relações entre diferentes níveis de governo. Assegurando que excessivos défices são evitados, o pacto deve ser útil no conjunto da política

macroeconómica ao conter a pressão na subida das taxas de juro, ao mesmo tempo criando espaço para os estabilizadores automáticos orçamentais operarem. Pode igualmente melhorar o funcionamento da economia de forma mais indirecta: finanças públicas equilibradas, em combinação com estabilidade dos preços, deverão reduzir a incerteza das expectativas, aumentar a confiança dos agentes económicos e reforçar incentivos para parcerias sociais e os governos para lidar com problemas estruturais que dificultam o bom funcionamento dos mercados.

O quadro da política orçamental na UEM continua ainda por estar completamente definido. O Pacto de Estabilidade e Crescimento começa a enfrentar alguns desafios e alguns dos criticismos requerem ainda respostas adequadas. Diversas implicações estão longe de estar completamente analisadas e compreendidas.

O objectivo deste artigo é proporcionar uma visão clara e crítica da arquitectura orçamental da UEM. Para ajudar nessa tarefa, começaremos por analisar alguns aspectos macroeconómicos da política orçamental e dos défices orçamentais. Isto é feito na segunda parte do artigo. Esta secção começa por descrever a restrição orçamental do governo seguindo-se a análise das condições estabelecidas no Tratado de Maastricht de acordo com a compreensão de sustentabilidade orçamental na teoria económica. É igualmente revisto o teorema de partida na análise dos défices orçamentais: o teorema Equivalência Ricardiana. A restante parte da secção considera as fontes de défices orçamentais nos cenários onde se verifica a falha da equivalência ricardiana. Será dada ênfase à hipótese de *tax-smoothing* e a algumas teorias da economia política. Na secção 3 voltamos ao assunto principal do artigo: a análise da política orçamental na UEM. A secção analisa os fundamentos lógicos, a implementação e as implicações económicas do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Aspectos problemáticos são avaliados. A última secção conclui.

2. POLÍTICA ORÇAMENTAL E DÉFICES ORÇAMENTAIS: ASPECTOS MACROECONÓMICOS

2.1. A Restrição Orçamental do Governo

Os governos “produzem” bens e serviços, sobretudo para consumo colectivo. A razão para o seu envolvimento naquela actividade é que sem

o Estado estes bens não seriam produzidos ou, no caso de sê-lo, sê-lo iam em quantidades insuficientes. Estes bens são frequentemente bens públicos.

Uma característica dos bens públicos é que não podem ser apropriados para consumo individual. Isto aplica-se, por exemplo, à defesa e aos jardins públicos. Uma outra característica é que o seu uso por uma pessoa beneficia outra pessoa. Um bom exemplo é a educação. Toda a sociedade beneficia da alfabetização de massas.

Se existe uma justificação forte para alguma despesa governamental – na realidade, a provisão de bens públicos – não existe uma fronteira nítida entre os bens e serviços que podem ser apenas fornecidos pelo sector público e aqueles que podem em princípio ser fornecidos pelo sector privado. Isto relaciona-se com casos diferenciados tais como a educação, a segurança social e utilidades. Privatizações recentes na Europa e não só, reflectem a tendência para a redução do sector público, uma reversão de uma longa tendência na direcção oposta. Qualquer que seja a evolução do pensamento nesta matéria, alguma despesa governamental será contudo considerada sempre necessária.

A despesa pública deve ser financiada por uma combinação de receitas tributárias, criação de títulos de dívida ou criação de moeda. Quando há obstáculos ao aumento da receita tributária e quando o financiamento através de títulos de dívida não é possível, o governo não tem outra opção além da criação de moeda.

As opções abertas ao governo para financiar a sua despesa estão sumariadas na restrição orçamental do governo. Esta divide a despesa pública em duas partes: despesa em bens e serviços (g) e pagamentos de juro (RB) onde R representa a taxa de juro nominal sobre os títulos da dívida pública e B é quantidade de títulos de dívida pendentes.

As fontes de receitas do governo são a receita total dos impostos (T), a emissão adicional de títulos da dívida pública (ΔB) e a emissão adicional de base monetária (ΔM). A restrição orçamental do governo pode então ser expressa numa fórmula simples:

$$\Delta B_{t+1} + \Delta M_{t+1} + P_t T_t = P_t g_t + R_t B_t \quad (1)$$

Onde g é a despesa pública real, T é o total dos impostos reais e B é o total da dívida pública pendente.

Esta pode igualmente ser expressa em termos reais, dividindo os membros da equação (1) pelo nível de preços (P), obtendo a seguinte fórmula:

$$(1 + \pi_{t+1}) (\Delta b_{t+1} + \Delta m_{t+1}) = g_t - T_t - \pi_{t+1} m_t + r_t b_t \quad (2)$$

Onde $(g_t - T_t - \pi_{t+1} m_t)$ é o défice primário, $R_t b_t$ são os pagamentos de juro real sobre a dívida pública e π_{t+1} é o imposto de inflação obtido pelo governo.

A única variável nominal aqui é a inflação. O défice primário é simplesmente a diferença entre a despesa em bens e serviços (g) e a receita. A receita é composta pelos impostos (T) e pelo imposto de inflação obtido pelo governo ($\pi_{t+1} m_t$).

Por diversas razões contudo, e dado que estamos numa economia em que o produto cresce ao longo do tempo, é mais adequado pensar na restrição orçamental do governo não em termos reais mas em termos de proporção do PIB. Por exemplo, se o governo anuncia que vai gastar um milhão de Euros no Serviço Nacional de Saúde, não temos ideia qual a importância de cada Euro em relação à economia. No entanto, se este anunciar que vai aumentar a despesa na Saúde em um por cento do PIB, nesse caso sabemos se haverá um aumento da despesa real ou se pelo contrário o governo está a gastar menos em termos reais do que estava a gastar antes. Assim, por razões de transparência, devemos expressar a restrição orçamental como uma proporção do PIB, dividindo todos os termos em (1) por $P_t y_t$.

$$\frac{\Delta B_{t+1}}{P_t y_t} + \frac{\Delta M_{t+1}}{P_t y_t} + \frac{P T_t}{P_t y_t} = \frac{P_t g_t}{P_t y_t} + \frac{R_t b_t}{P_t y_t}$$

$$\Rightarrow (1 + \pi_{t+1} + \gamma_{t+1}) \left[\frac{\Delta b_{t+1}}{y_{t+1}} + \frac{\Delta m_{t+1}}{y_{t+1}} \right] = \frac{g_t}{y_t} - \frac{T_t}{y_t} - (\pi_{t+1} + \gamma_{t+1}) \frac{m_t}{y_t} + (r_t + \gamma_{t+1}) \frac{b_t}{y_t} \quad (3)$$

A única diferença em relação às equações anteriores é que agora temos um termo extra γ , o qual representa a taxa de crescimento do PIB real. O termo $(\pi + \gamma)$ é naturalmente a taxa de crescimento do PIB nominal. A razão T/Y é a taxa de imposto média da economia.

Usaremos a expressão (3) para analisar a sustentabilidade da política orçamental.

2.2. A sustentabilidade da política orçamental: Serão as condições de Maastricht suficientes?

Da restrição orçamental inter temporal do governo, podemos agora analisar o caso da sustentabilidade da política orçamental.

A Comissão Europeia toma a posição de que défice público é de um modo geral algo de mau. Tal como está expresso no Tratado de Maastricht, o défice total dos governos nacionais não deverá ser superior a 3% do PIB e o rácio dívida/PIB deve ser menor do que 60%. Nesta secção iremos analisar estas regras e ver se estas fazem realmente sentido.

A questão central está realmente relacionada com a sustentabilidade da política orçamental. Como já tínhamos referido, sempre que há obstáculos ao aumento da receita fiscal e quando o financiamento por títulos de dívida pública não é possível, para estabilizar o défice, o governo não tem outra opção além criação de moeda. Esta é exactamente a forma como inflação elevada é gerada. Assim, relacionada com a noção de sustentabilidade orçamental está a noção da não geração de inflação, já que esta poderia ser a única forma que o governo tem para financiar a sua despesa¹².

Para mostrar que a posição orçamental pode ser mantida ao longo do tempo sem causar uma crise da dívida pública ou a ameaça de hiperinflação, utilizaremos alguma álgebra.

Da secção anterior, sabemos que a restrição orçamental intertemporal do governo pode ser expressa pela equação (3).

Para simplificação, iremos assumir que π_t , R_t e γ_t são constantes e consequentemente eliminamos a letra t . Assumiremos igualmente que m_t é constante. Com estes pressupostos adicionais, a restrição orçamental do governo pode ser reescrita da seguinte forma:

$$(1+\pi+\gamma)\left(\frac{\Delta b_{t+1}}{y_{t+1}} + \frac{\Delta m_{t+1}}{y_{t+1}}\right) = \frac{g_t}{y_t} - \frac{T_t}{y_t} + (r-\gamma) \frac{b_t}{y_t} \cdot (\pi+\gamma) \frac{m_t}{y_t} \quad (4)$$

Nesta equação, o termo $(\pi-\gamma) b_t/y_t$ representa o pagamento de dívida do governo. Assim que introduzimos a possibilidade de crescimento da economia, a taxa de juro real deve ser ajustada pela taxa de crescimento da economia. Desta forma, quanto maior for a taxa de crescimento, menor será a carga de pagamentos de juros. A razão é que o governo está a gerar mais receitas de impostos, devido à expansão da economia.

O termo $(\pi+\gamma) m_t/y_t$ é a receita total que o governo obtém da impressão de moeda - imposto de inflação. Igualmente, a receita total que o governo recebe é maior, quanto maior for a taxa de crescimento da economia. Esta receita de imposto é uma receita implícita, devido à expansão da moeda.

A equação (4) pode ser reescrita de forma a reintroduzir a noção de défice primário:

$$\frac{d_t}{y_t} = \frac{g_t}{y_t} - \frac{T_t}{y_t} \cdot (\pi + \gamma) \frac{m_t}{y_t} - (1+R) \frac{b_t}{y_t} + (1+\pi+\gamma) \frac{b_{t+1}}{y_{t+1}} \quad (5)$$

O défice primário é simplesmente a diferença entre g/y e a taxa média de imposto, ajustada em relação ao imposto de inflação. Na maioria das economias, o imposto de inflação é um número bastante pequeno e portanto, a sua importância é reduzida.

De notar que a equação (5) é uma equação dinâmica sobre o rácio dívida/PIB (temos b_t/y_t e b_{t+1}/y_{t+1} do lado direito da equação).

Estamos interessados em determinar quais são as consequências da equação (5) para o valor da dívida pública e em particular para o rácio dívida/PIB. Iremos assim tratar e resolver esta equação como uma equação diferencial. O objectivo é analisar se o défice poderá ser sustentável, dada a posição orçamental que a economia adoptou.

Torna-se evidente que existem dois importantes casos para analisar. Um onde a taxa de juro nominal é menor que a taxa de crescimento do PIB nominal GDP ($R < \pi + \gamma$)³. O segundo caso é a situação inversa.

CASO 1: $R < \pi + \gamma$ - Caso Estável

O situação onde a taxa de juro real é menor que a taxa de crescimento da economia corresponde ao caso estável. Em seguida, iremos analisar qual o seu significado. Para tal, reescrevemos a equação (5) como uma equação diferencial da seguinte forma:

$$\frac{b_{t+1}}{y_{t+1}} = \left(\frac{1+R}{1+\pi+\gamma} \right) \frac{b_t}{y_t} + \frac{1}{1+\pi+\gamma} \frac{d_t}{y_t} \quad (6)$$

A questão central aqui é que, dado que R é menor do que $\pi + \gamma$, $[(1+R)/(1+\pi+\gamma)]$ é menor do que um e como tal a solução para esta equação é uma solução retrospectiva. Resolvendo retrospectivamente obtemos a seguinte equação:

$$\frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} = \left(\frac{1+R}{1+\pi+\gamma} \right)^n \frac{b_t}{y_t} + \frac{1}{1+\pi+\gamma} \sum_{s=0}^{n-1} \left(\frac{1+R}{1+\pi+\gamma} \right)^s \frac{d_{t-s}}{y_{t-s}} \quad (7)$$

No limite, quando $n \rightarrow \infty$, temos:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} = \frac{1}{1+\pi+\gamma} \left(\frac{1+R}{1+\pi+\gamma} \right)^s \frac{d_{t-s}}{y_{t-s}} \quad (8)$$

Com o objectivo de simplificar, se assumirmos que o défice é constante, então o limite de (8) quando $n \rightarrow \infty$, é dado por:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} = \frac{1}{\pi+\gamma-R} \frac{d}{y} \quad (9)$$

Uma vez que $\pi+\gamma$ é maior do que R , $[1/(\pi+\gamma-R)]$ é positivo. O que a expressão nos diz é que o rácio dívida/PIB no longo prazo é igual ao défice primário sobre o PIB, dividido pela diferença entre $\pi+\gamma$ e R . Assim, a conclusão que tiramos daqui é que no longo prazo existe uma relação entre o rácio dívida/PIB por um lado e o défice primário por outro.

O que fizemos foi resolver a equação(5) para o caso estável, onde $R < \pi+\gamma$. Se pensarmos sobre este caso, sabemos que a taxa de juro real é, de acordo com a teoria, o produto marginal do capital. Este é afectado pela taxa de crescimento do progresso tecnológico. Assim, na maioria das economias, a taxa de juro real está intimamente relacionada com a taxa de crescimento da economia e, portanto, este caso estável é provavelmente pouco relevante.

Quais serão as implicações da equação (9)? Em primeiro lugar, a expressão diz que o rácio dívida-PIB permanecerá finito e, portanto, não há necessidade de alterar a posição orçamental corrente. Desta forma a política orçamental é considerada sustentável visto que não existe o perigo de disparar.

Além disso, é ainda possível ter um défice primário permanente (isto é $d/y > 0$) e contudo manter o rácio dívida-PIB constante no longo prazo.

Se a razão dívida-PIB fosse constante, então teria que satisfazer a seguinte equação⁴:

$$\frac{b}{y} = \frac{1}{\pi+\gamma-R} \frac{d}{y} \quad (10)$$

Dado que as condições de Maastricht e do Pacto de Estabilidade e Crescimento estão expressos não em termos de défice primário mas em termos de défice total, importa referir qual o indicador para o défice total.

O défice total ou as Necessidades de Financiamento do Sector Público (NFSP) é dado, em termos nominais, pela seguinte fórmula:

$$D_t^T = P_t g_t - P_t T_t - \Delta M_{t+1} + R_t B_t \quad (11)$$

Como proporção do PIB, é dado por:

$$\begin{aligned} \frac{D_t^T}{P_t y_t} &= \frac{d}{y} + R \frac{b}{y} \\ &= (\gamma - R + \pi) \frac{b}{y} + R \frac{b}{y} \\ &= (\gamma + \pi) \frac{b}{y} > 0 \end{aligned} \quad (12)$$

A relação em (12) diz-nos que tal proporção pode ser um número positivo. Ou seja, diz-nos não só que poderíamos escolher qualquer valor para o rácio dívida/PIB, mas também que poderemos ter um défice orçamental total permanente. Não existe assim a necessidade de ter um orçamento equilibrado (assumindo que é possível recorrer a empréstimo).

Torna-se assim claro, do ponto de vista económico, que é possível manter uma política orçamental não apenas com um défice primário mas mais interessante com um défice total. A relação em (12) diz-nos também que há agora uma ligação entre o rácio dívida/PIB e o défice total.

CASO 2: $R > \pi + \gamma$ - Caso Instável

Podemos agora analisar o caso instável. Este é o caso onde R é maior que $\pi + \gamma$. O significado é que a equação diferencial dada pela restrição orçamental é uma equação instável. Os resultados anteriores implicam que se $d/y > 0$ então b/y eventualmente dispararia.

Dado que temos uma equação instável, em vez de a resolver de forma retrospectiva, deve agora ser resolvida em direcção ao futuro. Ou seja, podemos escrever a restrição orçamental do governo da seguinte forma:

$$\frac{b_t}{y_t} = \left(\frac{1 + \pi + \gamma}{1 + R} \right) \frac{b_{t+1}}{y_{t+1}} - \frac{1}{1 + R} \frac{d_t}{y_t}$$

$$= \left(\frac{1+\pi+\gamma}{1+R} \right)^n \frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} - \frac{1}{1+R} \sum_{s=0}^{n-1} \left(\frac{1+\pi+\gamma}{1+R} \right)^s \frac{d_{t+s}}{y_{t+s}} \quad (13)$$

A razão para este procedimento é que, assumindo $R > \pi + \gamma$, então $[(1+\pi+\gamma)/(1+R)]$ é novamente menor do que um. Considerando o limite quando $n \rightarrow \infty$ obtemos:

$$\frac{b_t}{y_t} = - \frac{1}{1+R} \sum_{s=0}^{\infty} \left(\frac{1+\pi+\gamma}{1+R} \right)^s \frac{d_{t+s}}{y_{t+s}} \quad (14)$$

$$\text{if } \lim_{n \rightarrow \infty} \left(\frac{1+\pi+\gamma}{1+R} \right)^n \frac{b_{t+n}}{y_{t+n}} = 0 \quad (15)$$

Assim, o rácio dívida/PIB corrente será igual ao valor descontado do défice primário esperado no futuro. No limite, verificando-se (15), concluímos que b_{t+n}/y_{t+n} irá permanecer finito ("no-Ponzi condition").

A condição para sustentabilidade é a de que o défice primário tem que ser negativo em vez de positivo ($d < 0$), isto é, requer superavit primário no futuro.

No caso estável não é importante se temos um défice primário positivo ou não visto podermos ter na mesma um nível da dívida/PIB constante. Mas quando temos que resolver a equação (5) em relação ao futuro, para que tudo isto seja sustentável, necessitamos de um superavit primário. A razão é o sinal negativo na equação (14).

Desta forma, superavites futuros compensam obrigações de dívida b_t correntes.

Se d_{t+s}/y_{t+s} é constante, então substituindo na equação (14), obtemos:

$$\frac{b_t}{y_t} = \left[- \frac{d}{y} \right] \frac{1}{1+R} \left(\frac{1+\pi+\gamma}{1+R} \right)^s = \frac{1}{R-(\pi+\gamma)} \left[- \frac{d}{y} \right] \quad (16)$$

Isto dá-nos exactamente o mesmo resultado anterior, com a excepção de que agora $d > 0$ e refere-se a b_t/y_t e não b_∞/y_∞ . A diferença importante é que é necessário ter um superavit primário no longo prazo.

A razão pela qual não queremos ter um défice primário constante é porque normalmente, durante recessões ou períodos descendentes do ciclo económico, esperamos uma diminuição das receitas dos impostos e um aumento da despesa e das taxas de juro. Assim é normal possuir um

défice orçamental em períodos maus. Desta forma, esperamos compensar possuindo um superavit orçamental em períodos bons. Os períodos maus e os períodos bons anular-se-iam mutuamente de tal forma que a condição (16) é satisfeita. Se tal for possível, então não é importante qual é o rácio dívida/PIB do governo, porque sabemos que terminaremos com uma posição orçamental sustentável.

Dado que as Condições de Maastricht e do Pacto de Estabilidade e Crescimento estão expressas em termos de défice total e não de défice primário, interessa saber qual a implicação destes resultados para o défice total. O défice total é dado por:

$$\begin{aligned}\text{Défice Total} &= \frac{d}{y} + R \frac{b}{y} = \frac{d}{y} \left(1 - \frac{R}{R - (\pi + \gamma)} \right) \\ &= \frac{\pi + \gamma}{R - (\pi + \gamma)} \left(- \frac{d}{y} \right) > 0\end{aligned}\quad (17)$$

Assim o défice total será positivo, isto é, embora no momento possamos necessitar de um superavit primário, podemos ter no entanto um défice total permanente. Não necessitamos de equilibrar o orçamento ou ter um orçamento em superavit. Podemos assim ter um orçamento total em défice e a política ser sustentável.

Referindo-nos às Condições de Maastricht e ao Pacto de Estabilidade e Crescimento, podemos agora colocar os resultados que obtivemos em números. As condições são:

$$\max \frac{b}{y} = 0.6 \text{ (60\%)} \quad \text{and} \quad \max \frac{d^T}{y} = 0.03 \text{ (3\%)}$$

$$\begin{aligned}\text{So we have: } \frac{d^T}{y} &= \frac{\pi + \gamma}{R - (\pi + \gamma)} \left(- \frac{d}{y} \right) = (\pi + \gamma) \frac{b}{y} \\ 3 &= (\pi + \gamma) 60 \\ \pi + \gamma &= 3/60 = 5\%\end{aligned}\quad (18)$$

O que nos diz é que a condição para o equilíbrio é que a taxa de crescimento do PIB nominal deve ser 5%. Isto é, se $R > \pi + \gamma$, então mesmo que as condições de Maastricht se verifiquem, necessitamos que $\pi + \gamma$ seja igual a 5%.

Supondo que o rácio dívida/PIB é igual a 0.6 e $\pi+\gamma$ é menor do que 5%. O que isto nos diz é que necessitamos de um défice total que seja menor a 3%. Por outro lado, se a decisão for fixar o défice total a 3% e $\pi+\gamma$ for maior do que 5%, podemos permitir que o rácio dívida/PIB seja menor do que 60%.

A conclusão de tudo isto é então que as condições de Maastricht não são suficientes nem necessárias. Tudo o que necessário é $d^T/y = (\pi+\gamma) b/y$ para qualquer valor de d^T/y e de b/y .

Podemos dizer que os critérios de Maastricht e o Pacto de Estabilidade e Crescimento não são logicamente consistentes com a nossa compreensão de sustentabilidade orçamental. A situação da Bélgica em 1993 é um exemplo claro. Embora não tenha satisfeito os critérios de Maastricht por uma margem larga, as condições que descrevemos acima foram mais do que satisfeitas e a posição orçamental da Bélgica era perfeitamente sustentável. De acordo com a Comissão da UE, as razões reais para as condições de Maastricht são mais políticas do que económicas.

2.3. O Resultado da Equivalência Ricardiana

Uma visão da dívida pública que tem sido influente no debate académico é a chamada equivalência ricardiana cuja lógica foi primeiramente articulada por David Ricardo, um economista inglês do século XIX⁵. O seu argumento foi posteriormente desenvolvido nos anos 70 por Robert Barro, cujo trabalho deu à visão um vigor e proeminência renovados.

Trata-se de um tipo de proposição neutral segundo a qual um certo tipo de política governamental não tem quaisquer efeitos importantes. Supondo que o governo corta os impostos hoje sem intenções de reduzir a despesa pública hoje ou no futuro. De acordo com a análise convencional, esta política estimulará o consumo, reduz a poupança nacional e a acumulação de capital, e portanto baixa o crescimento económico no longo prazo. Por contraste, a teoria da equivalência ricardiana defende que esta política não alterará o consumo, a acumulação de capital ou o crescimento. A situação com o corte nos impostos e o défice orçamental é equivalente à situação sem o mesmo.

O argumento ricardiano é baseado no facto de que menores impostos e um défice orçamental hoje requerem (na ausência de mudança na despesa pública) maiores impostos no futuro. Assim, a emissão de dívida pública para financiar o corte nos impostos representa não uma redução

na carga fiscal mas simplesmente um adiamento dos mesmos. Assumindo que os consumidores olham para o futuro(têm em consideração o futuro), terão em conta os impostos futuros implicados pela dívida pública e compreendendo que a carga fiscal total não mudou, não respondendo ao corte dos impostos com um aumento do consumo. Em vez disso, as famílias poupam o rendimento disponível extra para pagar as obrigações fiscais futuras que o corte dos impostos implica. Este aumento na poupança privada compensa a diminuição na poupança pública. A poupança Nacional – a soma da poupança privada e pública – permanece a mesma. O corte nos impostos não tem portanto nenhum dos efeitos que a análise tradicional prevê.

O argumento Ricardiano combina duas ideias fundamentais: a restrição orçamental do governo e a hipótese do rendimento permanente. De acordo com a restrição orçamental do governo, uma redução dos impostos hoje implica um aumento dos impostos no futuro se a despesa publica permanecer inalterada; o valor actual da carga fiscal é invariante em relação à sua trajectória. A hipótese do rendimento permanente diz que as famílias baseiam as decisões de consumo no rendimento permanente, o qual depende do valor actual dos rendimentos depois de imposto. Dado que uma redução dos impostos financiada pela dívida altera a trajectória da carga fiscal mas não o seu valor actual, não altera o consumo ou o rendimento permanente.

A lógica da equivalência ricardiana não significa que todas as mudanças na política orçamental são irrelevantes. Mudanças na política orçamental influenciam a despesa dos consumidores se influenciarem a despesa presente e futura do governo. Se o consumidor compreender que o corte nos impostos não requer um aumento em impostos futuros dado que o governo planeia reduzir a sua despesa no futuro, sente-se mais rico e aumenta o consumo. Uma redução das despesas do governo esperadas no futuro alteraria o rendimento e consumo permanentes porque implicam ao mesmo tempo uma redução dos impostos, mesmo que os impostos correntes permaneçam inalterados.

2.3.1. O debate sobre a Equivalência Ricardiana

Uma quantidade enorme de investigação tem sido dedicada a tentar determinar quanta verdade existe na Equivalência Ricardiana. Embora a grande maioria dos economistas seja hoje céptica da proposição ricardiana de que a dívida do governo é irrelevante, existe menos consenso em relação ao porquê da dívida do governo ser relevante.

Analisaremos em seguida as principais objecções à proposição ricardiana.

2.3.1.1. Redistribuição Inter-gerações

A primeira objecção é baseada no facto de que, dado que as pessoas têm um tempo de vida finito, serão pessoas diferentes que pagarão a dívida e não aqueles que recebem o corte nos impostos hoje. Assim uma razão pela qual a dívida pública é relevante é que representa uma redistribuição de recursos entre diferentes gerações de contribuintes. Quando o governo reduz os impostos e emite dívida pública hoje, a restrição orçamental do governo requer um aumento dos impostos no futuro, mas tal aumento poderá cair sobre contribuintes que ainda não estão a viver. Esta redistribuição de recursos de contribuintes futuros para contribuintes correntes enriquece aqueles que estão a viver agora; contribuintes actuais respondem ao aumento nos recursos consumindo mais.

Existem duas dificuldades com esta objecção à Equivalência Ricardiana. A primeira deve-se a Barro (1974), o qual forneceu um contributo relevante aquele argumento para apoiar a visão ricardiana. Barro argumenta que dado que as gerações futuras são os filhos e netos das gerações correntes, não devemos olhar para eles como actores económicos independentes. Pelo contrário, ele argumenta que o pressuposto apropriado é que as gerações correntes se importam com as gerações futuras.

De acordo com a análise de Barro, a unidade de tomada de decisão relevante não é o indivíduo, o qual vive apenas um número finito de anos, mas a família, a qual continua para sempre. Por outras palavras, um indivíduo decide quanto consumir baseado não apenas no seu próprio rendimento mas também no rendimento dos membros futuros da sua família. Um corte nos impostos financiado pela emissão de dívida pode aumentar o rendimento que um indivíduo recebe durante a sua vida, mas não aumenta o rendimento permanente da sua família. Em vez de consumir o rendimento extra do corte nos impostos, o indivíduo poupa esse extra e deixa-o como um legado aos seus filhos, que suportarão as obrigações fiscais futuras⁶.

A segunda dificuldade com o argumento de que vidas finitas causam a falha da Equivalência Ricardiana é mais trivial. Porterba e Summers (1987) defendem que, mesmo sem o altruísmo entre gerações, as pessoas

podem ter um horizonte temporal suficientemente longo para tornar a Equivalência Ricardiana aproximadamente verdadeira no curto prazo para algumas intervenções das políticas. Para casos realistas, grande parte do valor presente dos impostos associados com emissão de obrigações são lançados durante o período de vida de indivíduos vivos no período de emissão. Assim, mesmo na ausência de ligações entre gerações, obrigações representam apenas uma quantidade pequena da riqueza líquida. Além disso, dado que a propensão marginal para consumir com a riqueza no ciclo de vida dos consumidores é relativamente pequena, a redistribuição que ocorre tem apenas um efeito pequeno no consumo. Assim parece evidente que se a Equivalência Ricardiana falha de uma forma quantitativamente importante, deverá ser por alguma razão outra que a ausência de ligações entre gerações.

2.3.1.2. Restrições de Liquidez

A segunda razão pela qual a Equivalência Ricardiana pode não se verificar exactamente é baseada no argumento de que muitas pessoas não têm acesso ao crédito e portanto não consomem de acordo com o seu rendimento permanente. Eles gostariam de consumir mais hoje, mas dadas as restrições de liquidez (a sua impossibilidade de pedir empréstimo) estão constrangidas a consumir menos do que aquilo que desejariam de acordo com o seu rendimento permanente. Na presença de uma tal restrição ao crédito, a equivalência Ricardiana não se verificará. Um corte nos impostos financiado pela emissão de dívida dá às famílias constrangidas o empréstimo pretendido mas que não podia ser obtido ao crédito privado. As famílias respondem assim aumentando o consumo, mesmo com o conhecimento que o resultado é um aumento dos impostos e uma redução do consumo no futuro.

2.3.1.3. Impostos deturpadores

A proposição da Equivalência Ricardiana é baseada no pressuposto que os impostos são *lump sum*. Se pelo contrário os impostos forem deturpadores, então um adiamento da carga fiscal afecta os incentivos e portanto o comportamento. Por exemplo, tributação no rendimento do trabalho ou nos salários pode conduzir a que alguns trabalhem menos e isto reduzirá o produto. Assim, num mundo com impostos deturpadores, é

improvável que a Equivalência Ricardiana forneça uma boa aproximação para os verdadeiros efeitos da política da dívida.

Esta revisão da literatura é necessariamente breve. A discussão sugere que existem poucas razões para esperar que a equivalência ricardiana forneça uma boa aproximação na prática. Olhando para a evidência empírica, a evidência até à data é, no balanço, pouco favorável à proposição de Barro-Ricardo. De qualquer forma, visto ser tão simples e lógica, a equivalência ricardiana é um importante ponto de partida do ponto de vista teórico.

2.4. Fontes dos défices Orçamentais

Analisaremos agora a questão do que determina o défice. Esta secção considera as fontes dos défices orçamentais em cenários onde a Equivalência Ricardiana não se verifica. A literatura neste tópico é bastante vasta. Aqui, iremos focar-nos na hipótese de *tax-smoothing* como explicação candidata às variações nos défices orçamentais ao longo do tempo e sobre algumas teorias da economia política sobre os défices orçamentais.

2.4.1. *Tax smoothing*

O uso da política da dívida para reduzir as distorções dos impostos através do nivelamento dos mesmos ao longo do tempo foi defendido por Barro (1979). Barro foca-se no desejo do governo para minimizar as distorções associadas com a obtenção de receita. As distorções criadas pelos impostos são prováveis de aumentar mais do que proporcionalmente à quantia de receita conseguida. Quando as distorções aumentam mais do que proporcionalmente com os impostos, elas são em média mais elevadas debaixo de uma política de impostos variáveis do que debaixo de uma com impostos estáveis ao mesmo nível médio. Assim, a forma de minimização de distorções para financiar uma dada corrente de despesas públicas é manter um imposto regular ao longo do tempo. Se a despesa pública futura fosse conhecida com certeza, a taxa de imposto óptima seria constante. Dado que despesa pública é incerta, a taxa de imposto óptima fixa o valor presente da receita igual ao valor

presente da despesa esperada. À medida que a informação sobre a despesa se torna disponível, a taxa de imposto ótima muda. De acordo com esta visão, o défice orçamental é simplesmente a diferença entre despesa pública e a quantidade de receita gerada por esta taxa de imposto e a dívida aumenta e diminui conformemente ao longo do tempo.

O modelo de *tax-smoothing* de Barro é formalmente paralelo à hipótese de rendimento permanente, as famílias nivelam o consumo baseando-o no seu rendimento permanente esperado; eles poupam e pedem emprestado em resposta a mudanças transitórias no rendimento. De acordo com o modelo de *tax-smoothing*, o governo nivela as taxas de imposto baseando essas taxas na despesa pública permanente esperada; aumentam ou diminuem a dívida pública em resposta a mudanças transitórias na despesa ou receita.

Relativamente às implicações de *tax-smoothing* para o comportamento dos défices, o modelo de Barro implica que se as despesas governamentais como uma parcela do produto seguem um *random walk*, não haverá défices: com este comportamento da despesa, uma política de orçamento equilibrado faz com que a taxa de imposto siga um *random walk*. Assim o modelo implica que os défices e os superávites surjam quando é esperada uma mudança no rácio da dívida pública em relação ao produto. As mais óbvias fontes potenciais de movimentos previsíveis no rácio dívida/produto são as guerras e as recessões. Consistente com o modelo de *tax-smoothing*, observamos que normalmente os governos ocorrem em défices durante estes períodos.

2.4.2 Teorias da Economia Política dos défices orçamentais.

Embora a hipótese de *tax-smoothing* forneça uma explicação candidata às variações nos défices orçamentais ao longo do tempo, não explica uma tendência sistemática para défices elevados.

A emergência e persistência de elevados défices orçamentais em muitos países industriais e em desenvolvimento criaram uma preocupação generalizada de que os decisores de política possam ter uma tendência para recorrer ao financiamento pelo défice sem uma boa razão económica. A preocupação é baseada em inúmeros exemplos históricos nos quais elevados défices orçamentais ocorreram na ausência de ciclos económicos transitórios descendentes (tais como recessões) ou choques transitórios na despesa pública (tais como guerras ou desastres naturais), exemplos que são difíceis de reconciliar com as teorias tradicionais de financiamento orçamental ótimo.

A maioria da investigação recente sobre as forças que tendem a levar a política orçamental a produzir défices que são em média ineficientemente elevados insere-se na nova economia política. Um dos seus ramos está relacionado com a importância das forças políticas para assuntos tradicionais da economia. Essencialmente, preocupa-se com a questão de como o processo político pode produzir resultados ineficientes. Várias explicações têm sido propostas. Embora défices excessivos não sejam com certeza a ineficiência maior produzida pelo processo político, muitas dessas explicações têm sido aplicadas à propensão para o défice.

Buchanan e Wagner (1997) argumentam que um conhecimento incompleto é uma fonte importante da propensão para o défice. Os benefícios de despesa elevada e baixos impostos são directos e evidentes, enquanto que os custos (uma redução da despesa no futuro e um aumento dos impostos futuros que são necessários para satisfazer a restrição orçamental do governo) são indirectos e menos óbvios. Se os indivíduos não compreenderem a extensão dos custos, haverá uma tendência para défices excessivos.

Contudo, a maioria da investigação na nova economia política não se foca no conhecimento limitado. Isto deve-se à existência de casos que quase de certeza não se devem ao conhecimento limitado. Por exemplo, os custos de hiperinflação são grandes e óbvios. Contudo frequentemente hiperinflações continuam ao longo de meses e anos antes da política orçamental ser mudada. Em vez disso, o grosso do trabalho foca-se sobre a possibilidade de que interacções estratégicas possam levar o processo político a produzir resultados que são do conhecimento serem ineficientes. No caso da política orçamental, têm sido propostas três formas diferentes pelas quais interacções estratégicas podem conduzir a défices ineficientes. Em primeiro lugar, um líder eleito pode acumular uma quantidade ineficiente de dívida para restringir a despesa do seu sucessor. A ideia chave é a de que políticos actuais no governo percebem que a política futura pode ser determinada por indivíduos que preferem gastar os recursos em formas que os actuais políticos vêem como indesejáveis. Isto pode levar o actual governo a querer restringir a despesa do futuro governo e, dado que níveis elevados de dívida pública reduzem a despesa do governo, isto fornece ao actual governo uma razão para acumular dívida⁷.

Uma segunda fonte de défices ineficientes persistentes poderia estar no desacordo acerca de como dividir a carga para reduzir o défice. Este facto pode causar atrasos em reformas orçamentais dado que cada grupo tenta que sejam outros a suportar uma parcela desproporcional. Esta ideia deve-se a Alesina e Drazen (1991).

Finalmente, uma terceira explicação para défices sublinhada pelo trabalho da nova economia política é a de que os défices podem resultar da tentativa do líder eleito para transmitir as suas competências aos eleitores. Estes têm provavelmente uma melhor informação sobre os impostos que pagam e os serviços públicos que recebem do que sobre a posição orçamental do governo. De acordo com Rgofff (1990), se os políticos diferem na sua capacidade de proporcionar serviços públicos baratos, isto dá-lhes um incentivo para escolherem uma despesa elevada e baixos impostos para tentar transmitir que eles são especialmente capazes. Dependendo da rapidez com que os eleitores se apercebem da verdadeira posição orçamental dos governos, tal pode conduzir a ciclos na política orçamental, com défices elevados momentos antes das eleições ou então à propensão constante para o défice.

3. POLÍTICA ORÇAMENTAL NA UEM

3.1. Porquê regras orçamentais na UEM

A necessidade de regras orçamentais tem estado no centro do debate da UEM desde o começo da década de 90. A discussão tem-se focado nas razões de ser e na eficácia do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). Várias razões para o PEC na UEM têm sido apontadas nesse debate. Nesta secção analisaremos de forma extensiva os argumentos a favor e contra as regras orçamentais na UEM.

3.1.1. Argumentos a favor de regras

O argumento chave para regras nas políticas orçamentais nacionais é baseado no facto de que muito embora o Banco Central Europeu (BCE) não esteja por lei obrigado a ajudar países membros individuais que estejam com problemas orçamentais, pode contudo sentir-se compelido a ajudar por razões políticas. Isto pode induzir países membros a recorrer a empréstimos mais do que se estivessem convencidos que o BCE não os ajudaria. Na verdade, sem regras orçamentais fortes, a independência legal do BCE pode tornar-se vazia de sentido dadas as pressões por países altamente endividados para *bail-out* (abstendo-se de subir as taxas de juro em condições de tensões inflacionárias ou então para aliviar a dívida

através de uma inflação imprevista). Analisaremos este e outros argumentos em maior detalhe.

3.1.1.1 Evitar *bailouts* de dívidas inflacionárias

De acordo com este argumento, regras orçamentais que reduzissem a probabilidade de uma crise da dívida pública reduziriam a pressão sobre o BCE para conceder *bailouts*.

Se um governo de um país da UEM enfrenta problemas orçamentais, os investidores temem suspensão ou modificação de pagamento sobre a sua dívida pública e portanto vendem as suas obrigações. Os preços dessas obrigações começam a diminuir e os bancos que as possuem sentem o seu capital depreciar-se, incitando a fuga de depositantes. Os mercados das obrigações e indirectamente os bancos noutros países da UEM sofrem repercussões adversas, visto que investidores em dívida pública de outros países Europeus ficam desmoralizados. Assim, dado que países vizinhos da UEM sofrem repercussões negativas do governo que incorre em problemas orçamentais, este argumento é válido e o BCE pode ser forçado a escolher entre um colapso sistemático do sistema bancário ou um *bailout* da dívida, com o BCE a comprar as obrigações do governo em dificuldade, com consequências inflacionárias em toda a união monetária.

Tal *bailout* orçamental é formalmente proibido de acordo com o Tratado de Maastricht, mas posteriormente, quando confrontado com este dilema, todos podem concordar que esta é a resposta mais acertada a uma crise da dívida. Os custos do *bailout* da dívida seriam então partilhados por todos os membros da UEM. Contudo, isto conduz a *moral hazard* visto que, sabendo que serão socorridos por um *bailout*, os países têm menos incentivo para conter a acumulação de dívida. Permanecem assim as questões se a cláusula de *no-bailout* no Tratado de Maastricht foi um compromisso inteiramente credível por parte dos signatários.

De acordo com Eichengreen e Wyplosz (1998), o uso do Pacto de Estabilidade para reforçar esta regra pode ser justificado apenas se realmente existe um risco de contágio e uma fuga de liquidez que ameaça a estabilidade do sistema financeiro. A este respeito, alguns autores dizem que se a injeção de liquidez pelo BCE for temporária, e se for retirada assim que a estabilidade financeira esteja restaurada, esta não necessita de ter efeitos sobre a inflação. Além disso, o risco de um tal cenário pode ser reduzido de forma mais acentuada e directa limitando a exposição dos intermediários financeiros à dívida pública de risco.

Pode igualmente ser argumentado que quando os governos controlam as seus próprios instrumentos de tributação em vez de confiarem nas transferências do centro para as suas receitas, possuem uma terceira resposta possível para problemas de dívida (para além de *default* e obtenção de *bailout* do banco central), aumentando os seus próprios impostos (von Hagen and Eichengreen, 1996). Dada a existência desta alternativa, as autoridades centrais devem estar aptas a comprometerem-se para não conceder um *bailout*.

3.1.1.2. Evitar tendências inflacionárias de forma geral

Uma segunda razão para restrições orçamentais é para neutralizar pressões inflacionárias de forma geral. De acordo com De Grauwe (1996), o BCE, preocupado com a eficiência da economia Europeia, esforçar-se-á neste sentido por equilibrar o custo de inflação contra o custo de outros impostos.

Cada autoridade orçamental pesa os custos e os benefícios para os seus próprios cidadãos de um aumento na despesa e eventualmente acabará por decidir gastar demasiado, dado que ignora o efeito adverso de taxas de juro mais elevadas e o *crowding out* sobre o bem estar no resto da comunidade. Na UEM é mais fácil às autoridades orçamentais pedir emprestado porque o mercado de capitais é maior e mais integrado e assim existe a propensão para a despesa pública. Assim que estes gastos excessivos do governo são postos em prática, pode induzir um banco central bem intencionado a produzir *inflation bias*. Isto é, se os governos participantes na união monetária ocorrerem em défices excessivos e acumularem dívidas elevadas, o BCE terá um incentivo para recorrer a mais políticas inflacionárias para minimizar as perdas de eficiência associadas com outros impostos. Assim o banco central pode diminuir a carga fiscal aumentando a inflação, pondo em causa o seu compromisso para a estabilidade de preços.

Canzoner e Diba (1999) sublinham contudo que estas preocupações são de certa forma dúbias na Europa de hoje. As receitas de inflação são uma pequena fracção das receitas totais dos impostos actualmente na Europa. Assim poderíamos ter algumas dúvidas que as autoridades orçamentais se dariam ao trabalho de manipular o BCE, se o melhor que eles podem esperar são receitas de inflação na ordem de meio ponto percentual do PIB. Assim, é também duvidoso que o BCE se dê ao trabalho de ter em conta como as suas transferências possam reduzir a perda de bem-estar provocado por impostos directos deturpadores.

Este argumento de pressão inflacionária também pressupõe que o BCE será simplesmente um seguidor Stackelberg para a condução orçamental de diferentes governos membros (De Grawve; 1996). Contudo, de acordo com Eichengreen e Wyplosz (1998), existem razões convincentes para pensar que o BCE estará empenhado num jogo de períodos múltiplos no qual se esforça por convencer os governos e os mercados do seu compromisso de estabilidade de preços, em vez de actuar como um seguidor míope da corrente orçamental. Manterá inflação baixa mesmo que isso signifique que outros impostos tenham que ser elevados. Os governos acabarão por achar o custo da tributação por ser mais elevado e adaptarão o seu comportamento em conformidade, prosseguindo despesa pública mais baixa. Serão seguidores Stackelberg e não líderes.

3.1.1.3 Para interiorizar *spillover effects* nas taxas de juro

Uma justificação popular para restrições orçamentais tem a ver com a interiorização de *spillovers* na taxa de juro. Na ausência da equivalência ricardiana, um aumento da dívida pública de um país tem um efeito de subida da taxa de juro mundial dado que a procura total de capital no mercado mundial sobe (ver, por exemplo, os modelos de Chang, 1990 e Canzoneri e Diba, 1991). Os decisores de política nacional têm incentivos inadequados para ter em consideração o impacto da sua contracção de empréstimos nas taxas de juro nos outros Estados membros. Excessivo crédito num país conduzirá portanto a uma subida do nível das taxas de juro ao nível da união monetária.

Contudo, dada a natureza global dos mercados de capitais actuais, e a desregulação financeira que tem ocorrido dentro da UE na última década, Eichengreen e Wyplosz (1998) rejeitam a noção de que as acções das autoridades orçamentais nacionais afectam as taxas de juro reais da comunidade. De acordo com estes autores, os países europeus contraem empréstimos nos mercados globais de capitais, em relação aos quais eles são individualmente pequenos. Mesmo que as acções de um país subam as suas próprias taxas de juro, por exemplo, através de um prémio de risco elevado, existem poucas razões para esperar que tal deva implicar *spillovers* substanciais além fronteiras. Os autores apresentam evidência empírica para apoiar essa visão. Diríamos, no entanto, que se trata de uma questão empírica ainda em aberto que merece maior investigação. Beetsma (2001) concorda que se a dívida pública de fontes variadas no mundo for perfeitamente substituível na percepção dos investidores

privados, então a UEM como tal seria irrelevante para o efeito de expansões orçamentais sobre as taxas de juro. Ele nota contudo que, na medida em que os investidores não são indiferentes ao risco, A UEM é provável que reforce *spillovers* das taxas de juro intra-europeus dado que a substitutabilidade da dívida pública entre os seus membros aumenta (por exemplo, através da eliminação do risco da taxa de câmbio ou porque os choques económicos se tornam mais similares). Em resposta a um aumento na dívida num membro individual, os investidores estariam apenas dispostos a manter a dívida dos outros euro membros nos seus portfólios (e assim abrir mão dos ganhos de diversificação) se são compensados por um aumento suficiente na taxa de juro europeia média. Este efeito *spillover* causado pela unificação monetária forneceria um argumento para restrições orçamentais nos governos da área euro.

3.1.1.4 Evitar a propensão para défices excessivos

Um fundamento largamente usado para a imposição de regras orçamentais rígidas é para compensar a propensão política para défices excessivos⁸.

Tal como vimos na secção 2, dado o carácter temporário da sua passagem pelo governo, os decisores de política são frequentemente impelidos a assumir um ponto de vista de curto prazo. Em particular, frequentemente se torna atractivo aumentar a dívida para pagar despesas públicas, o que beneficia em particular os eleitores do partido no poder, deixando para o sucessor a preocupação em repor essa dívida. O sucessor terá que confiar numa combinação de inflação bem como impostos para lidar com esse problema.

Uma predisposição política para défices excessivos e as suas implicações no equilíbrio externo parece ser bastante relevante para países em desenvolvimento. Um estudo fornecido por Edwards e Tabellini (1991) e Roubini (1991) para uma amostra de países em desenvolvimento sugere que instabilidade política está associada com défices orçamentais excessivos no período de 1960-1982. A este respeito, a tendência para défices excessivos é agravada pela capacidade de pedir emprestado internacionalmente: a internacionalização do mercado de capitais mundial na década de 70 poderá ter causado parte da acumulação excessiva de dívida externa que eventualmente resultou na crise da dívida dos anos 80.

No caso da União Europeia, cada autoridade orçamental pesa os custos e benefícios para os seus próprios cidadãos de um aumento da

despesa e poderá decidir gastar demasiado dado que ignora os efeitos adversos de elevadas taxas de juro e *crowding out* sobre o bem estar no resto da comunidade. Assim, existe uma propensão para a despesa pública também devida ao facto das autoridades terem acesso ao mercado de capitais ao nível da comunidade.

Numa situação deste tipo, um pacto de estabilidade é desejável. Em tal pacto, um número de países concorda de antemão punir cada um deles no caso de algum subir demasiado a dívida. Assim, a solução para compensar essa propensão política para défices excessivos é mover, através do Pacto de Estabilidade, os orçamentos europeus para o equilíbrio o suficiente para estabilizar o rácio dívida/rendimento ou para permitir o seu declínio.

Tal como referido por Eichengreen e Wyplosz (1998), a objecção óbvia para este fundamento do Pacto de Estabilidade é que elimina os sintomas sem erradicar a doença. Impondo limites numéricos sobre os défices orçamentais sem remover a desordem subjacente apenas encoraja um comportamento para ir ao encontro do que está escrito mas não ao espírito da lei. Mas, tal como defendem os autores, se os défices excessivos podem apenas ser prevenidos apenas usando a autoridade da UE para impor uma restrição externa credível, não há razão para não tentar.

3.1.1.5. Coordenação de políticas

Um outro argumento para as restrições orçamentais é no sentido de fomentar a coordenação de políticas de forma geral. É desejável que as políticas orçamentais nacionais sejam coordenadas e que a política monetária e a política orçamental sejam conciliadas. Numa perspectiva de curto prazo, uma condução comum em direcção a futuros ajustamentos fiscais criará as condições para permitir ao BCE dar a resposta monetária adequada. Esta é uma forma de prevenir más combinações de política com uma política orçamental laxista e uma apertada política monetária de conduzir a elevadas taxas de juro reais, baixo investimento, uma taxa de câmbio sobreavaliada cronicamente e um crescimento lento.

Para a coordenação supranacional das políticas orçamentais nacionais, um número de requisitos tem que ser satisfeito. Como referido por Matti Virén (2001), o comportamento cíclico das economias e a natureza dos choques deverá ser similar; os países devem ter estabilizadores automáticos razoavelmente semelhantes; previsões e a avaliação da situação corrente devem ser suficientemente cuidadosas; os

efeitos das acções de política orçamental devem ser muito maiores do que de acções descoordenadas; países diferentes devem partilhar a mesma visão de política (em termos dos instrumentos e dos objectivos da política); e compromissos de políticas devem ser reforçados em diferentes países. Parte destes requisitos não se verifica na área euro e, portanto, coordenação orçamental activa será excepção e não a regra. No momento, coordenação “negativa” no sentido de prevenir os países de atingirem défices excessivos permanecerá a regra. É esperado, contudo, que esta coordenação puramente “negativa” prevenindo uma má conduta orçamental passe para uma forma de coordenação mais “positiva” visando alcançar uma posição orçamental óptima para a UEM como um todo.

De acordo com Eichengreen (1998), a maioria dos estudos empíricos de coordenação de políticas sugere que os benefícios são contudo insignificantes. Ele argumenta igualmente que limites numéricos ao défice tais como o do Pacto de Estabilidade estão longe de uma base ideal para estimular a coordenação de políticas. Limitando a flexibilidade das políticas orçamentais nacionais, eles podem na verdade impedir esforços de coordenação das políticas. Por exemplo, na presença de um choque comum negativo particularmente severo, poderá haver a necessidade para um “suplemento orçamental” discricionário. Contudo, cada país membro pode abster-se de tomar a iniciativa, esperando *free-ride* na estabilização de outros países. Esta atitude de esperar e ver pode ser composta pelo medo de que avançando sozinho possa trazer a ameaça de sanções de acordo com o Pacto de Estabilidade e Crescimento.

3.1.1.6. Teoria orçamental do nível de preços

Canzoneri e Diba (1999) argumentam que um caso mais relevante para a existência de regras orçamentais é fornecido pela chamada teoria orçamental da determinação do preço⁹. Esta teoria tem sido proposta por alguns investigadores implicando que é verdadeiramente a posição orçamental e não a política monetária que determina o nível de preços e as taxas de inflação. De acordo com a teoria, um défice elevado exige um aumento no nível de preços, reduzindo assim o valor real da dívida pública pendente, afim de manter restrição orçamental do governo de longo prazo satisfeita (ver Leeper (1991), Woodford (1995) ou Sims (1994,1998)).

Neste contexto, uma restrição do défice é importante para sustentar a independência funcional do banco central: sem um critério credível do

défice assegurando a solvência orçamental do governo, o banco central não estaria apto a manter o controlo do nível de preços. Contudo, Canzoneri e Diba notam que a necessidade para regras orçamentais para a estabilidade monetária na UEM pode ser temporária. Assim que o BCE tivesse estabelecido a sua credibilidade, o Pacto deixaria de ser necessário, desde que solvência orçamental estivesse garantida.

3.1.1 Argumentos contra as regras

Dados os benefícios das restrições orçamentais, o perigo correspondente é que elas enfraqueçam a operação dos estabilizadores automáticos e a política discricionária. É largamente reconhecido que renunciar da taxa de cambio como um instrumento de ajustamento aumenta a função da política orçamental na estabilização do ciclo.

De acordo com Arestis *et al* (1999), regras que especifiquem um limite fixo no recurso ao crédito por parte do governo, não têm em consideração que este serve como um mecanismo de distribuição ao longo do tempo o custo de ajustamento a choques e para um nivelamento da carga fiscal associada com o investimento público. Assim, restrições à contracção de empréstimos pelo governo reduzem a flexibilidade da política orçamental dos governos nacionais e torna a coordenação orçamental extremamente difícil. Os autores argumentam que restrições de empréstimo seriam apenas justificadas se os governos regionais tivessem pouco ou mesmo nenhum poder para aumentar impostos e fossem dependentes da autoridade central para a maioria do seu rendimento dado que isto aumentaria o risco de *bailout*, tal como referido na secção anterior. Mas em casos em que uma proporção significativa da despesa dos governos fosse gerada da sua própria base de impostos, a autoridade central podia forçar os governos a tomar acção remediadora quer diminuindo a despesa ou aumentando os impostos, ou através de ambas, e restrições a empréstimos ao governo não deveriam ser empregues. Dado que este último caso se aplica à UEM, os governos nacionais ainda dispõem de poderes tributários com uma larga base de imposto e como tal pode usa-la como um meio de financiar empréstimos (ver Von Hagen e Eichengreen, 1996).

O Pacto de Estabilidade estipula que, durante períodos de abrandamento económico, o orçamento pode ocorrer em défice mas deverá permanecer abaixo do limite dos 3 por cento. Assim o principal receio é que esse limite do Pacto possa interferir com a função de estabilização. Esta é provavelmente a objecção mais séria contra o PEC.

Contudo, Buti *et al* (1998) argumentam que com défices e dívida no passado, estabilização orçamental estava já efectivamente imobilizada. Como veremos na secção sobre a flexibilidade do Pacto, o objectivo de médio prazo de orçamento equilibrado, em vez de ser visto como restritivo, é apresentado como habilitador. Apenas se os países alcançarem algo como um equilíbrio estrutural de médio prazo os estabilizadores automáticos estarão habilitados para operar como devem. O risco de violação da norma do défice de 3 por cento como resultado de uma recessão económica parece mais séria no futuro próximo, visto que a margem para usar os estabilizadores automáticos é ainda pequena.

Uma preocupação diferente no contexto da estabilização orçamental dentro da UEM é apresentada por Allsopp e Vines (1998): como é que a política orçamental operaria contra choques comuns que poderiam emergir de uma queda acentuada ou subida súbita da procura mundial para as exportações da UE, ou, internamente, de choques comuns da procura. Dados os incentivos adicionais para não recorrer a défices em virtude do Pacto de Estabilidade, eles argumentam que existe um perigo real que um sistema orçamental descoordenado e descentralizado conduza no agregado a uma reduzida estabilidade orçamental – mesmo até ao ponto onde os estabilizadores automáticos tenderão a ser anulados. Com um número alargado de pequenas unidades orçamentais cada uma com um elevado número de importações, será de prever que a tendência para *free-riding* das unidades sobre a estabilização em qualquer outro lado seria aumentada. Uma consequência óbvia de estabilização orçamental inadequada seria que uma grande parte da função estabilizadora contra os choques comuns teria que ser assumida pelo banco central (as taxas de juro teriam em princípio que flutuar para níveis com custo elevado tal como a taxa de cambio do euro).

3.2. O Pacto de Estabilidade e Crescimento: O que é? Como é implementado?

O Pacto de Estabilidade e Crescimento acompanhou a introdução de uma moeda única na União Europeia como parte da terceira fase da união económica e monetária. Governa as políticas económicas dos países membros que aderiram à moeda única e restringe fortemente as políticas dos que não aderiram.

Na sua forma original, o Pacto de Estabilidade foi avançado por Theo Waigel, ex-ministro das finanças alemão, em Novembro de 1995. A sua proposta era baseada no facto de que, embora o Tratado de Maastricht se

esforce por assegurar que a disciplina orçamental é mantida antes e depois da entrada na UEM, havia dúvidas especialmente no lado alemão se era restritivo o suficiente. Deixando vários aspectos em aberto e sujeito a interpretações, o Tratado permite um grau significativo de poder discricionário a vários níveis de decisão o que poderia enfraquecer a confiança na continuação da disciplina orçamental na união monetária.

Acordo sobre as principais componentes do agora chamado Pacto de Estabilidade e Crescimento foi obtido no Conselho Europeu em Dublin em Dezembro de 1996 e foi formalmente adoptado no Conselho Europeu de Amsterdão em Julho de 1997. O pacote final, adoptado pelo Conselho Europeu incluiu duas Regulações do Conselho e uma Resolução do Conselho Europeu que fornece orientação ao Conselho e aos estados membros sobre a aplicação do pacto. As duas regulações têm a força da lei e podem ser vistas como sendo compostas de dois elementos complementares. A primeira é o braço preventivo do pacto: refere-se ao fortalecimento das posições orçamentais e vigilância e coordenação das políticas económicas. Encarrega aqueles estados membros que aderiram à moeda única a submeter à Comissão um programa de estabilidade que terá que ser actualizado anualmente e deve detalhar o objectivo orçamental de médio prazo dos Estados membros, os pressupostos principais sobre os desenvolvimentos económicos, e os caminhos projectados para a razão do défice e a razão da dívida. Um “plano de convergência” similar nos contornos ao programa de estabilidade deve ser submetido pelos membros fora do euro. Estes programas pretendem actuar como um sistema de aviso antecipado e irão assinalar quando um país membro está perto de infringir os valores de referencia previstos no tratado.

A segunda regulação é o braço dissuasivo: tem como objectivo acelerar e clarificar a implementação do Procedimento do Déficit Excessivo, elaborando as cláusulas referentes a circunstâncias excepcionais e temporárias sobre as quais o valor de referência de 3 por cento para o défice orçamental do governo pode ser excedido sem a determinação de que o défice é excessivo. Esforça-se por reduzir o campo de discrição que é permitido no Tratado de Maastricht.

Relativamente aos mecanismos, podemos dizer que a característica principal do Pacto de Estabilidade e Crescimento é o requerimento que o défice orçamental nacional não exceda 3 por cento do PIB, e uma falha para satisfazer esse requerimento pode levar a uma série de multas, dependendo no grau em que o défice excede os 3 por cento. Como referimos anteriormente, os membros fora do euro estão igualmente obrigados a exercer um controlo orçamental similar através de programas de convergência, embora não estejam sujeitos às multas por défice excessivo.

Um governo que pretenda evitar um défice orçamental “excessivo” de mais de 3 por cento do PIB teria que assegurar que o limite de 3 por cento não é transgredido durante uma recessão económica. Desta forma, teria igualmente que assegurar que o défice médio durante o decorrer do ciclo económico teria que ser muito mais baixo que 3 por cento do PIB.

O Pacto especifica cláusulas de “escape” que permitem um Estado membro que tem um défice excessivo evitar sanções. É o caso se o seu PIB real diminuir em pelo menos 2 por cento no ano em questão. Uma recessão em que o PIB diminui por menos do que 2 por cento mas mais do que 0.75 por cento pode também qualificar-se com o acordo do Conselho. A Comissão receberá dados definitivos sobre o défice de um país no ano t por volta de Março do ano $t+1$. O governo terá então que tomar acção correctiva para prevenir o excesso de persistir no ano $t+2$. Se tal acção não for tomada até ao final do ano $t+1$, o país estará sujeito a uma variedade de sanções (Artigo 104 a(11)). No mínimo uma ou mais devem ser impostas, entre as quais uma deve ser um depósito não remunerado depositado pelo governo nacional. Se o orçamento não for corrigido dentro de dois anos o depósito é confiscado e torna-se uma multa, enquanto que se o défice for corrigido dentro de dois anos o depósito é restituído e a multa torna-se o juro precedido.

Assim, o pacto não implica que as multas serão aplicadas assim que os défices orçamentais excedam 3% do PIB. É pelo contrário mais flexível, dado que permite isenções temporárias para países a atravessar recessões “severas”. De forma mais geral, concede tempo para que défices excessivos sejam corrigidos. Dado que é o défice no ano $t+2$ que se deve submeter aos requisitos do tratado, dois anos sucessivos de excesso podem ocorrer sem punição. A passagem na qual é especificado que défices excessivos devem ser corrigidos antes do ano seguinte à identificação do excesso termina com a frase “a menos que existam circunstâncias especiais”. Assim, neste caso de “circunstâncias especiais” indefinidas, o pacto permite quantidades não especificadas de tempo.

3.3. Flexibilidade e o PEC: Será que o Pacto limita a flexibilidade da Política Orçamental?

Tal como referido anteriormente, o pacto estipula que, durante períodos de abrandamento económico, o orçamento pode ocorrer em défice mas deveria permanecer ainda abaixo do limite dos 3 por cento. Isto é, há um compromisso pelos países da UE de aspirar por uma posição orçamental com uma margem de segurança suficientemente grande de tal

forma que o critério do défice de 3% do PIB não será transgredido no caso de recessões.

Dará o pacto demasiada ênfase à disciplina orçamental com o custo de perda de flexibilidade na condução da política orçamental?

Durante os anos iniciais da UEM, antes dos alvos orçamentais serem alcançados, estabilização cíclica pode ser restringida devido à proximidade dos défices iniciais ao limite máximo de 3% (Allsop e Vines, 1996; e Eichengreen e Wyplosz, 1998).

Assim que tenha passado este período de transição, contudo, não existe contradição entre a disciplina orçamental e a flexibilidade orçamental. Pelo contrário, o Pacto de Estabilidade e Crescimento pode ser interpretado como um instrumento de compromisso para recuperar a margem de manobra para a política orçamental sustentar o ciclo. Assim que o *steady state* de uma posição orçamental “próxima do equilíbrio ou em excedente” for alcançado, as margens em redor deste alvo devem proporcionar suficiente espaço de manobra para os estabilizadores automáticos agirem em pleno. Assim, o pacto permite aos estabilizadores automáticos actuarem e desta forma contribui para a estabilização das flutuações cíclicas na actividade económica. Além disso, de acordo com a literatura recente, os efeitos tradicionais keynesianos das políticas orçamentais podem ser invertidos em condições de desequilíbrios consideráveis nas finanças públicas. A ameaça de insustentabilidade resultante de uma expansão orçamental quando a dívida pública é alta ou em rápido crescimento pode implicar prémios substanciais nas taxas de juro para cobrir riscos explícitos ou implícitos de não cumprimento. Isto pode reduzir o investimento, e portanto contrabalançar o efeito directo da expansão orçamental. No lado do consumo, como sublinhado por Sutherland (1997), “quando a dívida alcança valores extremos as gerações correntes de consumidores sabem que estarão vivas quando o próximo programa de estabilização for implementado. Um défice orçamental pode ter um efeito contraccionista na despesa dos consumidores nestas situações.”

Assim, política orçamental laxista não compra mais estabilização efectiva. Pelo contrário, durante as décadas passadas, os países altamente endividados têm perdido de modo crescente a margem para os seus estabilizadores automáticos actuarem. Evidência empírica recente a favor desta conclusão pode ser encontrada em Buiti *et al* (1997). Eles examinaram o comportamento das autoridades fiscais em países da UE em episódios de recessão severa durante o período 1960-97. Recessões severas são definidas implicando uma queda no PIB real em pelo menos 0.75 por cento, o que potencialmente desencadearia a “clausula de caracter excepcional” segundo o Pacto. A tabela mostra que países com dívida e défices baixos têm de facto respondido a tais choques severos

pela via da política orçamental muito mais do que países com finanças públicas altamente desequilibradas.

Situação Orçamental Pré-recessão	Mudança cumulativa entre o ano antes da recessão e o último ano da recessão (média ao longo dos episódios)			
	Défice real	Do qual: Défice primário	Défice estrutural	Do qual: Défice primário estrutural
-Estados Membros com rácios do défice e da dívida acima da média da UE	1.9	-0.4	1.1	-1.2
-Estados Membros com rácios do défice e da dívida abaixo da média da UE	5.1	1.4	4.4	0.8
Média ao longo de todos os episódios	3.6	0.5	2.8	-0.1

Tabela 1: Comparação de reacções orçamentais a recessões severas partindo de situações orçamentais diferentes no período pre-recessão (1961-97)

Fonte: Buti *et al* (1997)

Países com rácios do défice e da dívida acima da média da UE foram forçados a apertar a sua posição orçamental reduzindo os défices primários estruturais por 1.2 pontos percentuais do PIB. Políticas restritivas com o objectivo de prevenir o agravamento da situação orçamental foram adoptadas, especialmente durante episódios de recessão prolongada. Por outro lado, estados membros com baixos desequilíbrios orçamentais empreenderam políticas expansionistas aumentando os seus défices primários estruturais em 0.8 pontos percentuais em média. Tal como discutido em Buiter *et al* (1998), este padrão parece ser confirmado quando a atenção é mudada de recessões severas para ciclos de abrandamento normal.

Assim, o conflito potencial entre disciplina e flexibilidade ocorreria apenas durante o período de transição quando os saldos orçamentais estão ainda relativamente perto do limite dos 3 por cento. Na eventualidade de recessão durante os primeiros anos da UEM, políticas orçamentais pró-cíclicas teriam que ser implementadas para prevenir os países de se

moverem para défices excessivos. Contudo, os custos de uma tal acção pró-cíclica a um tempo durante o período de transição para manter o orçamento do Estado no bom caminho teriam que ser pesados contra aqueles que surgem da perda de credibilidade devido a uma implementação pouco firme do pacto. Dada a sua natureza, pode ser argumentado que os últimos pesam mais do que os primeiros.

3.4 Redução da dívida sob o PEC

Embora o PEC não mencione a dívida pública, nem pormenorize sobre os limites dos 60 por cento do PIB fixados no Tratado de Maastricht, tem consequências substanciais para a dinâmica da dívida.

Enquanto que todos os países da UEM terão que respeitar a regra de “próximo do equilíbrio”, pode ser argumentado que, adicionalmente, países altamente endividados devem assegurar uma redução rápida no seu rácio da dívida. Membros com dívida baixa, bem como o BCE, podem ter incentivos fortes para pressionar para uma rápida redução da dívida. Tal condição adicional pode exigir que Estados membros altamente endividados tenham que ir além dos limites orçamentais que estes países necessitam para simplesmente satisfazer o critério do défice. Assim adesão à condição “próximo do equilíbrio” reduziria gradualmente os rácios dívida/PIB. Assintoticamente, a dívida pública desapareceria ou alcançaria níveis muito baixos.

Esta tendência terá efeitos significativos nos mercados financeiros, fundos de pensões e governação corporativa. Uma consequência óbvia é que a oferta dos activos tipicamente sem risco diminuirá gradualmente. Tal como apontado por De Grauwe (1998), a reabsorção completa da dívida pública pode então não ser desejável, porque, num ambiente de incerteza, há uma procura (possivelmente crescente) para instrumentos financeiros de baixo risco, como é típico dos títulos do governo.

A tendência afectará também a distribuição entre gerações dado que as gerações correntes de contribuintes suportarão a carga da redução da dívida. Assim sem a restrição do défice fixada pelo Pacto, as gerações presentes podiam escolher em princípio estabilizar a dívida ao seu nível actual e confiar em largas políticas de estabilização, evitando uma carga excessiva para os contribuintes. Contudo, tal como sublinhado por Rostagno *et al* (2001), isso deixaria também inalterada a principal taxa de imposto corrente necessária para sustentar a dívida. Os autores argumentam que a redução permanente da principal taxa de imposto necessária para sustentar a dívida tem implicações positivas especialmente em circunstâncias económicas pouco favoráveis, em que as

famílias com restrições de liquidez desejariam políticas de estabilização automáticas e discricionárias. A redução da dívida pode portanto ser considerada uma política para proporcionar um seguro contra insuficiências de rendimento em períodos de dificuldade.

3.5. Investimento Público e o PEC

Têm existido preocupações que as regras orçamentais estabelecidas no Tratado de Maastricht e no Pacto de Estabilidade e Crescimento possam reduzir permanentemente a contribuição do sector público para a acumulação de capital.

A obrigação para os estados membros sob o pacto de manter posições orçamentais próximas do equilíbrio ou em superavit implica que a maioria da despesa de capital tenha que ser financiada por receitas correntes. Financiamento pela dívida já não estará disponível para suavizar a carga dos projectos de investimento ao longo das gerações de contribuintes recebendo os serviços dos bens de investimento. Assim, dado que os investimentos produzem benefícios diferidos, os meios de os financiar (impostos em vez de dívida) afectam a equidade inter-gerações. Financiamento por impostos implica uma perda de bem-estar para as gerações correntes e favorece as futuras: as primeiras pagam por completo um projecto cujos benefícios ocorrerão em parte para os últimos. Neste caso, quando uma restrição orçamental é introduzida, é então possível que os eleitores prefiram uma redução na despesa de capital a um aumento dos impostos ou uma redução da despesa corrente (da qual beneficiarão por completo).

Assim, a escolha entre financiamento por imposto ou por défice do investimento do governo não só afecta a distribuição de bem-estar entre gerações mas é provável que exerça também um efeito negativo adicional nas decisões de investimento. Durante este período de transição, as gerações correntes terão que pagar por completo novos projectos pagando também o juro devido por dívidas incorridas no passado. Devido a estas despesas de juros na dívida acumulada, para qualquer nível de investimento público, o orçamento equilibrado implica uma diferença maior entre receita de impostos e despesa pública corrente em serviços e transferências para as gerações presentes. O custo de oportunidade de fundos destinados ao investimento é assim mais elevados e, portanto, pode haver um risco significativo de redução no investimento público.

Para prevenir a influência negativa sobre o investimento público, a adopção de uma “regra de ouro” tem sido sugerida. A regra excluiria a

despesa de investimento do cálculo dos parâmetros orçamentais relevantes para o Procedimento dos Défices Excessivos¹⁰.

De acordo com aqueles que defendem esta modificação¹¹, isto permitiria aos Estados Membros da UE aliviar a sua posição orçamental ao mesmo tempo afectando positivamente o crescimento de longo prazo: financiamento pela dívida não prejudicaria assim gerações futuras. Contudo, uma implementação satisfatória de uma tal regra levanta diversas dificuldades. Dado que a “regra de ouro” é baseada implicitamente num sistema orçamental dual (separação das operações correntes e de capital), os governos teriam fortes incentivos para classificar despesa corrente como despesa de capital¹². Posições orçamentais tornar-se-iam, neste caso, ainda mais difíceis de controlar do que no caso actual. Além disso, a possibilidade de pedir emprestado, sem limites restritivos, afim de financiar investimentos poderia diminuir a atenção prestada quando se avaliam os custos e benefícios de cada projecto. Contrariamente ao que se passa no sector privado, não haveriam mecanismos para penalizar as instituições públicas a investirem em projectos de baixo rendimento (Buiter *et al*, 1993). Finalmente, dado que a divisão do orçamento entre contas correntes e de capital tende a reduzir a flexibilidade orçamental e a dificultar a condução de políticas de estabilização, a “regra de ouro” na estrutura orçamental da UEM pode assim ser inconsistente com a realização dos objectivos gémeos de assegurar espaço suficiente para as políticas de estabilização e conseguir uma posição orçamental sólida.

3.6 Envelhecimento das populações e o PEC

Mudanças demográficas nas próximas décadas irão alterar o tamanho e o perfil etário das populações em todos os países da UE e colocar importantes desafios económicos, orçamentais e sociais. Na perspectiva das finanças públicas, existem dois riscos particulares. Em primeiro lugar, uma subida antecipada nas taxas de fertilidade dos seus baixos níveis históricos pode não se realizar, o que implicará menores entradas no mercado de trabalho nas próximas décadas. Em segundo lugar, um aumento significativo na esperança de vida acima das previsões correntes, devido por exemplo a avanços nas tecnologias médicas ou nos medicamentos, podia subir futuramente a taxa de dependência da terceira idade e aumentar as pressões sobre as pensões públicas e os sistemas de saúde.

O impacto combinado do envelhecimento das populações sobre as pensões públicas e os sistemas de saúde sugere, na ausência de futuras reformas, um aumento da despesa pública entre 5 e 8 pontos percentuais do PIB na maioria dos Estados Membros e possivelmente em quantidades maiores em cenários menos favoráveis. Claramente, tais aumentos da despesa não poderiam ser financiados acumulando défices estruturais elevados e dívida pública.

Enquanto que a regra “próximo do equilíbrio” do Pacto de Estabilidade e Crescimento foi introduzida primeiramente para evitar desequilíbrios orçamentais na união monetária, a sua implementação terá implicações substanciais para a forma pela qual os governos enfrentarão o agravamento da situação demográfica depois de 2010 (quando a geração do *baby-boom* se reformar). Induzindo uma contracção rápida no rácio entre a dívida e o PIB, a regra “próximo do equilíbrio” moverá os orçamentos para uma posição sólida.

A redução subsequente nos pagamentos de juro compensariam parte do provável aumento da despesa em pensões e na saúde. Assim, tal como sublinhado por Franco e Munzi (1997), a implementação da regra próximo do equilíbrio forçaria os governos a fazerem uso da “pausa” disponível durante a próxima década para enfrentar o envelhecimento da geração do *baby-boom* na base de uma política orçamental sólida.

4. CONCLUSÃO

Disciplina orçamental é um dos principais blocos de construção da UEM. Tal como vimos, os défices são prováveis de ter maiores efeitos sobre o bem-estar como um resultado da falha da equivalência ricardiana. Estes quase seguramente sobem o consumo agregado e assim diminuem a riqueza futura da economia. O custo mais óbvio de défices excessivos é contudo que eles implicam um desvio da política de *tax-smoothing*. Se a taxa de imposto está abaixo do nível necessário para a restrição orçamental ser satisfeita em expectativa, então a taxa de imposto futura esperada ultrapassa a taxa de imposto corrente. Isto significa que o valor descontado esperado dos custos de distorção do aumento da receita é desnecessariamente elevado.

Os países frequentemente embarcam em caminhos para a política orçamental que não podem ser mantidos. A política é insustentável quando o governo se tenta comportar de uma forma que viola a sua restrição orçamental. Isto cria a possibilidade de uma crise que envolve uma contracção rápida da política orçamental, um declínio acentuado na

procura agregada, repercussões importantes no capital e nos mercados de câmbio, e possivelmente não cumprimento na dívida pública. Assim os custos de uma tentativa de seguir uma política orçamental insustentável que termina numa crise são quase seguramente substanciais.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento estipula as condições de suporte da “cultura de estabilidade” subjacente à UEM. Fixando uma estrutura complexa de regras e procedimentos, o pacto procura reconciliar a preocupação da disciplina orçamental com o reconhecimento da necessidade de estabilização orçamental. Luta por um equilíbrio entre regras gerais que se aplicam ao nível da UEM e espaço de manobra ao nível nacional. Este artigo fez uma revisão das principais características do pacto e alguns problemas e desenvolvimentos relacionados com a sua implementação.

A definição da arquitectura orçamental da UEM está contudo ainda em progresso e há uma série de aspectos em aberto que permanecem por ser respondidos. Como vimos, a regra “próximo do equilíbrio” pode implicar alguns problemas e dificuldades. Por exemplo, no longo prazo, o desaparecimento da dívida pública como típico activo livre de risco pode levantar problemas de ajustamento nos mercados financeiros. O declínio gradual nos rácios dívida público/PIB representa contudo um desenvolvimento positivo, também do ponto de vista das pressões orçamentais ainda indefinidas do envelhecimento da população. Na perspectiva do alargamento da UE, reconciliar a regra “próximo do equilíbrio” do Pacto com as necessidades de elevado investimento público dos novos membros (especialmente porque a maioria destes países estão ainda na fase de *catching-up*) pode provar-se difícil.

Portugal foi precisamente o primeiro Estado Membro a ultrapassar o valor de referência em 2001. Através da arrecadação de receitas extraordinárias tem evitado voltar a quebrá-lo. A Alemanha e a França, dois dos grandes Estados-membros europeus, já quebraram o limite do défice mais do que uma vez, num período de dificuldades económicas acrescidas, mas os ministros das Finanças dos Quinze decidiram não levantar qualquer processo de sanções até 2006. É possível assim que as pressões para a flexibilização das regras do PEC venham provocar a sua revisão no futuro próximo.

Podemos em conclusão dizer que muitos aspectos da definição da política orçamental da UEM serão clarificados à medida que o tempo avança. No tempo presente, contudo, considerações políticas e práticas sugerem a manutenção do PEC e a simples adjudicação de políticas, complementadas por directivas para as políticas orçamentais (que vão além do PEC) e diálogo intenso no Eurogrupo.

NOTAS

¹ Esta hipótese está no entanto posta de parte aos governos da UEM, dado que a política monetária é comum e centralizada no Banco Central Europeu (BCE).

² Isto pode, obviamente, ser reescrito como a taxa de juro real sendo menor do que a taxa de crescimento do PIB ($R - \pi < \gamma$).

³ De notar que a Restrição Orçamental do Governo pode ser escrita como

$$(1 + \pi + \gamma) \Delta(b_{t+1}/y_{t+1}) = (d_t/y_t) + (r - \gamma)(bt/yt).$$

Assim, $\Delta(b_{t+1}/y_{t+1}) = 0$. Isto implica $b/y = - (1/r - \gamma) (d/y) = (1/\gamma - R + \pi)(d/y)$.

⁴ Ironicamente, Ricardo não era um ricardiano. Era céptico em relação à teoria que agora possui o seu nome.

⁵ Para alguns exemplos, ver Bernheim, Shleifer, e Summers (1985); Bernheim e Bagwell (1988); Wilhelm (1996); e Altonji, Hayashi, e Kotlikoff (1997).

⁶ Ver Persson e Svensson, 1989; Tabellini e Alesina, 1990, Corsetti e Roubini (1997)

⁷ Ver Beetsma e Uhlig, 1997

⁸ Tem havido uma explosão de artigos sobre este tópico nos últimos anos. Artigos recentes que se focam no caso europeu incluem Woodford (1996), Sims (1998), e Bergin (1998).

⁹ Embora o Tratado, quando define um “défice excessivo”, não discrimine entre despesas correntes e de capital, estabelece que o Relatório da Comissão sobre os Défices Excessivos deve ter em consideração uma lista de factores relevantes e, entre eles, ‘se o défice do governo excede a sua despesa de investimento’ (artigo 104 (3))

¹⁰ Ver Modigliani *et al* (1998)

¹¹ Ver Colm and Wagner (1963)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alesina, Alberto e Roberto Perotti (1995). "The Political Economy of Budget Deficits", *IMF Staff Papers*, 42: 1-31
- Alesina, Alberto, e Drazen, Allan. 1991. 'Why Are Stabilization Delayed?' *American Economic Review* 61 (December): 1170-1188.
- Alesina, A. e G. Tabellini (1990), 'A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt', *Review of Economic Studies*, vol. 57: 403-14.
- Allsopp, C. J., E vines, D. (1996), 'Fiscal Policy and EMU', *National Institute Economic Review*, 158, 91-107.
- Allsopp, C.J., McKibbin, W., e Vines , D. (1998a). 'The Stability and Growth Pact in Europe: Some Empirical Issues', mimeo, *Institute of Economics and Statistics*, Oxford University.
- Allsopp , C.J., McKibbin, W., e Vines, D. (1998b) 'Fiscal Consolidation in Europe: Is the 'Stability and Growth Pact' the Solution to a Prisoner's Dilemma?', mimeo, *Institute Economics and Statistics*, Oxford University.
- Artis, M. J., e Winkler, B. (1997), 'The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank', *CEPR Discussion Paper* 1688.
- Artis, M.J. e M. Buti (2000), 'Setting Medium-term Fiscal Targets in EMU', June, mimeo.
- Artis, M. J. e M. Buti (2000) 'Close to Balance or in Surplus – A Policy Maker's Guide to the Implementation of the Stability and Growth Pact', *Journal of Common Market Studies*, vol. 34: 563-92.
- Artis, M.J. e M. Marcellino (1998) 'Fiscal Solvency and Fiscal Forecasting in Europe', *CEPR Discussion Papers*, No. 1836.
- Artis M.J. e M. Marcellino (2000), 'The Solvency of European Government Finances' in (ed. Banca d'Italia), *Fiscal Sustainability, Banca d'Italia*, Rome.
- Balassone, F., e Franco, D. (1998), 'Public Investment in the Stability Pact Framework', *mimeo*, Bank of Italy
- Barro, R.J. (1974). 'Are Government Bonds Net Wealth?' *Journal of Political Economy*. 82(6), 1095-1117.
- Barro, R.J. (1979), 'On the Determination of Public Debt'. *Journal of Political Economy*. 87(5), 940-971.
- Barro, R.J. (1989) 'The Ricardian Approach to Budget Deficits'. *Journal of Economic Perspectives*. 3(2), 37-54.
- Bayoumi, T e Eichengreen, B. (1995), 'Restraining yourself: the implications of fiscal rules for economic stabilisation,' Staff Papers, *International Monetary Fund*, vol.42, no.1, pp. 32-48.

- Bayoumi T. e P. Masson (1995), 'Fiscal flows in the United States and Canada: lessons for monetary union in Europe', *European Economic Review*, 39, 253-74.
- Beetsma, R. e H. Uhlig (1999) 'An Analysis of the Stability and Growth Pact', *Economic Journal*, vol.109:546-71.
- Brunila, A., Buti, M. e Franco, D.(2001). The Stability and Growth Pact: The Architecture of Fiscal Policy in EMU, Macmillan.
- Buchanan, James M. e Wagner, Richard E. 1977. Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes. New York: Academic Press.
- Buiter, W., Corsetti, G., and Roubini, N. (1993), 'Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht', *Economic Policy*, 16, 57-100
- Buti, M., Franco D. e H. Ongena (1998), 'Fiscal Discipline and Flexibility in EMU: the Implementation of the Stability and Growth Pact', *Oxford Review of Economic Policy*, 14(3):81-97.
- De Grauwe, P. (1996), 'The Economics of Convergence Towards Monetary Union in Europe', *Weltwirtschaftliches Archiv*, 132(1), 1-27
- Eichengreen, B. e Wyplosz, C. (1998), 'The Stability Pact: More than a Minor Nuisance?' *Economic Policy*, 26, 65-114.
- European Commission (2000), Public Finances in EMU – 2000, European Economy – Reports and Studies.
- Fatas, A. (1998), 'Does EMU need a fiscal federation?' *Economic policy*, no. 26, pp.163-203.
- Franco, D., e Munzi, T. (1997), 'Ageing and Fiscal Policies in the European Union', in European Commission, 'The Welfare State in Europe – Challenges and Reforms', European Economy – Reports and Studies, 7, 239-388.
- Missale, A. (2000), 'Optimal Debt Management with a Stability and Growth Pact', *Public Finance and Management*, forthcoming.
- Perotti, R. (1999), 'Fiscal Policy in Good Times and Bad', *Quarterly Journal of Economics*: 1399-1436.
- Perotti, R., Stranch, R. e von Hagen, J. (1997), 'Sustainability of public finances', *CEPR Discussion Papers*, 1781
- Persson, Torsten, e Svensson, Lars E. O. 1989. 'Why a Stubborn Conservative Would Run a Deficit: Policy with Time-Inconsistent Preferences.' *Quarterly Journal of Economics* 104 (May): 325-345.
- Rogoff, Kenneth. 1990. 'Equilibrium Political Budget Cycles' *American Economic Review* 80 (March):21-36.
- Romer, D. (2001) Advanced Macroeconomics. McGraw Hill
- Sala-i-Martin, X. e J. Sachs (1992) 'Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States', *CEPR Discussion paper*, No 632.
- Sargent, T. (1987) Dynamic Macroeconomic Theory (Cambridge, Mass: Harvard University Press).

- Sutherland, A.(1997), 'Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?', *Journal of Public Economics*, 65:147-62.
- Tabellini, Guido, and Alesina, Alberto. 1990. 'Voting on the Budget Deficit' *American Economic Review* 80 (March): 37-49.
- Uctum, M. e Wickens, M. (1997), 'Debt and deficit ceilings, and sustainability of fiscal policies: An intertemporal analysis', *CEPR Discussion Papers*, 1612.
- von Hagen, J. e Eichengreen, B. (1996), 'Federalism, fiscal Restraints, and European Monetary Union', *American Economic Review, AEA Papers and Proceeding*, vol86, no. 2, pp. 134-38.
- von Hagen, J. e I. Harden (1994). 'National budget processes and fiscal performance', *European Economy, Reports and Studies*.
- von Hagen J. (1992), 'Fiscal arrangements in a monetary union: some evidence from the US', in (eds.) Fair D. and C. de Boissieux: *Fiscal Policy, Taxes and the Financial Systems in an Increasingly Integrated Europe*, Deventer: Kluwer Academic