

ANEXO C

REGRAS DISCIPLINA FISCAL (*FISCAL RULES*)

Abel M. Mateus

1. Regras versus Descrição

A literatura macroeconómica dos anos 1980, depois da revolução das expectativas racionais, deu grande importância a definir regras, nomeadamente regras para a política monetária, que pudessem ancorar as expectativas, neste caso expectativas inflacionistas.

As regras de política económica são preferíveis a uma total discricionariedade na definição da política económica para assegurar o comprometimento dos agentes de política económica à consistência intertemporal e a ultrapassar problemas como o “predomínio do desígnio do curto prazo” ou do eleitoralismo – utilização da política como instrumento do ciclo político, gerando flutuações económicas desnecessárias.

A teoria monetária produzia as recomendações sobre as instituições monetárias que constituiriam as bases de uma regra monetária: banco central independente do governo, tendo como principal objetivo manter a estabilidade dos preços e manipulando as taxas de juro de curto prazo de forma a atingir uma inflação de 1 a 2% ao ano (*inflation targeting*).

Numa tentativa de associar instrumentos a objetivos vários economistas afirmam que a política monetária deveria estar sobretudo dirigida ao objetivo da estabilização dos preços e a política orçamental à estabilização do PIB. É claro que os efeitos das duas políticas podem afetar estes dois objetivos, sobretudo no curto prazo. Mas no longo prazo a política monetária não pode afetar o PIB, admitindo que a curva de Philips no longo prazo é vertical em relação aos preços e fixa no PIB potencial. É evidente que o défice orçamental não afeta o PIB potencial diretamente, mas uma elevada dívida pública, resultado do acumular de défices, pode reduzir substancialmente o PIB potencial, como se elabora no Anexo E. Também a estrutura das receitas e despesas tem um importante impacto na afetação de recursos e incentivos dos agentes económicos, afetando desta forma o PIB potencial.

Voltando às preocupações de curto prazo, haverá então uma regra orçamental gémea da regra monetária acima definida?

O FMI define “*fiscal rule*” como uma regra que impõe uma restrição duradoura à política orçamental através de limites numéricos ou agregado orçamental de forma a manter a capacidade anticíclica da política orçamental e a sua sustentabilidade. As regras orçamentais procuram corrigir as distorções nos incentivos e conter pressões para aumentar a despesa sem contrapartida de receita, particularmente em bons tempos, de forma a assegurar responsabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida.

Na nossa interpretação, Regras Orçamentais são um conjunto simples de normas que define ou limita o déficit orçamental com vista a maximizar o bem-estar económico com o fim de resolver o problema da consistência intertemporal de políticas, assegurando a capacidade anticíclica da política orçamental e a sustentabilidade da dívida pública a longo prazo.

A perspetiva keynesiana ou neo-keynesiana afirma que a política orçamental pode afetar a procura global e assim ter um impacto sobre o PIB e emprego no curto prazo. Daí que desde a contribuição de Keynes se tenha atribuído à política orçamental o importante papel de política anticíclica. É verdade que ao longo destas últimas décadas não foi pacífico este papel. Por um lado, argumentava-se que devido à necessidade de especificar planos de investimento e preparar projetos, os tempos requeridos para aprovação parlamentar e os *lags* de implementação poderiam implicar que a política acabasse por atuar quando a economia já estava em franca recuperação, acentuando, em vez de prevenir o ciclo. Por outro lado, argumentava-se que muita desta despesa teria baixa produtividade e que era um desperdício de recursos, devendo era estimular-se diretamente o investimento e eventualmente o consumo privado.

Mas a teoria mais fundamentada da inoperância da política fiscal tem a ver com a hipótese ricardiana quanto ao comportamento dos agentes privados. Suponhamos que se parte de uma situação de equilíbrio orçamental e perante um choque qualquer o governo baixa os impostos. Será a procura agregada estimulada por esta medida? Se os agentes se comportarem racionalmente não. É que este déficit terá que ser financiado por dívida que vai requerer pagamento de juros e, portanto, um aumento de impostos futuros para serviço da dívida. Ou seja, a redução de impostos atual seria compensada por um aumento de impostos futuros, cancelando-se os efeitos.

Mesmo assim, a escola de expectativas racionais de Lucas e Stokey¹ argumentam que a política orçamental tem o papel de “*tax smoothing*”, ou seja, fenómenos como uma guerra ou depressão que ocasionem uma subida temporária na despesa pública, devem se financiados por dívida para evitar fortes alterações nas taxas de imposto, o que levaria a uma maior distorção na economia e a uma queda do PIB potencial.

O que os neo-keynesianos contra-argumentam é que existirão numa economia famílias que têm um horizonte temporal elevado e atuam segundo a hipótese de Ricardo, mas haverá outras famílias, e que são a maioria, e com peso substancial, em termos de procura agregada, que são limitadas pela restrição de liquidez, num mercado imperfeito de capitais. Isto é, a redução de impostos leva a que tenham maior liquidez e assim vão aumentar os seus gastos, levando a um estímulo à procura agregada. Hoje é esta visão que predomina.

¹¹ Lucas R. and N. Stokey (1983). Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital. *Journal of Monetary Economics*, 12: 55-93 and Lucas, R. (1986). Principles of Monetary and Fiscal Policy. *Journal of Monetary Economics*, 17: 117-134

Num interessante artigo aplicado ao caso de Itália, Milesi-Ferretti (1996)² levanta o problema se no caso de um país que tem uma história de elevados défices, como também é o caso de Portugal, se deve introduzir uma regra orçamental na Constituição ou se se deve reformar o processo orçamental, sobretudo para o tornar mais transparente e os agentes de execução sujeitos a maior *accountability*. A sua conclusão é que as duas reformas são necessárias. A introdução de uma regra sem reforma do processo leva a usar mecanismos como “contabilidade criativa” e outros para ultrapassar a restrição, enquanto que a regra pode reforçar a reforma do processo e dar-lhe mais credibilidade.

Embora este facto não seja suficientemente frisado, uma pré-condição para o sucesso de qualquer regra orçamental é que exista um sistema de gestão e contabilístico orçamental competente e com um mínimo de rigor e eficiência. Nomeadamente, que os dados sejam fiáveis, que a capacidade de previsão seja razoável, que a cobertura estatística seja completa e que o processo orçamental seja transparente e auditado.

Estudos feitos pelo FMI (2009)³ procuram mostrar que as regras orçamentais têm tido um impacto positivo sobre a disciplina orçamental, sobretudo em casos em que os países tiveram que implementar programas de consolidação orçamental, mas a evidência não só não é contundente como até aponta para dificuldades na perceção dos canais de causalidade. Hallerberg e Wolff (2006)⁴ também mostram que as regras orçamentais, na medida em que são apercebidas pelo mercado como cimentando compromissos, o que levou à redução do prémio de risco da dívida pública, embora a evidência mais recente também seja menos conclusiva. Num trabalho recente, um dos especialistas nestas matérias conclui: “fiscal rules and institutions do not seem to affect budgetary outcomes once one controls for the influence of political factors that are generally deemed conducive to a commitment to fiscal discipline.”⁵ O que nos resta é investigar e precisar quais são os “fatores políticos” que levam ou andam lado a lado com a disciplina fiscal.

Vamos, pois estudar quais as regras orçamentais que têm sido propostas na literatura e ver os custos e benefícios da sua aplicação em Portugal, sempre tomando em conta o contexto da UE e do Euro. Na secção 2 começamos por estudar as propriedades a que deve obedecer uma regra orçamental ótima, na secção 3 estudam-se os principais tipos de regras orçamentais. Na secção 4 a justificação para regras no contexto da União Monetária. Aqui também se vai analisar a regra implícita no Pacto Estabilidade e Crescimento e respetivo Tratado Orçamental. Finalmente, na secção 5, veremos que tipo de regra é mais apropriada para Portugal e apresentaremos os resultados de algumas simulações simples. Devemos advertir que para se analisar o impacto macroeconómico corretamente é necessário um modelo macroeconómico ou um modelo tipo DSGE.

² Fiscal Rules and the Budget Process, IMF WP 96/60. Veja-se a extensa literatura aqui citada.

³ Fiscal Rules: anchoring expectations for sustainable public finances.

⁴ Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia, Deutsche Bundesbank WP 35/2006

⁵ Debrun, X. . (2007) Tying Hands is not Commitment: can Fiscal Rules and Institutions Really Enhance Fiscal discipline?. Bruegel WP 1/2007.

2. Propriedades das Regras Orçamentais Ideais

Alesina e Perotti (1965)⁶ resumem os principais modelos de economia política que justificam a tendência para défices orçamentais excessivos: (i) modelos baseados na “ilusão fiscal” em que os decisores de política económica se comportam oportunisticamente perante votantes miópicos, (ii) modelos em que a dívida é uma variável estratégica, (iii) modelos de conflito distribucional, (iv) modelos de redistribuição intergeracional, (v) modelos de interesses geograficamente dispersos, e (vi) modelos que enfatizam o comportamento das instituições que participam no processo orçamental.

Em termos simples, o primeiro ramo da literatura supõe que os agentes políticos se comportam oportunisticamente, dando mais importância a ganhar eleições ou estar no poder do que à utilidade dos cidadãos, usando o défice orçamental para aumentar as suas *chances*. Como os votantes dão mais peso aos benefícios presentes derivados da despesa do que aos custos futuros derivados dos impostos, não internalizam a restrição intertemporal orçamental do Estado, pelo que não punem os governos que se comportam irresponsavelmente. O segundo ramo considera que a dívida pública restringe a atuação de governos futuros. Como o governo presente não internaliza os custos da austeridade que recairá sobre um governo futuro, tem incentivo em aumentar o défice e a dívida. Neste modelo uma maior polarização partidária levaria a défices mais elevados.

Nos modelos de conflito distribucional a falta de consenso entre grupos de interesse e/ou partidos leva a adiar a adoção de medidas para restringir o défice que pode ser devido a fatores exógenos. Este adiamento tem a ver com a falta de acordo sobre uma forma de partilha dos custos de ajustamento. Nestes modelos quanto maior for a fragmentação e polarização das sociedades e/ou partidária maior será a tendência para défices elevados. Na mesma linha, na medida em que a dívida pública é uma forma de redistribuir os custos de uma dada despesa com as gerações futuras, e as gerações futuras não votam e não podem defender os seus interesses, haverá uma tendência para uma dívida excessiva.

Nas teorias com dimensão geográfica (*common pool problema*), um grupo de votantes numa dada região procura maximizar os benefícios da despesa pública nessa região e não internaliza os custos com os impostos que são gerais para todos os votantes de uma dada nação, daí que surja um incentivo para aumentar a despesa pública e implicitamente o défice. O mesmo argumento se aplica a um dado setor ou grupo de interesse.

Também a teoria das burocracias explica a tendência para défices excessivos. De facto, os burocratas têm incentivos em maximizar o seu orçamento, dado que este se traduz em salários mais elevados e mais poder.⁷ O principal, o Parlamento, não tem informação suficiente sobre a *performance* do agente, o organismo público, pelo que toma o envelope orçamental como indicador dessa *performance*. Como

⁶ The Political Economy of Budget Deficits. IMF Staff Papers. 42:1-31.

⁷ Niskanen (1971). *Bureaucracy and Representative Government*, Chicago: Aldine-Atherton.

só o agente conhece a sua curva de custos, este maximiza o orçamento-receitas e não os benefícios líquidos.

Também a rigidez da despesa pública explica a tendência para défices excessivos, mesmo se for prosseguida uma política anticíclica. O problema é que durante uma recessão aumenta a despesa e quando se entra em expansão, e se deveria cortar a despesa, várias forças entram em jogo para prevenir o corte da despesa. Esta questão é particularmente relevante para a escolha dos instrumentos que devem ser utilizados, no caso de se prosseguir uma política orçamental discricionária. Por exemplo, é mais fácil reduzir o volume de investimentos públicos ou cortar no emprego temporário, ou mesmo repor impostos que tinham sido cortados, do que mexer em emprego permanente ou em transferências contratualizadas.

Estes modelos mostram que existe um enviesamento a favor de défices excessivos nos modelos que integram finanças públicas, assim como existe um enviesamento inflacionário nos modelos monetários, o que implica a necessidade de haver regras orçamentais e incentivos no processo orçamental que restrinjam aquele enviesamento.

Será este enviesamento maior ou menor numa economia aberta? Depende da evolução do custo da dívida com o nível desta. Se a curva da oferta de fundos for bastante elástica, como foi o caso durante os anos 2000-2008, então o enviesamento até se pode exacerbar.

Kopits e Symansky (1998)⁸ definem as principais propriedades a que uma regra orçamental deve obedecer:

1. Uma regra orçamental deve ser *bem definida*, sobre o indicador que é restringido, o agente executor e as *escape clauses* para ser efetiva e evitar ambiguidades na sua interpretação;
2. Para ser durável deve ser *transparente* quanto à sua operacionalização pelo governo, incluindo regras de contabilidade, previsão e enquadramento institucional (monitoragem) para ter aceitação democrática;
3. Deve ser *simples* para ter aceitação e implementação fácil;
4. Deve ser flexível para acomodar choques exógenos que estão para além do controlo das autoridades;
5. Deve ser *adequada e eficiente* em relação ao objetivo que se pretende prosseguir;
6. Deve ser *“enforceable”*: ter um estatuto legal e de preferência constitucional, acompanhado de um conjunto de *regras preventivas e regras corretivas e sancionatórias* que sejam aplicáveis;
7. Deve ser *consistente* com outras regras de política económica e compatível com as restantes políticas macroeconómicas;
8. Deve ser *suportada por ações de política acessórias* que assegurem o seu cumprimento e *sustentabilidade*.

⁸ Fiscal Policy Rules, IMF Occasional paper 162.

Existe algum *trade-off* entre estas propriedades. Um dos mais evidentes é entre a flexibilidade e eficiência da regra. Para ser eficiente no prosseguimento do seu objetivo não deve haver exceções na sua aplicabilidade, a não ser de *force majeure*, mas perante choques exógenos as autoridades devem poder violar a regra. O problema está na definição do que é exógeno. Por exemplo, se houver mudança de governo e no período anterior houve clara violação da regra, é este um facto exógeno para o novo governo?

3. Principais Tipos de Regras Orçamentais

Segundo um estudo do FMI de 2014 existem regras orçamentais nacionais e supranacionais em 89 países.⁹ O FMI distingue quatro tipos de regras: sobre o défice orçamental, dívida pública, despesa pública e receita pública (Quadro 1). Para além das suas características económicas há que distinguir os seguintes aspetos institucionais: âmbito da sua aplicação (só à Administração Central ou a todo o Setor Público), base legal, *escape clauses*, processo de *enforcement*, e monitoragem por órgãos independentes.

Quadro 1

Table 1. Properties of Different Types of Fiscal Rules Against Key Objectives 1/

Type of fiscal rule	Objectives		
	Debt sustainability	Economic stabilization	Government size
Overall balance	++	-	0
Primary balance	+	-	0
Cyclically adjusted balance	++	++	0
Balanced budget over the cycle	++	+++	0
Public debt-to-GDP ratio	+++	-	-
Expenditure	+	++	++
Revenue			
Revenue ceilings	-	-	++
Revenue floors	+	+	-
Limits on revenue windfalls	+	++	++

1/ Positive signs (+) indicate stronger property, negative signs (-) indicate weaker property, zeros (0) indicate neutral property with regard to objective.

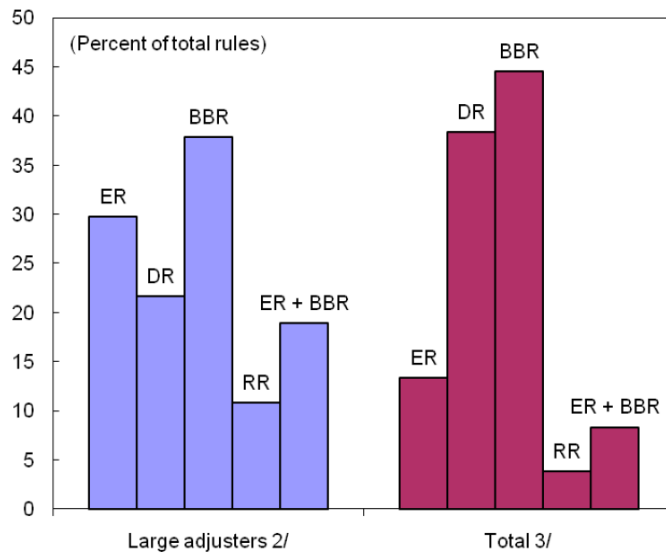
Fonte: FMI (2009). Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances.

A Figura 1 mostra a distribuição das regras por tipo de regra, distinguindo entre países que fizeram largos ajustamentos orçamentais.

Figura 1

⁹ Ver <http://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/map/map.htm>

Figure 7. Type of Rules Used During Large Adjustments 1/



Source: Staff calculations.

1/ ER = expenditure rules; DR = debt rules; BBR = budget balance rules; RR = revenue rules; ER+BBR = simultaneous use of expenditure and budget balance rules.

2/ National rules in place during large adjustment (see table in Box 3).

3/ Rules in place in a sample of 80 countries from around the world during 1985-2009; includes also supranational fiscal rules.

O Quadro 2 apresenta as regras orçamentais seguidas por uma amostra de países, para além dos países da UE, e o enquadramento legal respetivo. Em muitos países estas regras aplicam-se não só ao governo central como a governos estaduais ou regionais.

Table 2. International Comparison of Fiscal Rules

	Type of Rule/Objective	Planning Horizon	Coverage	Statutory Base
European countries				
Denmark	Structural budget balance.	Multiyear.	General government.	Political agreement.
Estonia	Budget balance.	Multiyear.	General government.	Political agreement.
	Debt in percent of revenues.	Annual.	Local government.	Law.
Finland	Budget balance.	Multiyear.	Central government.	Political agreement.
	Budget balance.	Multiyear.	Local government.	Law.
	Debt in percent of GDP.	Multiyear.	Central government.	Political agreement.
France	Golden rule.	Annual.	Local government.	Law.
Lithuania	Ceiling on net borrowing.	Annual.	Central government.	Law.
	Budget balance.	Annual.	Local government.	Law.
Netherlands	Expenditure ceilings	Multiyear.	General government.	Coalition agreement.
Poland	Debt in percent of GDP.	Annual.	General government.	Constitution.
Slovak Republic	Debt in percent of revenues.	Annual.	Regional and local	Law.
Slovenia	Debt in percent of GDP.	Multiyear.	General government.	Coalition agreement.
	Debt ceilings.	Annual.	Local government.	Law.
Spain	Budget balance.	Over the cycle.	General government.	Law.
	Debt ceilings.	Annual.	Regional government.	Law.
	Debt in percent of revenues.	Annual.	Local government.	Law.
Sweden	Budget surplus on average.	Over the cycle.	General government.	Political agreement.
Switzerland	Budget balance - Debt-Brake rule	Over the cycle.	Central government.	Constitution.
United Kingdom	Golden rule.	Over the cycle.	General government.	Law.
	Debt in percent of GDP.	Over the cycle.	General government.	Law.
Germany	Structural budget balance	Over the cycle	Federal government	Constitution

Other countries				
Australia	Budget balance and debt ceiling.	Over the cycle	General government.	Law.
Brazil	Debt in percent of revenues.	Annual.	Central and local	Law.
Colombia	Debt in percent of revenues.	Annual.	Central and local	Law.
India	Golden Rule.	Multiyear.	Central government.	Law.
New Zealand	Operational balance.	Over the cycle	General government.	Law.

Fonte: Debrun, X. *et al.* (2008). A new fiscal rule: should Israel go “Swiss”, IMF WP 08/87.

Entendemos que uma classificação fundamental deve distinguir três tipos de regras, de acordo com o objetivo a atingir: (i) capacidade anticíclica da Política Orçamental, (ii) Sustentabilidade financeira do Estado, e (iii) Peso do Setor Público na economia. Nesta classificação, temos primeiro as regras para assegurar a capacidade da PO contrabalançar as flutuações da atividade económica devidas a choques internos ou externos. Um exemplo desta regra é a que estabelece um equilíbrio orçamental ao longo do ciclo, deixando atuar os estabilizadores automáticos. O segundo tipo de regras procura assegurar que os níveis de endividamento do setor público não ultrapassem determinados limites que possam pôr em causa a sua sustentabilidade – que é a principal razão da existência de crises financeiras, pelo facto de os mercados passarem a determinado momento a recear que os investidores não recebam os valores investidos. O terceiro tipo já tem a ver com a adoção de regras que limitem a expansão do setor Estado para além de certos limites, seja em termos de impostos ou de despesa, que poderá interferir com uma afetação ótima de recursos ou conflitar com as preferências entre bens públicos e privados dos votantes. As regras com limites à despesa ou impostos incluem-se, em grande parte, neste último tipo.

Outra classificação importante tem a ver com a sua formulação matemática: (i) regras que definem uma trajetória numérica, (ii) regras que definem um intervalo de atuação, com limites mínimo e máximo temporais, e (iii) regras que definem apenas um limite máximo ou mínimo. Um exemplo do primeiro tipo de regras é a aplicação estrita da regra dos estabilizadores automáticos que define um valor numérico para o défice orçamental global dados os cálculos dos efeitos do ciclo nas receitas e despesas públicas projetadas para o referido ano. O segundo tipo de regra é mais difícil de encontrar na prática, podendo referir-se a um intervalo de atuação da PO. O terceiro é uma regra, também muitas vezes encontrada nos Tratados Comunitários em que se define, por exemplo, para o ajustamento da dívida pública, um certo valor mínimo, ou se estabelece para o défice global um limite máximo de 3% do PIB. Com estas regras pretende-se dar aos países uma certa liberdade de fixação no valor efetivo.

Também podemos distinguir sob o ponto de vista da sua aplicação: (i) regras condicionais, que se aplicam segundo um dado estado do mundo (*state of the world*), e (ii) regras determinísticas que definem apenas uma trajetória, com ou sem *escape clauses*.

Vejamos primeiro como classificar uma das regras orçamentais mais simples que tem sido mais defendida por economistas que é a de “**deixar atuar os estabilizadores automáticos**”. É preciso cuidado na especificação desta regra, porque alguns economistas defendem que o défice só deve variar em torno do equilíbrio orçamental de acordo e na medida precisa dos estabilizadores automáticos. Outros economistas defendem que este será o ponto de partida, devendo o Estado complementar esta atuação

– que na sua perspetiva é insuficiente para alisar as flutuações macroeconómicas – com medidas discricionárias complementares.

Começamos com a regra pura e simples de deixar variar o défice orçamental em torno do equilíbrio orçamental de acordo com os estabilizadores automáticos.¹⁰ Esta regra tem como principal objetivo tornar a Política Orçamental anticíclica, mas também tem implicações na sustentabilidade da dívida, pois assegura não só a sua sustentabilidade, como no limite a dívida tende para zero. Do ponto de vista matemático define uma trajetória única para o défice. É também relativamente fácil de aplicar pois o que está fundamentalmente em causa é a evolução do PIB em relação ao PIB potencial, o que hoje é fácil de prever com o horizonte de 1-ano, embora quando se alonga este horizonte o grau de fiabilidade cai rapidamente. Num sentido rigoroso é uma regra que evidencia *state dependency* pois o nível do défice depende do *output gap*.

A regra orçamental que vigorou durante cerca de 48 anos em Portugal, no período do Estado Novo, era o do **equilíbrio orçamental global anual**. Neste caso é sobretudo uma regra que assegura a sustentabilidade financeira do Estado, mas não tem poder anticíclico. É uma regra simples que define uma trajetória (défice nulo), e é determinística. Outra regra da mesma época era que despesas extraordinárias (p.ex. *one-off*) deveriam ser financiadas por receitas extraordinárias, e despesas recorrentes por receitas permanentes. Alguns economistas da época tentaram interpretar estas duas regras na ótica da “*golden rule*” (ver abaixo).

A regra definida pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento é fundamentalmente uma regra para assegurar o **equilíbrio orçamental em termos estruturais**. Significa que o défice exclui fatores conjunturais (correção cíclica), e medidas temporárias (*one-off*) pelo que se aproxima da regra dos estabilizadores automáticos.¹¹ A única diferença é a definição de um limite mínimo na trajetória do défice estrutural quando o défice financeiro é maior do que 3%, ou mais rigorosamente se o défice estrutural for mais negativo do que o objetivo de médio prazo estrutural (em geral em torno de -0,5% do PIB). O Pacto também estabelece um objetivo para a despesa pública líquida, que deve manter o mesmo peso no PIB potencial, que complementa o objetivo do défice, mas a sua aplicação não está sujeita a sanções.

O Pacto também estabelece um **valor de referência para o peso da Dívida Pública**, em 60% do PIB, mas este também não tem aplicação rígida, servindo apenas para redefinição do objetivo anual do défice estrutural de uma forma moderada (ajustamento gradual - 20 anos - da dívida ao nível de referência).

¹⁰ Taylor, John (2000). Reassessing Discretionary Fiscal Policy, *Journal of Economic Perspectives*, 14(3): 21-36.

¹¹ O FMI (ver dataset) define assim a regra comunitária supranacional: “EU since 1992 and euro area since 1999. The Maastricht criteria include limits of 3 percent of GDP for the fiscal deficit and 60 percent of GDP for general government debt. Moreover, country-specific medium-term objectives (MTO) are set for the structural budget balance (not less than 1 percent of GDP deficit). With the November 2011 governance reform, a required annual pace of debt reduction was introduced (no less than 1/20th of the distance between the actual debt ratio and the 60 percent threshold), starting three years after a country has left the current excessive deficit procedure (EDP).”
Para mais detalhes veja-se http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/index_en.htm.

Uma das regras também largamente debatida é a chamada “*golden rule*” que esteve inscrita na Constituição alemã até à recente crise do Euro.¹² Em termos muito simples estabelece o equilíbrio orçamental de zero para o orçamento corrente e apenas pode haver financiamento por emissão de dívida para financiar investimentos públicos, o que é justificado pelo facto de os benefícios desses investimentos se distribuírem por várias gerações.

No caso de países com uma parte substancial das receitas fiscais originárias da exploração de recursos naturais, sujeitos a fortes flutuações de preços, são necessárias regras orçamentais mais complexas. Kumhof e Laxton (2009)¹³ exploram estas regras para o caso do Chile. As regras adotadas no Chile, onde mais de 25% das receitas fiscais são provenientes de *royalties*, dividendos e outros impostos sobre a exploração mineira e, em particular, do cobre, a regra orçamental introduzida visa estabilizar a volatilidade destas receitas, e introduzir equidade intergeracional, mais do que estabilizar o ciclo económico. Neste tipo de países é fundamental estabelecer um **Fundo de Estabilização Nacional** (Sovereign Wealth Fund) que é alimentado pelas receitas provenientes dos recursos naturais. Na Noruega, que tem vastos recursos petrolíferos, o orçamento do Estado só pode aceder a 4% do valor atualizado do Fundo, introduzindo um conceito de sustentabilidade perpétua do Fundo e equilíbrio intergeracional igualitário. Noutros países estabelece-se um limite de receitas em termos do PIB e noutros limites quanto à evolução da despesa líquida.

Kumhof e Laxton (2009) concluem que uma regra de estabilizadores automáticos melhora o bem-estar em relação a uma regra de equilíbrio orçamental, mas esta minimiza a volatilidade dos instrumentos orçamentais em comparação com a volatilidade do PIB. Uma regra em que as **receitas fiscais são utilizadas para suportar défices de forma a estabilizar o ciclo económico** melhora ainda mais o bem-estar. É interessante que nestes casos a regra orçamental é preferível a uma regra monetária.

Uma outra regra orçamental sugerida por Buitert (2003)¹⁴ é a do **Equilíbrio Orçamental Permanente** em que a carga fiscal, em percentagem do PIB, deve ser uma proporção constante do PIB, fixada de tal forma que assegure a solvência permanente do Estado hoje e no futuro. Para assegurar a solvência os impostos devem cobrir as despesas correntes permanentes mais o custo permanente da dívida medido pelo serviço da dívida usando a taxa de juro real e descontando o crescimento do PIB potencial, e subtraindo as receitas de capital. Todas as grandezas são definidas como rácio do PIB e devem ser calculadas descontando os valores futuros esperados à taxa de juro real menos a taxa de crescimento real do PIB potencial. Por conseguinte, o défice orçamental financeiro só pode ser financiado pelos

¹² A “*golden rule*” foi introduzida na Constituição alemã em 1969 e vigorou até 2010. Estabelecia que a Administração Central só podia endividar-se para investimento público exceto em tempos de “perturbação do equilíbrio macroeconómico”. Os Lander tinham regras semelhantes nas suas constituições. Também desde 1982 e até 2008 a despesa tinha um teto de crescimento de 1%, em média, que se aplicava ao governo central e governos regionais. Em junho de 2009 a “*golden rule*” foi substituída por uma regra de equilíbrio estrutural, que se começaria a aplicar em 2011 e depois de um período de transição se aplicaria a partir de 2016 ao Governo Federal e 2020 aos Estados. A regra especifica um défice estrutural máximo de 0,35% do PIB para o Governo Federal e zero para os Lander.

¹³ Simple Implementable Fiscal Rules, IMF WP 09/76.

¹⁴ Ten Commandments for a Fiscal Rule in the E(M)U, mimeo.

valores efetivos superiores aos valores permanentes assim definidos. É, pois, uma regra mais complicada dos que a que vimos acima, pois exige o cálculo a todo o momento dos valores futuros dos agregados orçamentais e o seu desconto para o período presente. Teoricamente é uma regra mais elegante e conforme à teoria do que todas as outras. Buitter (2003) discute os prós e contras das regras do PEC, da *golden rule* e da do défice permanente, aplicando dez critérios – desde a simplicidade à sustentabilidade, mas não há nenhuma destas regras que saia claramente vencedora.

4. Regras Orçamentais numa União Monetária

Numa União Monetária a política económica pode ser distribuída e assignada da seguinte forma. A nível agregado, a política monetária tem que ser única em toda a União pelo que é essencial a existência de um Banco Central da União. Segundo a teoria moderna da política monetária este Banco deve ser independente dos poderes políticos e ter como única missão manter a estabilidade dos preços. Existe uma variante em que a política monetária deve também procurar assegurar o menor desvio da taxa de desemprego efetiva em relação à taxa de desemprego natural. O Banco Central tem que prosseguir uma política monetária com base nos agregados de preços e desemprego da União, pelo que os grandes países dominam nestes agregados.

Também a nível agregado deve haver uma política orçamental para estabilizar a economia perante choques comuns da União. Esta política orçamental, na ausência de uma autoridade e orçamento central, deve ser prosseguida através da coordenação das políticas orçamentais de todos os países membros. É evidente que também aqui é fundamental o papel dos grandes países.

Ao nível de cada país membro podem ocorrer choques específicos ou ciclos idiossincráticos cuja mitigação pode ser feita através das políticas orçamentais de cada país. Evidentemente que para isso a política orçamental seja usada de forma adequada.

Vários autores trabalharam teoricamente a questão da política orçamental e monetária ótimas numa União Monetária. Beetsma e Jensen (2002)¹⁵ constroem um modelo de 2-(grandes) países numa união monetária tipo neo-keynesiano, em que os preços se ajustam lentamente (rígidos), e com fundamentos micro, isto é, em que se especifica uma função utilidade para o consumidor. Neste modelo a política orçamental a nível nacional é fundamental para poder mitigar choques a nível nacional, ou então quando os países têm diferentes taxas de rigidez de preços. Os autores concluem ainda que a política orçamental está sujeita a problemas de inconsistência intertemporal. A política orçamental ótima é contracíclica.

¹⁵ *Monetary and Fiscal Policy Interactions in a Micro-Founded Model of a Monetary Union*, ECB WP 166.

Gali e Monacelli (2004)¹⁶ estendem a análise para um número indeterminado de pequenos países, ainda num contexto neo-keynesiano. Os autores encontram um papel para uma política fiscal nacional a par da política monetária centralizada. Também no contexto de um modelo neo-keynesiano e com consumidores não-ricardianos, Kirsanova *et al.* (2005)¹⁷ encontram um papel para uma política orçamental nacional, e que esta deve ser condicionada pela necessidade de estabilização nacional, e somente nesta medida.

Numa União Monetária, como o caso dos EUA, os Estados têm uma regra orçamental de equilíbrio orçamental pelo que a política orçamental só é prosseguida pelo Governo federal. A existência de um orçamento centralizado de cerca de 20% do PIB contra apenas 1% na UE permite que a política orçamental federal atue também a nível estadual via estabilizadores automáticos estaduais. Por conseguinte, a regra do equilíbrio orçamental a nível estadual não só não preclude a implementação de uma política orçamental a nível nacional, como resolve o incentivo para défices excessivos identificados na secção 2.

Serão necessárias regras orçamentais a nível dos Estados-Membros na UE? Há fundamentalmente três ordens de razão para estabelecer regras que assegurem a disciplina orçamental. A primeira liga a sustentabilidade das finanças públicas nacionais com o comprometimento da política monetária em assegurar a estabilidade dos preços. A insustentabilidade na acumulação da dívida pública num Estado-Membro pode colocar pressão no BCE para reduzir o valor da dívida via inflação. Este mecanismo é conhecido como “*ex ante bail-out*”.

A segunda sublinha as implicações sistémicas que pode ter o *default* de um devedor soberano sobre toda a área Euro. Dada a ameaça de contágio e o risco sistémico, os outros governos podem ser tentados a fazer o *bail-out* do país sobre- endividado. Este mecanismo é conhecido como “*ex post bail-out*”.

O terceiro tipo de argumento está relacionado com o incentivo a “défices excessivos” a nível dos Estados- Membros, que tem agora duas facetas. Por um lado, a lei de um preço ao nível da zona monetária provoca a subestimação do risco implícito dum Estado-Membro mais expansionista. Por outro lado, na medida em que os *spillovers* distribuem por uma economia mais vasta aqueles efeitos sobre as taxas de juro reais, existe uma externalidade na política orçamental a nível nacional. Estamos mais uma vez perante um problema tipo “*common pool*” que agora é exacerbado. Uma outra forma de expressar o problema é o de o Estado-Membro explorar a “*common pool*” de poupanças a nível da União em detrimento das gerações futuras por causa da dívida pública que se expande. De facto, um país pode explorar esta externalidade e subir a sua dívida, sendo o efeito de *spillover* tanto maior quanto mais integrado for o mercado das obrigações soberanas.¹⁸

¹⁶ Optimal Fiscal Policy in a Monetary Union, mimeo.

¹⁷ Optimal Fiscal Policy Rules in a Monetary Union, mimeo.

¹⁸ Ver, por exemplo, Gaspar (2008).

Estes argumentos fundamentam a necessidade: (i) de uma política orçamental estabilizadora a nível nacional, e (ii) a necessidade de haver disciplina fiscal a nível dos Estados, mas não dizem qual a regra ou instituições que a devem incorporar. Vamos explorar este tema em seguida.

5. Foram as regras dos Tratados e Pactos da UE e Euro respeitados?

Segundo cálculos do IFO (Caixa 4.B), houve 165 violações do critério do défice do PEC, e em apenas 51 casos havia razões mitigantes. Estas estatísticas mostram a limitada disciplina orçamental dos países da UE durante este período. Ainda em 2016 Portugal e Espanha não cumpriam as sucessivas extensões e recomendações de cessação do défice excessivo, pelo que lhe deveriam ser aplicadas sanções, o que acabou por não ser feito.

O país que mais vezes violou o critério do défice foi a França (11 vezes), seguido de Grécia, Portugal e Polónia (10 vezes), Reino Unido (9), Itália (8), Hungria (7), e Irlanda e Alemanha (5). Em contraste, existem países que nunca violaram o défice: Luxemburgo, Estónia, Finlândia, Dinamarca. A Áustria, Holanda, República Checa e Bulgária apenas violaram 2 vezes. A um nível intermédio (entre 4 e 7 violações) temos a Bélgica, Irlanda, Alemanha e Espanha. Os países com maiores violações (acima de 8 anos) são Itália, Reino Unido, França, Grécia e Portugal. Portugal bate o recorde com violações todos os anos, embora em dois casos seja justificado por ter uma queda do PIB superior a 2% (cláusula de exceção) e durante o programa de ajustamento.

Em resumo, a taxa de violação (não considerando as exceções) foi de 40% para esta amostra de países, o que não mostra grande respeito por parte dos membros da UE.

Debrun (2007) mostra que as reformas institucionais em termos orçamentais não precedem o melhoramento da *performance* orçamental, mas sim seguem-se a essas reformas, o que poderá indicar uma forma de consolidar as reformas ou de prevenir derrapagens futuras. Não há, pois, uma causalidade estabelecida.

Estudos empíricos mostram que a existência de regras orçamentais e/ou de instituições fiscais independentes não têm um efeito claro sobre os resultados efetivamente verificados, como o caso da UE já o demonstra.

6. Regras Orçamentais e Sustentabilidade da Dívida

Uma propriedade fundamental a que as regras orçamentais devem obedecer é se satisfazem o critério da sustentabilidade, isto é, se conduzem a um rácio da dívida pública sobre o PIB constante no longo prazo.

No caso do PEC o orçamento no médio prazo deve estar equilibrado ou próximo do equilíbrio. Sendo a taxa de crescimento nominal do PIB positiva e o *stock* da dívida positivo, o rácio da dívida sobre o PIB deve cair no médio prazo ao ritmo:

$$\Delta b = d - (\pi - g)b$$

onde “b” é o stock da dívida, “d” é o défice, “ π ” é a taxa de inflação e “g” é a taxa de crescimento real do PIB, sendo a dívida e défice definidos em rácio do PIB. Tanto o “b” como “d” devem ser expurgados dos efeitos cíclicos. O rácio da dívida cai se o défice estrutural for inferior à diferença entre a taxa de inflação e o crescimento real do PIB. Por exemplo, se estes forem 3% e 2%, o défice estrutural terá que ser inferior a 1% do PIB para o rácio da dívida cair.

Será o défice de 3% do PEC consistente com a regra da dívida? Apenas numa única configuração de parâmetros. Sendo o valor estacionário de longo prazo dado por

$$b = \frac{d}{\pi + g}$$

Sendo o numerador 3% o rácio da dívida só será 60% se a taxa de crescimento nominal do PIB for de 5%.

No caso da regra de ouro “*golden rule*”, o valor estacionário da dívida será

$$b = \frac{d + k}{\pi + g}$$

Onde acresce ao défice o saldo líquido do orçamento de capital. É evidente que esta regra produz um peso da dívida pública superior ao do PEC. Por exemplo, se o rácio do investimento público sobre o PIB for em média 2%, e com os parâmetros anteriores atinge-se um rácio estacionário de 100% do PIB, o que é geralmente considerado bastante elevado para ser sustentado pelos mercados financeiros.

No caso da Regra de Equilíbrio Permanente de Buitier a sustentabilidade é assegurada por princípio – é de facto este princípio de sustentabilidade que enforma a sua construção. O Estado é solvente na medida em que o valor contratual da dívida não excede o valor atualizado dos excedentes presente e futuros primários.

A regra orçamental mais conhecida que também foi construída para assegurar a sustentabilidade da dívida, e mesmo para conseguir uma redução substancial da dívida é a regra do “*debt brake*” da Suíça. É também a única regra que tem um mecanismo de autocorreção, em forte contraste com as regras do PEC, tomando em conta a história dos défices. Vejamos como opera. Em cada ano o Governo Central define um teto para a despesa, G_{t+1}^C que é igual às receitas programadas, corrigidas das flutuações cíclicas, T_{t+1}^{cicl} . Desta forma, os estabilizadores automáticos, mas apenas os do lado da receita, podem atuar. O PIB potencial é calculado com base num filtro HP da série histórica. Até aqui há uma certa semelhança com o PEC, admitindo que o país já cumpre o seu objetivo orçamental de médio prazo (MPO). Contudo, a este défice junta-se agora um Mecanismo de Correção de Erros, que aparece através

de uma Conta de Ajustamento. São levados a esta conta todas as diferenças verificadas no passado entre os défices programados e os verificados, sendo os défices debitados e os excedentes creditados:

$$d_{t+1} = E(T_{t+1}^{cicl}) - G_{t+1}^c + A_{t+1}$$

Não se define um horizonte (uma proporção da Conta de Ajustamento) para correção das diferenças. Porém, se elas excederem 6% do PIB a correção deste excedente terá que ser feita em 3 anos.

A regra começou a ser aplicada em 2004, tendo a dívida bruta caído de 67% para 46% do PIB em 2015.

7. Regras *versus* Instituições. Serão as regras ou instituições credíveis?

Tem havido uma certa polémica em torno da questão se a introdução de disciplina orçamental e a forma de contrabalançar a tendência e o “*government failure*” ligados aos défices e dívida excessiva deve ser feita **por regras orçamentais ou por criação de instituições**. Quanto às regras orçamentais já aqui vimos os principais exemplos e tipologias. No domínio das instituições o caso mais referido é o das instituições fiscais independentes (*independent fiscal institutions*) do tipo de Conselhos de Finanças Públicas, como se introduziu em Portugal em 2011.

As limitações das regras orçamentais são bem conhecidas. Se são formuladas em termos genéricos ou de “banda larga” então são ineficazes, se são definidas de forma mais precisa em termos de um dado valor numérico ou de um intervalo estreito então estão sujeitas a dois problemas. O primeiro é a questão da flexibilidade na sua implementação e quais as “*escape clauses*” no caso de haver circunstâncias anormais (choques não previstos). Existe um sério *trade-off* entre flexibilidade e capacidade disciplinadora. O segundo é o “*gaming*” da regra, o qual pode ser feito de muitas formas contabilísticas e estatísticas. No caso dos critérios do PEC são conhecidos os estratagemas utilizados por vários países para os ultrapassar, como por exemplo o uso de *swaps* ou a “nacionalização” de fundos de pensões para dar entrada imediata dos fundos disponíveis sem que se contabilizem os compromissos futuros. Outra forma de contornar o problema é a definição do perímetro para o cálculo dos indicadores.

Outra questão importante é a da capacidade de *enforcement* da regra orçamental. Qual é a hierarquia legal da regra? Quem tem poder para a aplicar? Que remédios estão previstos se for violada? Que sanções e quem as aplica no caso de violação sem correção?

Os Conselhos de Finanças, pela sua independência, poderão fazer uma análise detalhada da situação orçamental. A existência de uma regra orçamental simples e rigorosa facilita a leitura da proposta orçamental. A instituição poderá também mais facilmente interpretar a situação e exercer a flexibilidade prevista na regra. Contudo, a sua atuação será sempre limitada, pois apenas tem uma função de “auditoria” à proposta apresentada pelo Governo. Primeiro porque não sendo um órgão eleito ou não tendo qualquer delegação de poder não tem poder sancionatório nem tão-pouco de “admoestação”.

Segundo, porque está completamente dependente da informação fornecida pelo Governo, não tendo capacidade de investigação própria. E, terceiro, por causa dos recursos muito restritos postos à sua disposição, a sua capacidade analítica também é limitada.

Pela análise aqui feita uma conclusão clara é que regras e instituições são complementares e não devem ser vistas como alternativas ou que se autoexcluem. Mais ainda, por causa das limitações apontadas ao Conselho de Finanças Públicas é importante fazer uma análise institucional mais alargada, compreendendo o papel do Parlamento e dos Tribunais, e em particular do Tribunal Constitucional.

Alguns casos ilustram esta conclusão.¹⁹ A Holanda fez uma série de reformas nos anos 1980 que levaram a uma queda substancial do rácio da dívida pública a partir de 1995,²⁰ combinando regras com instituições. Duas instituições que têm um papel fundamental são o Central Planning Bureau (CPB), antigo organismo de planeamento, que recebeu a função de um Conselho de Finanças Públicas, com independência em relação ao Governo, e que faz as projeções macroeconómicas e avalia as propostas orçamentais. Mas, mais ainda, tem a função de avaliar as propostas orçamentais dos partidos que concorrem às eleições legislativas. Depois da realização das eleições o partido ou a coligação vitoriosa trabalham em cooperação com o CPB num Plano Orçamental para a duração da legislatura que é vinculativo. Outra instituição importante é o Conselho de Concertação Social (Social and Economic Council) que é composto por um terço de representantes dos sindicatos, um terço de empregadores e um terço de especialistas, incluindo o CPB. Este Conselho discute em especial pensões e salários. Embora as suas recomendações não sejam vinculativas elas têm uma grande força se resultarem de um consenso.

Este processo inicial à legislatura estabelece tetos para a despesa por cada ministério e função, que são acompanhadas de um conjunto de medidas e políticas por setor e tem implícito valores do défice e da dívida que têm que ser respeitados ao longo da legislatura.

A Suíça tem uma regra inscrita na Constituição conhecida por “travão da dívida” (*debt break*) que se aplica ao Governo Federal. Em termos simples é uma regra que implica que os orçamentos têm de estar equilibrados ao longo do ciclo. No caso de se registar um défice num dado ano ele vai a uma “conta de controlo” do défice. No caso de esta conta permanecer negativa ela tem que ser saldada “nos anos próximos seguintes”. Embora não se estabeleça o número de anos a regra tem sido aplicada escrupulosamente. No caso de haver excedentes não é necessário que eles sejam eliminados. Esta regra, que é monitorada pelo Supremo Tribunal, já levou a que a dívida pública tenha descido de 57% para 43% do PIB entre 2005 e 2011.

¹⁹ Ver Wyplosz, C. (2012). *Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experience*, NBER WP 17884 e Bos, C. and Teulings (2010). *CPB and Dutch Fiscal Policy in View of Fiscal Crisis and Ageing*, CPB WP 218.

²⁰ Também o peso do setor público, medido pela despesa total, reduziu-se de mais de 60% do PIB nos anos 1980 para menos de 45% em 2008, antes da crise.

Mas serão estas experiências facilmente transferíveis para outros países? Ou seja, haverá razões teóricas mais profundas sobre incentivos e organizações que levem a que as regras ou instituições sejam credíveis e assim evitem a tendência para défices excessivos?

Esta questão é da maior importância, pois permitiria resolver uma das questões centrais do nosso trabalho e evitar que se dessem crises financeiras com base no excessivo endividamento público, problema que já levou a três crises em Portugal desde a introdução da democracia. E também evitaria uma parcela dominante das crises financeiras a nível internacional.

Os economistas em geral partem da análise da política monetária para estabelecer semelhanças. Na política monetária prosseguida por um governo soberano existe um grave problema de consistência intertemporal como Barro, Gordon, e Kydland e Prescott demonstraram. É que dado um *trade-off* estabelecido e esperado pelos agentes entre inflação e desemprego, e prometendo um governo um dado objetivo de inflação, que se torna a inflação esperada pelos agentes, o governo é tentado a baixar taxas de juro e/ou aumentar a liquidez de forma a reduzir a taxa de desemprego para além daquela que está implícita no *trade-off* entre inflação e desemprego (curva de Phillips). Desta forma aumentaria o bem-estar e aumentava as suas *chances* de ser reeleito, na medida em que para a mesma taxa de inflação conseguiria uma menor taxa de desemprego. Mas o problema é que a política inflacionista assim prosseguida iria fazer aumentar a taxa de inflação para além do esperado, e os agentes iriam assim rever as suas expectativas. Perde-se assim a credibilidade da política monetária. Uma forma de a restabelecer é de o governo renunciar à sua utilização e confiar a política monetária a uma instituição independente (banco central) dando-lhe um mandato preciso e rigoroso de prosseguir a estabilidade dos preços.²¹ Muitos economistas atribuem o período de baixa inflação desde os meados dos anos 1990 à adoção desta teoria.²²

Dados os fatores acima referidos (secção 2) de incentivos dos governos prosseguirem défices excessivos, haverá alguma forma de estes “atarm as mãos” para contrabalançar estes incentivos, da mesma forma que a delegação de poderes para um banco central independente resolve o incentivo inflacionário da política monetária?

²¹ Também no caso do sistema do *gold standard* havia uma regra de “atava as mãos” dos governos, que era manter a relação da moeda com o ouro fixa, e um programa de ajustamento automático que se fosse respeitado pelos governos e houvesse “num mundo ideal” flexibilidade perfeita de preços e salários, funcionaria sem problemas. Uma outra forma de “atar as mãos” é fazer o *peg* de uma moeda, como a Dinamarca e Suécia estão a fazer em relação ao Euro, ou de simplesmente adotar uma moeda externa, como o caso do Panamá em relação ao dólar dos EUA ou de Kosovo em relação ao Euro.

²² O problema mais recente, depois da crise financeira global de 2007 tem sido o do perigo da deflação e o problema do limite de zero das taxas de juro do Banco Central. O movimento para o Quantitative Easing tem sido fundamentado na teoria Weckseliana de que a taxa de juro nominal e real de equilíbrio são negativas (devido a um excesso de poupança) e assim ser necessário um excesso de liquidez no mercado. A teoria keynesiana do “liquidity trap” diria que a política monetária se torna completamente inefetiva nesta zona e que só a política orçamental expansionista poderia tirar a economia desta situação.

Começamos pelo problema intertemporal nos défices excessivos. Debrun (2011)²³ constrói um modelo que incorpora um dos tipos de incentivo para défices excessivos capturado pela diferença entre a taxa de desconto intertemporal entre partido político e cidadãos. Num contexto de incerteza e eleições o partido no poder desconta a futuro mais fortemente e assim tem tendência a expandir o défice. Este tipo de “visão de curto prazo” é equivalente a um problema de “*common pool*”. Poderá o governo delegar a fixação do défice a uma instituição independente? A questão importante na solução do banco central é a hipótese de que o contrato entre o governo e o banco central não pode ser modificado (nem há motivação para tal no médio e longo prazo) depois das expectativas inflacionárias se terem estabelecido dada a curva de Phillips. Contudo, não é possível estabelecer um contrato com as mesmas características entre o governo e uma instituição fiscal independente (Conselho de Finanças Públicas). A solução ótima *ex-ante* no equilíbrio político não é uma solução de ótimo social. As instituições fiscais independentes são dinamicamente inconsistentes.

Podemos, pois, concluir que não é possível estruturar um contrato entre o Governo e um Conselho de Finanças Públicas independente, em que aquele delega a fixação do défice orçamental que resolva o problema de incentivo do Governo de provocar défices excessivos.

A conclusão desta análise é que é fundamental aumentar a transparência e informação entre os cidadãos-votantes e Governo (partidos políticos em eleições) de forma a tornar o problema entre agente e principal mais fácil. Assim, um mandato abrangente e de grande independência de um Conselho de Finanças Públicas é importante. Um papel fundamental deste Conselho é a destrição entre fatores (choques) exógenos e as decisões de Política Orçamental tomadas pelo Governo (ou propostas pelos partidos). Outro papel fundamental é o do Parlamento e Tribunais também na transparência e prestação de informação entre Governo e cidadãos. Finalmente, embora não haja forma de resolver o problema do contrato entre o Governo e a instituição fiscal independente, esta análise nada diz sobre a possibilidade de os cidadãos decidirem, constitucionalmente, de “atar as mãos” dos governos para um horizonte indeterminado.

Outra conclusão similar²⁴ é que as regras orçamentais estabelecidas pelos governos não são um mecanismo para restringir a sua atuação, mas uma afirmação pública da sua posição em relação à Política Orçamental, e, por conseguinte, não têm capacidade de comprometimento.²⁵

Para além dos Conselhos de Finanças existem outras instituições e práticas orçamentais que se têm revelado importantes. Milesi-Ferretti (1997) aponta algumas como o reforço do papel do ministro das Finanças em assegurar o cumprimento do equilíbrio orçamental e o respeito pelos tetos orçamentais setoriais, limitar o alcance das emendas ao orçamento a nível parlamentar para que não haja aumento dos défices (nenhuma proposta pode ser apresentada ao Parlamento sem ser custeada e identificada a forma de financiamento), e o *enforcement* das restrições orçamentais na fase de execução.

²³ Democratic accountability, Deficit Bias and Independent Fiscal Agencies, IMF WP 11/73.

²⁴ Debrun, X. (2017), op. cit..

²⁵ Não eliminam o incentivo para os défices excessivos acima referidos.

Mas porque é que os nórdicos respeitaram a disciplina orçamental? Finlândia faz parte da UEM, mas a Dinamarca e Suécia não, mas todos têm respeitado desde 2000 o PEC.²⁶ Portanto, pertencer à União Monetária não significa que não se respeita a disciplina orçamental e mesmo o PEC. O caso da Dinamarca e Suécia é peculiar – têm moedas ligadas ao Euro, e o receio de um ataque especulativo é um forte incentivo para respeitarem o PEC. Os três países têm um Conselho de Finanças Públicas. Uma análise histórica dos dados mostra que a disciplina orçamental já era respeitada mesmo antes da entrada no Euro ou depois da sua criação. Por conseguinte, é algo de mais profundo que regras ou instituições que leva a que os nórdicos respeitem a disciplina orçamental. A nosso ver já está imbuído na sua cultura de cidadania e democracia. Uma das conclusões de Debrun (2017) é que se não houver assimetria de informação, a transparência orçamental “*democratic accountability*” é suficiente para assegurar um equilíbrio político que também é um ótimo social. Daí a importância dos mecanismos políticos e jurídicos.

8. Propostas de Regras Orçamentais para Portugal

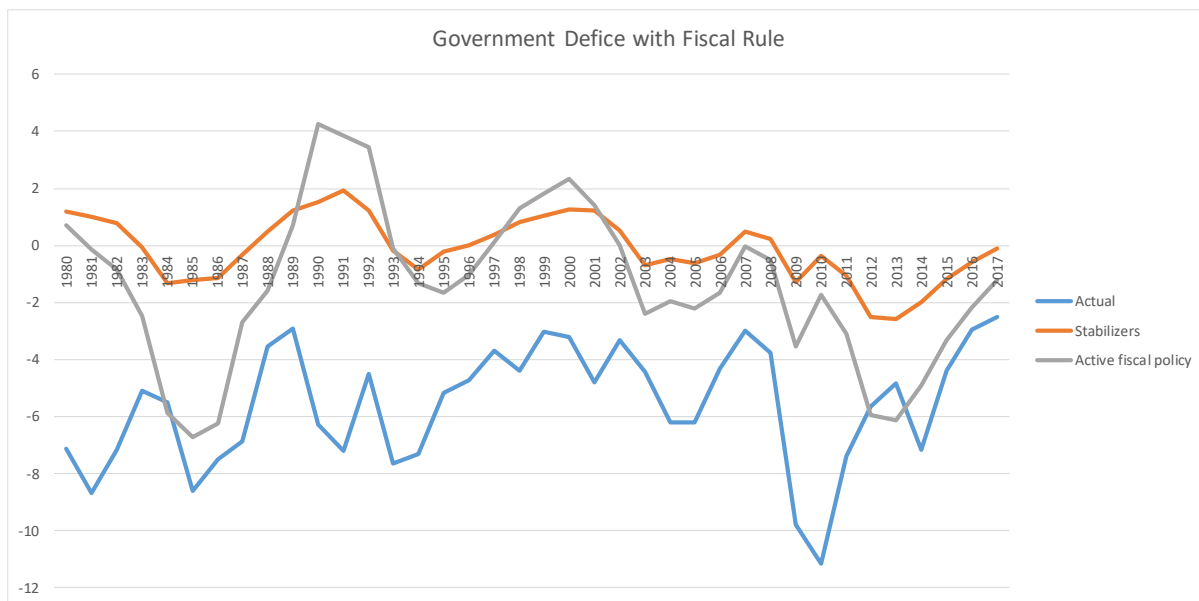
A primeira proposta é uma **regra em que se deixam atuar pura e simplesmente os estabilizadores automáticos**. Esta regra satisfaz o Tratado Orçamental e o PEC na medida em que este requer que o défice estrutural seja próximo de zero. Também satisfaz o critério de Maastricht do limite de 3% do défice, e ancorando o défice nesta regra orçamental o rácio da dívida pública sobre o PIB tenderá para os 60% num horizonte razoável (cerca de 20 anos), com os parâmetros favoráveis da dívida.

Procedemos a uma simples simulação histórica para o período de 1980 a 2017. Neste caso o défice orçamental evoluiria conforme a linha “*stabilizers*”²⁷ da Figura 1, flutuando entre um défice de 1% do PIB (excecionalmente atinge -2,6% em 2013 devido à forte crise económica) e um excedente de 1% (excecionalmente atinge 2% em 1991).

Figura 1

²⁶ Para além destes países a Estónia e Luxemburgo também nunca violaram o PEC. Com apenas duas violações entre 1999 e 2015 estão a Áustria, Holanda, Bulgária e República Checa.

²⁷ Os estabilizadores automáticos são iguais à componente cíclica do orçamento estimada pela Comissão Europeia e reportada na base de dados Ameco.

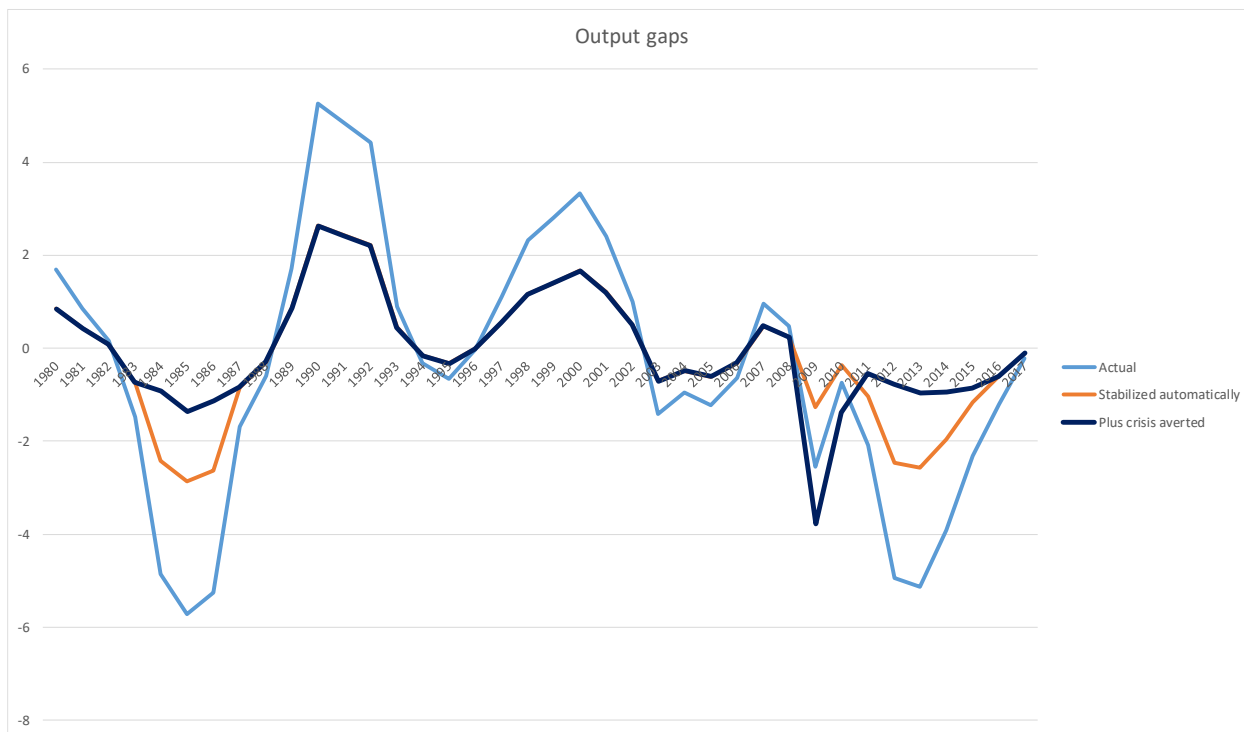


Fonte: Cálculos do autor.

Como se pode observar na Figura 1 os excedentes e défices que a aplicação desta regra implicariam seriam substancialmente diferentes dos verificados (linha atual). Qual o impacto que esta regra teria sobre a evolução do *gap* do produto? Só podemos avaliar este impacto através de um modelo macroeconómico estocástico e dinâmico pois uma alteração de uma regra de política económica tem um impacto profundo sobre o comportamento dos agentes económicos. A Figura 2 representa o impacto sobre o *gap* do produto numa simples análise de estática comparada, sem capturar efeitos sobre outras variáveis. A regra dos estabilizadores automáticos reduziria em cerca de 40% a volatilidade do produto.

Porém, os efeitos macroeconómicos não ficariam por aqui, pois se se tivesse seguido esta regra desde 1980 ter-se-iam evitado as duas crises financeiras e económicas que o país atravessou. Uma em 1983-1986 e a outra em 2011-2014. Acumulando estes efeitos o PIB em 2016 estaria cerca de 15 a 20% acima do verificado (linha *plus crisis averted*). Primeiro, porque a regra dos estabilizadores automáticos permitiria que a Política Orçamental tivesse reduzido os ciclos económicos, em contraste com o verificado em que a PO foi pró-cíclica. Segundo, porque se teriam evitado as crises que foram sempre devidas a sobre-endividamento público devido à acumulação de défices excessivos que teriam sido evitados caso se tivesse seguido a regra dos estabilizadores automáticos.

Figura 2



Fonte: Cálculos do Autor.

Alguns decisores poderiam preferir uma Política Orçamental mais ativa, não comprometendo a sustentabilidade nem a capacidade anticíclica da PO. Segundo os nossos cálculos, a regra dos estabilizadores automáticos segue a regra simples de

Défice orçamental = 0,5 x *gap* do produto

Podem ensaiar-se duas políticas alternativas:

Défice orçamental = 1,0 x *gap* do produto

Défice orçamental = 1,0 x *gap* do produto -1%

Nestas políticas sobre o coeficiente de reação ao *gap* do produto, e no segundo caso adiciona-se um défice estrutural de 1% para captar o facto de Portugal ser um país menos desenvolvido que a média da UE e para sobre-representar a geração atual.

O ensaio destas políticas alternativas só se pode fazer num modelo macroeconómico pois à medida que sobre o fator de reação ao *gap* do produto existe um efeito automático de redução do *gap*, o que faz com que os efeitos de segundo e terceiro graus venham sucessivamente a ser mais reduzidos.

Note-se também que para manter o poder anticíclico e sustentabilidade, o maior défice em situação de *gap* negativo do produto é compensado por um maior excedente em caso de *gap* positivo. Para haver

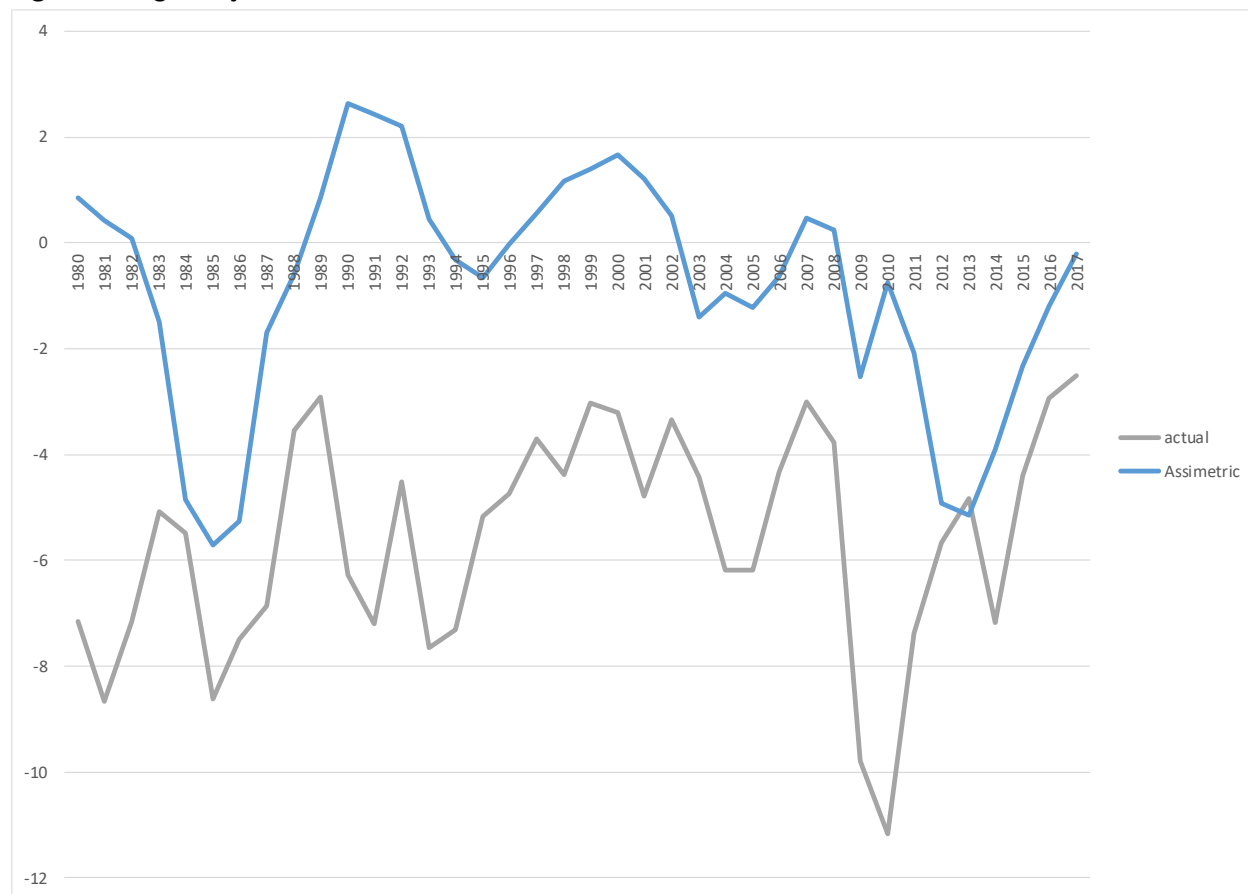
uma política assimétrica teríamos que colocar coeficientes de reação diferentes a um *gap* de produto positivo e negativo, como por exemplo:

Défice orçamental = 0,5 x *gap* produto (se positivo)

Défice orçamental = 1,0 x *gap* produto (se negativo)

A Figura 3 apresenta esta Regra Orçamental assimétrica mostrando que mesmo assim haveria um número razoável de anos com excedentes orçamentais. Somando os défices e excedentes orçamentais ao longo do período 1980 a 2017 verifica-se um valor acumulado dos valores efetivos de 212% do PIB, enquanto a regra assimétrica registaria um acumulado de 31% do PIB, o que permitiria mesmo assim evitar as crises de sobre-endividamento.

Figura 3: Regra Orçamental Assimétrica



Fonte: Estimativas do autor.

Portugal não tem apenas problemas de défices excessivos que tem que corrigir para poder ter uma política anticíclica normal, mas também e de maior importância, um problema de elevado endividamento. Vamos estudar uma regra orçamental que possa contribuir para a solução de ambos os problemas. Vejamos, primeiro, como é que as regras do PEC, aplicadas de uma forma estrita,

permitiriam resolver ambos os problemas. O PEC e Tratados aplicados à situação portuguesa implicam duas condições fundamentais. A primeira é atingir o objetivo do excedente estrutural de 0,25% do PIB em 2021, trajetória para o défice fixada pelo Conselho Europeu na apreciação do último Programa de Estabilidade para Portugal. A segunda é que, como o rácio da Dívida Pública excede os 60% do PIB, o país tem que reduzir a dívida em média de 5% do *gap* em relação aos 60%, ao ano, num horizonte de 3 anos. Por último, passar de uma dívida de 130% para 60%, ao longo de 20 anos implicaria um corte de 3,5 pp em média ao ano. Em junho de 2013²⁸ o FMI projetava uma dívida de 82% do PIB para 2030, enquanto que a Comissão no Outono de 2014²⁹ assumia um cenário central de 100% em 2030. Esta última projeção dificilmente seria compatível com as regras do PEC, como veremos. Vamos fazer várias simulações para estudar uma regra orçamental que seja apropriada tanto do ponto de vista do défice como da dívida.

Começamos por simular o que aconteceria à dívida pública com duas diretivas que são atualmente impostas pelo Conselho e Tratado para a Política Orçamental portuguesa: (i) o excedente estrutural deverá atingir 0,25% do PIB em 2021, e (ii) o corte na dívida deveria ser de 5% do *gap* para os 60%, em média ao ano.³⁰ O Quadro 5 mostra a evolução da dívida que se aproximaria dos 86% em 2030 e 60% em 2040. Supõe-se que o *gap* do PIB atingiria o valor zero em 2020 e aí permaneceria até 2040.

Quadro 5: Evolução da Dívida Pública com regra fiscal do SGP

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Dívida Pública % PIB	130.3	125.7	122.4	118.0	114.3	110.8	107.4	104.1	100.9	97.8	94.8	91.8	88.9	86.0	83.1
Variação	-2.4	-4.6	-3.3	-4.38	-3.7	-3.5	-3.4	-3.3	-3.2	-3.1	-3	-3	-2.9	-2.9	-2.9
Saldo Primário	2.2	2.6	2.7	3.9	3.8	3.6	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1
Dinâmica Dívida	0.2	0.9	1.1	0.5	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Taxa juro nominal	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Taxa inflação	2.1	1.6	2.2	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
PIB t. cresc.	1.5	2.6	2.2	2	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Hiato Produto	-1.7	-0.1	0.8	1.4	1	0.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Saldo estrutural	-2.0	-1.7	-1.1	-0.5	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Saldo financeiro	-2.0	-1.7	-1.3	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.2

Fonte: Cálculos do autor.

Tomamos hipóteses próximas das do FMI no relatório de outubro de 2017³¹ para a economia portuguesa, embora um pouco mais otimistas quanto ao PIB (1,5 contra 1,3), que são as estimativas do Aging Report. O esforço orçamental para satisfazer aquelas diretivas seria elevado. Primeiro, para atingir o défice estrutural de 0,5% do PIB em 2019 implicaria um corte no défice financeiro de 1,7 em 2017 para cerca de zero em 2019, e o excedente primário teria de subir de 2,6 para 3,9% do PIB. A dívida pública, sem qualquer choque adicional, cairia para 118% do PIB naquela data. Segundo, para atingir um rácio da dívida próximo de 60% em 2040 o excedente primário teria que ser 3,4% do PIB na década de 2020 e de 3,0% na década de 2030. Note-se que a partir de 2021 Portugal teria que começar a gerar um excedente

²⁸ Report 13/160.

²⁹ Occasional Paper 208.

³⁰ Um corte de 5% do *gap* implica, em termos lineares, a eliminação do *gap* em 20 anos.

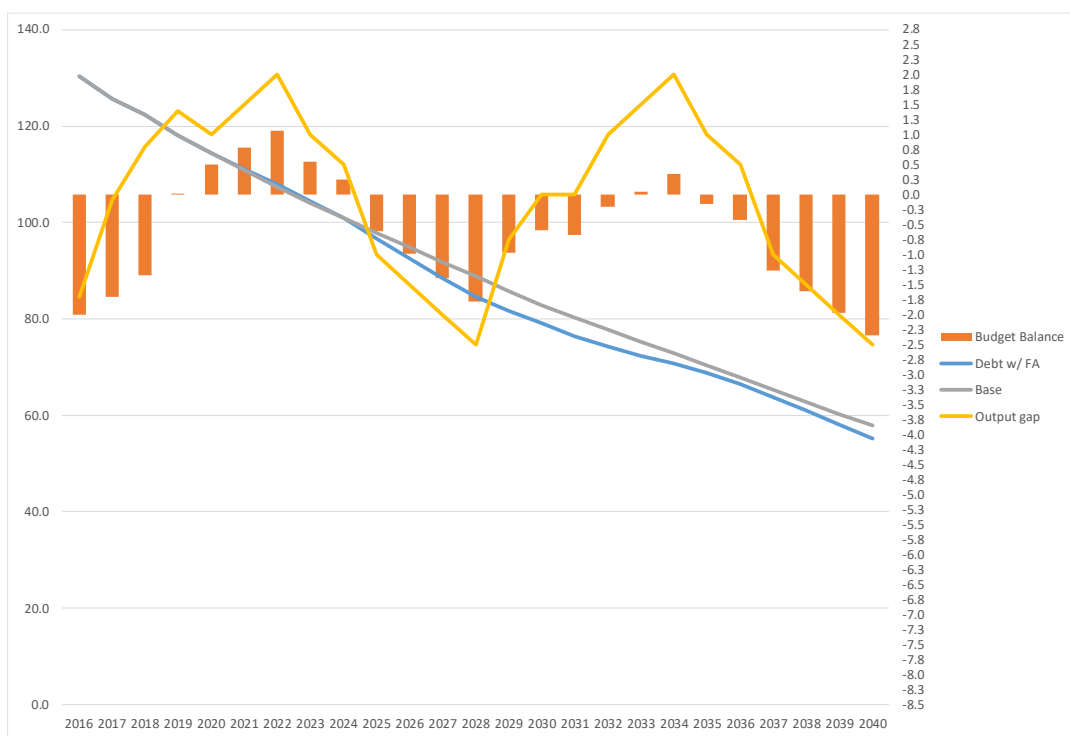
³¹ Report 16/97

estrutural para cumprir a regra da dívida e o saldo financeiro teria que crescer para cerca de 1% em 2040.

Também é importante observar que não se consideram dois fatores que podem agravar substancialmente estas projeções: (i) o envelhecimento da população poderá causar um agravamento de 15 pp do PIB em 2030, conforme as estimativas da Comissão, e (ii) o pagamento das PPP e recapitalizações de empresas públicas que pode originar um valor adicional de 10 pp para a mesma data.³²

Vamos agora estudar o caso mais realista de haver ciclos económicos, como representados pela evolução do *gap* do PIB na Figura 4, repetindo ciclos económicos médios do passado (excluindo a grande recessão).

Figura 4: Evolução da Dívida com ciclos



Fonte: Cálculos do autor.

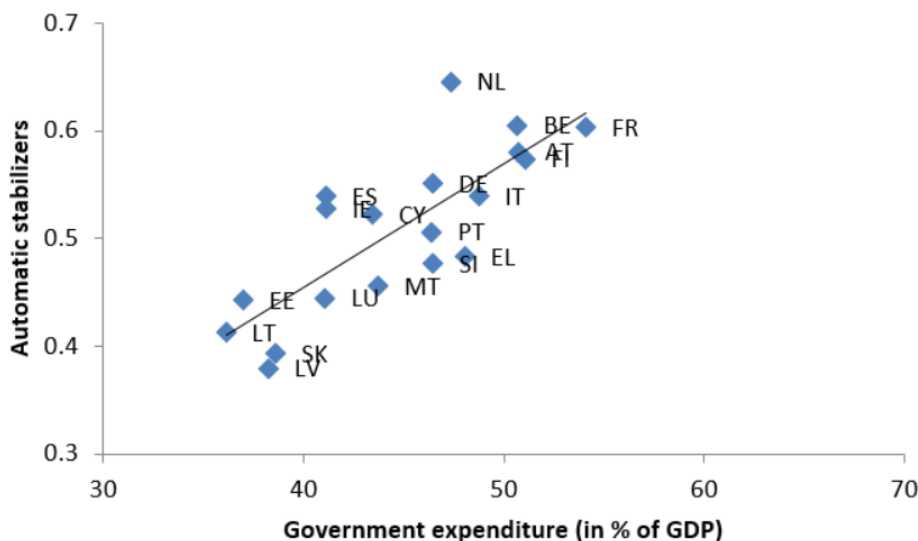
Na Figura 4 estão incorporados dois ciclos completos em cerca de 20 anos. A linha SGP apresenta a evolução da dívida, respeitando as regras do PEC. Verificam-se dois resultados interessantes. Primeiro, a simples regra do défice financeiro igual a um coeficiente de 0,5 do hiato do produto, gera um pequeno défice financeiro e um substancial excedente primário, o que leva a uma trajetória da dívida que se aproxima mais rapidamente dos 60% do que a trajetória que respeita o PEC. O coeficiente de

³² Occasional Paper 208.

estabilização médio estimado para os países avançados é de 0,7.³³ Na UE medem-se os estabilizadores automáticos pela semiestabilidade do déficit global em relação ao hiato do PIB. Por exemplo, se o hiato baixar de 1 pp o déficit sobe entre 0,4 e 0,6 pp, dependendo do país (Gráfico 4.6)

Gráfico 5

Dimensão dos estabilizadores automáticos e do Setor Público



Source: European Commission and OECD.

Note: The automatic stabilisers are here measured as the semi-elasticity of the budget balance to the output gap, as found in Mourre et al. (2014) for EU countries.

Para nos assegurarmos que a trajetória da dívida atinge o seu objetivo final (60% em 2040), adotamos uma regra que mistura uma parte do PEC e outra da regra da dívida suíça, incorporando um mecanismo de autocorreção:

$$d_{t+1} = d_{str} + \alpha gap_{t+1} - \beta FA_{t+1}$$

Onde o déficit em t+1 é igual ao déficit estrutural de médio prazo mais o efeito do estabilizador automático esperado, menos uma proporção da conta de ajustamento que acumula as diferenças entre a trajetória da dívida pública pré-programada (no nosso caso para atingir 60% em 2040) e a dívida efetiva. Nesta simulação tomou-se $\alpha=0.5$ e $\beta=0.10$. A linha "Debt" dá-nos a trajetória da dívida com ajustamento e as barras o déficit financeiro ajustado pela diferença entre a trajetória do SGP e projetado.³⁴

³³ IMF. Fiscal Monitor, Abril 2015.

³⁴ O exercício feito até gera uma trajetória antes do ajustamento mais rápida do que o do SGP.

É esta a regra orçamental que propomos para Portugal:

Com vista a assegurar um pré-programado objetivo do rácio da dívida pública e utilizar a Política Orçamental como política anticíclica propomos uma regra orçamental em que se combina a atuação dos estabilizadores automáticos com um mecanismo de autocorreção.

Uma variante pode ser a de dar mais peso à Política Orçamental no caso da recessão do que no caso da expansão, sem comprometer o equilíbrio orçamental ao longo do ciclo, e estabelecer um limiar para que o mecanismo de autocorreção atue:

$$d_{t+1} = d_{str} + \alpha_r gap_{t+1} - \beta FA_{t+1} \quad \text{se } FA_{t+1} > 2\% \text{ PIB, e } \alpha_r = .7$$

$$d_{t+1} = d_{str} + \alpha_\varepsilon gap_{t+1} - \beta FA_{t+1} \quad \text{se } FA_{t+1} > 2\% \text{ PIB, e } \alpha_\varepsilon = .4$$

$$d_{t+1} = d_{str} + \alpha_r gap_{t+1} \quad \text{se } FA_{t+1} < 2\% \text{ PIB, e } \alpha_r = .7$$

$$d_{t+1} = d_{str} + \alpha_\varepsilon gap_{t+1} \quad \text{se } FA_{t+1} < 2\% \text{ PIB, e } \alpha_\varepsilon = .4$$

Duas restrições deveriam ser impostas. A primeira tem a ver com o processo de envelhecimento demográfico e outros encargos excepcionais, como as PPP, que pesam fortemente sobre a Dívida Pública. Neste caso, o valor de referência da Dívida teria que ser ajustado, mas de uma forma transparente e baseado em estudos técnicos competentes, avaliados pelo Conselho das Finanças e Comissão Europeia. O segundo, é uma “*escape clause*” que se aplicaria no caso de uma crise grave, como um desastre natural à escala nacional ou uma crise económico-financeira que originasse uma quebra do PIB superior a 2%.

Um dos aspetos que poderia ainda ser trabalhado é reduzir o papel dos cálculos da correção cíclica que tem sido objeto de grande controvérsia, e em particular devido à incerteza do cálculo do PIB potencial. Debrun (2008) discute algumas destas questões. Contudo, toda a construção do PEC atualmente está assente no cálculo do saldo estrutural. Uma forma de aliviar as implicações seria estabelecer um intervalo definido pelas diferentes estimativas do PIB potencial, com um mecanismo de autocorreção, à medida que as novas observações estatísticas vão sendo incorporadas. Neste caso, os valores dos défices deveriam ser estabelecidos com um horizonte de pelo menos 3 anos para suavizar os

movimentos. Destes cálculos resultam também tetos de despesa, definidos em termos nominais ou de peso sobre o PIB nominal, que seriam incorporados anualmente no processo orçamental.