

## ***Consolidação Orçamental Perversa<sup>1</sup>***

*D. Mario Nuti, Sapienza University of Rome*

*E-mail: [dmarionuti@gmail.com](mailto:dmarionuti@gmail.com); Website: <http://sites.google.com/site/dmarionuti/>;*

*Blog “Transition”: <http://dmarionuti.blogspot.com/>*

Entre 2011 e 2013 diversos documentos e trabalhos de investigação reviram em alta as anteriores estimativas de multiplicadores orçamentais, que no período de 1970-2009 foram consideradas como tendo um valor médio de 0,5 nos países avançados, valor este assumido pelo FMI e por outras organizações internacionais (Blanchard and Leigh 2012, 2013, Batini et al. 2012, Cottarelli and Jaramillo 2012 e outros autores associados ao FMI).

A revisão em alta aplica-se a partir de 2010 e justifica-se com: uma expansão monetária ineficaz, com taxas de juro perto de zero; a impossibilidade de desvalorizações cambiais, especialmente na zona euro; um fosso significativo entre o rendimento potencial e o real (no caso dos multiplicadores orçamentais este é mais elevado num cenário de recessão do que num de expansão); uma consolidação simultânea recente de vários países.

Além disso, o multiplicador orçamental no que respeita a corte de despesas — ao contrário de afirmações anteriores — acaba por ser expressivamente maior (até cerca de dez vezes) do que no caso de aumento de impostos.

Por outras palavras, a consolidação orçamental é mais dolorosa perante a hipótese de perda de produção do que anteriormente se admitia. Mas há pior, dado que: quanto maior forem os multiplicadores orçamentais, maior é a probabilidade de a consolidação orçamental ter um efeito perverso de efetivamente elevar o rácio Dívida Pública/PIB. Por outras palavras: a consolidação orçamental (aumento de impostos, corte nas despesas públicas), inevitavelmente, resulta sempre num aumento e não numa diminuição daquele rácio, relativamente ao resultado a que se chegaria caso não se tivesse verificado esta, dado que o multiplicador orçamental — ou, mais precisamente, a média ponderada dos multiplicadores orçamentais aplicáveis à composição do pacote orçamental — é maior do que o inverso do rácio Dívida Pública/PIB. Assim, nestes

---

<sup>1</sup> Tradução de Flávio Nunes e revisão de Margarida Antunes.

molde, a consolidação orçamental, contrariamente ao que é dito, fará com que seja mais e não menos dispendioso refinar a dívida pública, tornando-se esta, portanto, menos e não mais sustentável. Resumidamente, a consolidação orçamental só funciona nos países que, tendo um valor suficientemente baixo do rácio Dívida Pública/PIB, não precisem de facto de uma consolidação.

Provando então: considerando  $D = \text{Dívida Pública}$ ,  $Y = \text{PIB}$ ,  $d = D/Y$  e  $x$  a intensidade da consolidação orçamental (aumento de impostos, uma determinada composição de cortes na despesa) expressa em percentagem do PIB, vem:

$$\Delta D = -xY$$

$$\Delta Y = -mY$$

em que  $m$  é o multiplicador orçamental adequado. Então:

$$\Delta(D/Y) = [(\Delta D)Y - (\Delta Y)D]/Y^2.$$

Sendo  $\Delta D = -xY$  e  $\Delta Y = -mY$ , por substituição na igualdade anterior temos:

$$\Delta(D/Y) = [(-xY)Y - (-mY)D]/Y^2$$

$$\Delta(D/Y) = -(xYY)/Y^2 + mYD/Y^2$$

$$\Delta(D/Y) = -x + mxD/Y$$

$$\Delta(D/Y) = mxd - x$$

Daqui obtemos pois,

$$\Delta(D/Y) = x(md - 1)$$

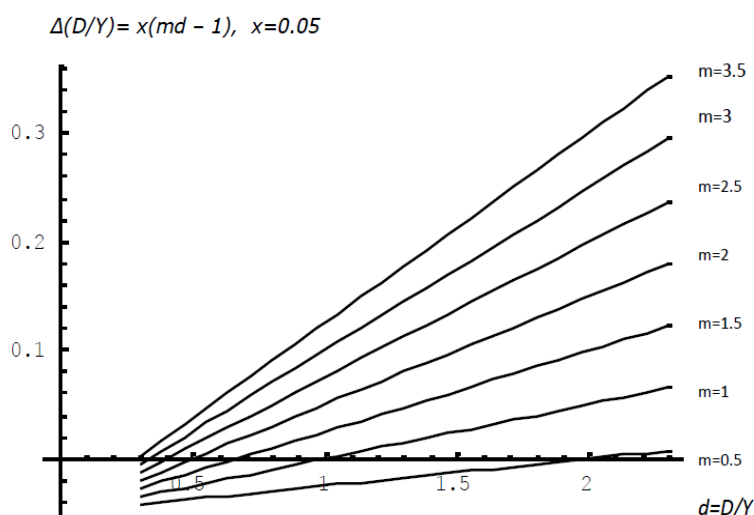
$$\Delta(D/Y) = xd(m - 1/d)$$

A partir desta igualdade podemos observar que o rácio  $D/Y$ , expresso por  $d$ , deve aumentar, ou seja,  $\Delta(D/Y) > 0$ , se e somente se  $(md - 1) > 0$  ou ainda se  $m > (1/d)$ , deve diminuir se e somente se  $m < (1/d)$  e logicamente a relação  $D/Y$  mantém-se constante quando o multiplicador orçamental é igual ao inverso do peso relativo da dívida, ou seja, quando  $m = (1/d)$ . Q.E.D.

O interesse desta proposição reside no facto de o inverso do rácio Dívida Pública/PIB, ou seja  $(1/d)$ , ser tanto menor quanto maior for o nível relativo de

endividamento e será particularmente pequeno em relação às estimativas dos multiplicadores orçamentais produzidas na recente literatura (como Blanchard and Leigh 2012, 2013, Batini et al. 2012, Cottarelli and Jaramillo 2012 e outros investigadores associados ao FMI). Desta forma, a natureza contraproducente da consolidação orçamental nas economias avançadas, especialmente nos países altamente endividados com multiplicadores orçamentais elevados, é uma certeza absoluta.

Gráfico 1. Ilustração do aumento do rácio Dívida Pública/PIB, provocado por uma consolidação orçamental perversa



O gráfico 1 (o qual agradeço à minha colega Marilena Giannetti) ilustra o impacto de um pacote de estabilização orçamental de 5% do PIB, relativamente modesto para os padrões da atual crise, sobre o rácio Dívida Pública/PIB, sendo neste gráfico a relação  $\Delta(D/Y) = x(md - 1)$ , tomada como uma função de  $d=D/Y$  corrente que varia entre 50% e valores superiores a 200% do PIB e para valores de multiplicadores orçamentais diferenciados que variam num intervalo de 0,5 a 3,5. Para níveis elevados de  $D/Y$  e com valores relativamente elevados de multiplicadores ainda dentro da faixa estimada por fontes recentes do FMI, o aumento de  $D/Y$  pode ser devastador.

A título de exemplo, um país, com  $d = 1,20$ ;  $m = 3$ , com uma estabilização de  $x = 5\%$ , o seu  $d$  aumentaria de  $0,05 \cdot (3 \cdot 1,20 - 1) = 13\%$  do PIB, de 1,20 para 1,33. Considerando um país com a estrutura do Japão, com uma dívida pública superior a 200% do PIB, um pacote de consolidação orçamental de 5% levaria a um aumento do rácio Dívida Pública/PIB na ordem dos 30%. Para um efeito perverso de consolidação orçamental de tão grande escala, a alegação de que “os efeitos de curto prazo da política

orçamental sobre a atividade económica são apenas um dos muitos fatores que precisam de ser considerados na determinação do ritmo adequado da consolidação orçamental para qualquer economia individual” (Blanchard and Leigh, 2013, p. 6) é no mínimo fácil e hipócrita.

Tabela 1. Limiar do multiplicador orçamental acima do qual a consolidação leva a um aumento do rácio Dívida Pública/PIB ( $m = 1/d$ ) para alguns países seleccionados (calculado o rácio PIB/Dívida Pública, a partir dos dados estimados pela US-CIA, *The World Factbook*, 2013, para 2012), ordenados pelo valor crescente do limiar do multiplicador

<b>País</b>	<b>Dívida Pública/PIB</b>	<b>PIB/Dívida Pública</b>
Japão	214,3	0,47
Grécia	161,3	0,62
Irlanda	118,0	0,84
Itália	126,1	0,79
França	89,9	1,11
Reino Unido	88,7	1,13
Espanha	85,3	1,17
Alemanha	81,7	1,22
Hungria	78,6	1,27
Áustria	74,6	1,34
EUA	73,6	1,36
Países Baixos	68,7	1,45
Média Mundial	64,0	1,56
Albânia	60,6	1,65
Polónia	53,8	1,85
Finlândia	53,5	1,87
Eslováquia	48,6	2,06
República Checa	43,9	2,21
Dinamarca	45,3	2,21
Suécia	38,6	2,56
Romênia	37,2	2,69

Mencionou-se anteriormente que, antes da crise, os valores do multiplicador orçamental geralmente assumidos pelo FMI para as economias avançadas, num intervalo que remonta aproximadamente a 40 anos (1970-2009), foi em média de 0,5. Isso leva à presunção de que — se os multiplicadores orçamentais nacionais fossem idênticos à média de 0,5 — apenas no Japão (com um rácio PIB/Dívida Pública baixo tanto em 2012 (0,47) como em 2013 (0,43)) a consolidação orçamental teria levado a

um aumento do rácio Dívida Pública/PIB, mas apenas muito marginalmente. Em todos os outros países onde se aplicou a consolidação orçamental, ter-se-ia observado uma diminuição tanto da Dívida Pública como do rácio Dívida Pública/PIB.

O valor mais baixo dos multiplicadores orçamentais revistos por Blanchard e Leigh (2012 e 2013), situado em 0,9, implicaria um padrão de consolidação perversa em 2012, não só no Japão como também na Grécia, Irlanda e Itália, enquanto se considerarmos o valor mais elevado dos multiplicadores orçamentais, situado em 1,7, isto acrescentaria à lista também a França, o Reino Unido, a Espanha, a Alemanha, a Hungria, a Áustria, os EUA, a Holanda e a Albânia.

Todavia, o valor mais baixo dos multiplicadores da despesa estimado por Batini et al. (2012), um valor de 1,6, eliminaria apenas a Albânia da lista da Tabela 1, enquanto o valor mais elevado (2,6) levaria a incluir no lote, além da lista do parágrafo anterior, também a Polónia, a Finlândia, a Eslováquia, a República Checa, a Dinamarca e a Suécia, deixando somente de fora da lista a Roménia, onde a consolidação não iria provocar um aumento do rácio Dívida Pública/PIB [nem reduzir o crescimento do PIB]. Recorrendo a um intervalo de multiplicadores no caso de aumento de impostos, entre 0,16 e 0,35, pelo contrário, esse tipo de consolidação orçamental funcionaria sempre, ou seja, reduziria quer o nível absoluto da Dívida Pública quer o rácio Dívida Pública/PIB.

No caso do multiplicador estimado por Auerbach-Gorodnichenko (2012b), a assumir um valor próximo de zero em tempos de normalidade e cerca de 2,5 num quadro de recessão, a consolidação orçamental iria sempre funcionar em períodos de forte expansão económica, mas nunca num período de recessão, excepto na Suécia e na Roménia. De acordo com Christiano et al. (2011), com um multiplicador a situar-se em 3,2, uma vez que a taxa de juro se aproxima de zero (limite inferior), todos os países citados na Tabela 1 poderiam estar sujeitos a uma consolidação orçamental perversa.

É razoável presumir que todos os investigadores do FMI envolvidos neste tipo de trabalho devem ter tido conhecimento das implicações devastadoras que a revisão em alta dos multiplicadores orçamentais proporcionou. O meu colega e amigo Giancarlo Gandolfo, a quem agradeço pelo facto de me ter ajudado a trabalhar na análise da proposição acima mencionada, ligando o multiplicador ao inverso do rácio Dívida Pública/PIB, seria ele, e com toda a sinceridade, o primeiro a salientar que a análise aqui feita não implica o uso da *rocket science*, da alta e complicada ciência. Cottarelli e Jaramillo (2012), que discutem os mecanismos e as interligações existentes entre a política orçamental e o crescimento, estão claramente muito próximos desta ideia mas

utilizam uma forma infeliz ou mesmo confusa para a exprimir e terminam antes de a poderem afirmar em poucas palavras ou matematicamente:

Uma desaceleração do crescimento motivada por uma consolidação orçamental pode resultar num aumento do rácio Dívida Público/PIB. Este caso verifica-se quando o nível inicial da dívida é grande e o multiplicador orçamental é elevado. O efeito da consolidação orçamental na dívida pública (o numerador do rácio), em termos percentuais, é tanto menor quanto maior for o nível inicial da dívida em relação ao PIB. Por outro lado, o efeito negativo da consolidação orçamental no PIB (denominador do rácio) é tanto maior quanto maior for o multiplicador fiscal.

O cerne da questão é que, embora os participantes do debate “*não devam ser considerados como representando o ponto de vista do FMI*”, como o FMI afirmou em todas as suas publicações, naturalmente as suas opiniões, os seus textos, devem ser tomados como um indicador do modo como os pontos de vista do FMI estão a evoluir. Por conseguinte, eles devem estar preocupados em não dar a entender que a sua revisão para cima possa levar a efeitos perversos das consolidações orçamentais em todas ou quase todas as economias avançadas, e recusam teimosamente em dizer abertamente que a consolidação orçamental é um tiro pela culatra precisamente nos países altamente endividados nos quais a sua aplicação é pressionada de forma mais intensa. . Perante este facto, Blanchard e Leigh (2013) são inflexíveis: “... os nossos resultados não devem ser interpretados como argumento para qualquer orientação de uma política orçamental específica num qualquer país específico. Em particular, os resultados não significam que a consolidação orçamental é indesejável.”

Cottarelli e Jaramillo (2012) mostram-se contrários a consolidações orçamentais abruptas, concentradas na fase inicial e simultâneas (como Blanchard e Cottarelli o tinham dito separadamente em 2011 e 2012 respectivamente). “É imperativo reduzir a dívida pública ao longo do tempo”, embora o “o ajustamento orçamental de curto prazo, concentrado na fase inicial, tudo leva a crer que prejudica as perspetivas de crescimento, o que deve atenuar e atrasar a melhoria dos indicadores orçamentais, incluindo défices, dívidas e custos de financiamento. Uma medida, embora não trivial, [o ritmo de ajustamento], com base num plano claro de médio prazo, é portanto preferível, se as condições de mercado o permitirem”. No entanto, eles afirmam que a consolidação orçamental e o crescimento económico devem caminhar “de mãos dadas”.

Todos os investigadores se expressam pelo mesmo diapasão, defendendo as reformas estruturais justamente como ferramenta para compensar o reconhecimento de que o ajustamento orçamental vai desacelerar o crescimento. “Reformas nos mercados de trabalho e na produção de bens e de serviços que melhorem a eficiência económica, levam, por sua vez, a um reforço do crescimento potencial, servindo como uma ferramenta importante no processo de ajustamento orçamental” (Cottarelli e Jaramillo 2012). [Estes] cobrem uma multitude de defeitos e virtudes que têm efeitos mistos e ambíguos, no caso de existirem, e em qualquer caso somente num longo prazo longínquo. A noção de um círculo virtuoso em que “medidas de ajustamento orçamental pró-crescimento, outras reformas estruturais e um mais baixo nível de dívida estimulam o crescimento e, por fim, facilitam o ajustamento orçamental” (*ibidem*) é como uma torta no céu e simultaneamente representa uma visão perigosa se esta for usada para justificar a consolidação orçamental perversa.

A proposição de que a consolidação orçamental prejudica o desenvolvimento *somente* quando é abrupta, concentrada na fase inicial e coordenada internacionalmente não tem fundamento, é uma *non-sequitur*.

Neste ponto, duas outras considerações é necessário referir. Primeiro, sabemos — [pelo menos] a partir do que Cottarelli e Jaramillo nos dizem (2012, Appendix on *Short-run Determinants of CDS Spreads in Advanced Economies*) — que o custo dos empréstimos de um país tende a aumentar com o rácio Dívida Pública/PIB e com a queda na taxa de crescimento, sendo ambos os fenómenos associados à consolidação orçamental “perversa”, ou seja, a quase todas as consolidações orçamentais. “Uma desaceleração do crescimento motivada por uma consolidação orçamental pode provocar nervosismo nos mercados financeiros” e “... os mercados parecem ter-se concentrado recentemente na evolução do crescimento a curto prazo”. “O possível aumento dos *spreads* quando a política orçamental é restritiva cria problemas na sustentação de uma estratégia de ajustamento, não só porque os custos de financiamento mais elevados desencadeiam um aumento do défice global, como também por razões de política económica. Se a contracção orçamental é dolorosa e acompanhada inicialmente por uma clara melhoria na credibilidade, torna-se mais fácil sustentar o ajustamento, contudo, se os mercados não recompensarem o esforço, a determinação do governo para continuar o ajustamento, a situação pode degradar-se.” Portanto, a consolidação orçamental pode e muitas vezes gera um círculo vicioso que torna a dívida pública cada vez mais insustentável.

Segundo, sabemos que perante uma situação de depressão prolongada a capacidade produtiva não fica somente subutilizada, na verdade ela é efetivamente *destruída*: as fábricas encerram e somente uma fração do seu capital produtivo é reimplantada noutros locais e provavelmente com outros fins produtivos; o capital humano é analogamente destruído, com os trabalhadores despedidos a ficarem dispersos e com as suas capacidades técnicas degradadas, a desvanecerem-se, tornando-se, por fim, obsoletas. Quando o produto real cai abaixo do produto potencial, a dada altura o investimento bruto estagna e o investimento líquido cai para um patamar abaixo de zero, com o capital obsoleto a não ser substituído, levando assim a uma redução não só do emprego como também do número de pessoas “empregáveis”, arrastando para uma queda-livre o ritmo de crescimento do produto potencial (Vianello, 2005). “Uma procura insuficiente que se prolongue por um tempo considerável, inevitavelmente, gera uma desaceleração na formação de uma nova capacidade produtiva e, portanto, de um produto potencial” (*ibidem*). Trabalhadores desencorajados desistirão de procurar trabalho e a taxa de participação diminuirá. Como Nicholas Kaldor (1983, p. 95) argumentou: “É ilegítimo supor que existe um caminho de crescimento de equilíbrio de longo prazo, para um único país ou mesmo para o mundo como um todo, determinado pelo crescimento populacional, pela acumulação de capital e pela taxa de progresso técnico, quando se assumem todas estas variáveis como *exógenas* [itálicos de D.Mário Nuti].”

Em tais condições, *em todo o mundo como nós o conhecemos, a consolidação orçamental certamente pode prejudicar o crescimento e o desenvolvimento económico, mesmo perante a hipótese de a consolidação não ser abrupta, não estar concentrada na fase inicial e ser coordenada internacionalmente*. Todavia, isso não significa que não haja limites para um país ou mesmo para um grupo de países quanto à sua capacidade em manter de forma sustentada um estímulo orçamental. Mas a consolidação orçamental tem de ser absolutamente evitada enquanto o rácio PIB/Dívida Pública for menor do que o multiplicador orçamental — até mesmo na hipótese de o país registar uma taxa de crescimento menor do que a taxa de juro da dívida pública, pois com a consolidação orçamental perversa o país continua a aumentar o seu rácio Dívida Pública/PIB e ainda mais rapidamente do que com um estímulo orçamental continuado.

Isto é verdadeiro mesmo num quadro em que as despesas públicas consistem na proverbial política keynesiana de contratar alguns trabalhadores para abrir buracos e outros para os tapar, a que Tanzi (2012, p. 11) chamou de “museu de velhas e erradas



ideias”. Obviamente, a substituição de despesas improdutivas por investimento produtivo tem significativos benefícios adicionais sobre a continuação do investimento improdutivo, como abrir e tapar buracos ou construir pirâmides ou catedrais, mas até mesmo o efeito da continuação de tais investimentos improdutivos é superior ao da consolidação orçamental.

#### Referências bibliográficas

- Auerbach Alan and Yuriy Gorodnichenko (2012a), “Fiscal Multipliers in Recession and Expansion”, in Alberto Alesina and Francesco Giavazzi, *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press.
- Auerbach Alan and Yuriy Gorodnichenko (2012b), “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal – Economic Policy*, Vol. 4, pp. 1-27.
- Auerbach Alan and Yuriy Gorodnichenko (2012c), “Output Spillovers from Fiscal Policy”, *NBER Working Paper* No. 18578, Cambridge, Mass.
- Batini Nicoletta, Giovanni Callegari and Giovanni Melina (2012), “Successful Austerity in the United States, Europe and Japan”, *IMF Working Paper 12/190*, July, Washington.
- Blanchard Olivier J. (2011), “Blanchard on 2011’s four hard truths”, 23 December, <http://www.voxeu.org/article/blanchard-2011-s-four-hard-truths>.
- Blanchard Olivier J. and Daniel Leigh (2012), “Box 1.1. Are We Underestimating Short-Term Fiscal Multipliers?”, in International Monetary Fund (2012), *World Economic Outlook – Coping with High Debt and Sluggish Growth*, Chapter, “Global prospects and policies”, pp. 41-43., October, Washington.
- Blanchard, Olivier J. and Daniel Leigh (2013), *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF Working Paper No. 13/1, January, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>.
- Christiano Lawrence, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo (2011), “When Is the Government Spending Multiplier Large?”, *Journal of Political Economy*, Vol. 119, pp. 78-121.

- Cottarelli Carlo (2012), "Fiscal Adjustment: Too Much of a Good Thing?", Posted on January 29 by *IMFdirect*.
- Cottarelli Carlo and Laura Jaramillo (2012), "Walking Hand in Hand: Fiscal Policy and Growth in Advanced Economies", IMF Working Paper WP12/137 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12137.pdf>.
- International Monetary Fund (2010), *World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing*, October, Washington.
- Kaldor Nicholas (1983), "The role of effective demand in the short run and the long run", reprinted in Targetti Ferdinando and A. P. Thirlwall, Eds. (1989) *Further essays on economic theory and policy – Collected economic essays*, Vol. 9, Duckworth, London.
- Tanzi Vito (2012), *Realistic Recovery – Why Keynesian Solutions Will Not Work*, London, Politeia, <http://www.politeia.co.uk/sites/default/files/files/Vito%20Tanzi%20Final.pdf>.
- Vianello Fernando (2005), "La Moneta Unica Europea", mimeo, and in *Economia & Lavoro* (2013), XLVII-1, pp. 27-46.