

# POLÍTICA ECONÓMICA

MESTRADO EM ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

1º SEMESTRE 2020/2021

## 6. A POLÍTICA ORÇAMENTAL NA UEM

17 DE DEZEMBRO DE 2020

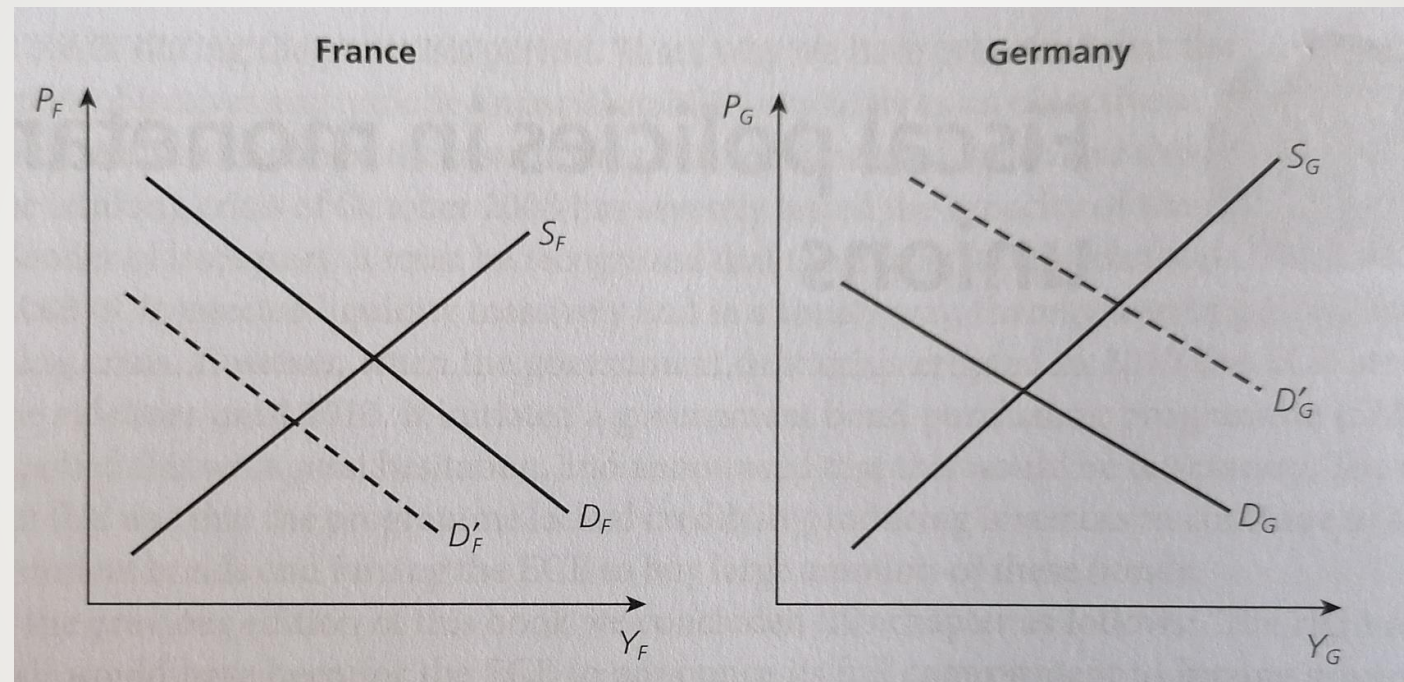
RICARDO CABRAL (RCABRAL@ISEG.ULISBOA.PT)

# Conteúdo

6. A política orçamental na UEM\*
  - a. A função estabilizadora e limitações a essa função
  - b. A sustentabilidade da dívida pública
  - c. Regras orçamentais e disciplina orçamental

\* Em parte adaptado de de Grauwe (2014, cap. 10)

# União Monetária completa com orçamento federal



F: de Grauwe (2014, p. 206)

- Assuma-se que ocorre um choque assimétrico em França e na Alemanha, que resulta numa contração da procura agregada em França e numa expansão da procura agregada na Alemanha

# União Monetária completa com orçamento federal

- Esse choque traduzir-se-ia em quebra de receitas fiscais e receitas da segurança social provenientes de França e num aumento da despesa da segurança social com subsídio de desemprego em França
  - Com impacto negativo no saldo orçamental Federal
- E traduzir-se-ia num aumento de receitas fiscais e de receitas da segurança social provenientes da Alemanha e numa redução da despesa da segurança social com subsídio de desemprego na Alemanha
  - Com impacto favorável no saldo orçamental Federal

# União Monetária completa com orçamento federal

- Com orçamento federal, os impactos dos choques assimétricos nessas duas economias até poderiam ter um impacto orçamental nulo, na medida em que poderiam, em teoria, anular-se
- Na prática, o orçamento federal traduzir-se-ia em transferências orçamentais automáticas do estado membro que regista o choque assimétrico positivo para o estado membro que regista o choque assimétrico negativo
  - Impostos, contribuições para a segurança social e subsídio de desemprego são estabilizadores automáticos
  - Ou seja, *com orçamento federal* choques assimétricos resultariam em transferências automáticas de estados-membros com melhor desempenho para estados-membros com pior desempenho

# União Monetária completa com orçamento federal

- Além disso, o impacto no mercado de dívida pública (federal) é minimizado. Em termos líquidos pode até nem ser necessário emitir mais dívida
- O agravamento do saldo orçamental de um estado membro seria em parte compensado pela melhoria do saldo orçamental de outro estado membro

# União Monetária sem orçamento federal

- O choque negativo na procura agregada resulta numa deterioração do saldo orçamental (i.e., do défice público) de França, uma vez que as receitas fiscais caem e a despesa pública aumenta
- O Governo de França está obrigado a aumentar o seu financiamento, logo a sua dívida
- Na Alemanha, ocorre o contrário
- Com orçamentos descentralizados, a França irá ver a sua dívida externa aumentar (ou a não diminuir tanto) em relação ao cenário em que existe um orçamento federal, porque não existem transferências orçamentais que compensem o choque negativo na procura agregada

# União Monetária sem orçamento federal

- Ou seja, com um orçamento federal, o dinheiro necessário para compensar a diminuição de receitas e o aumento da despesa é transferido, enquanto que com orçamentos nacionais descentralizados, os governos dos estados membros estão obrigados a endividarem-se
  - Com orçamento federal ocorreriam *no presente* transferências entre cidadãos de estados membros diferentes (e *no futuro*, na medida em que seja financiado por emissão de dívida futura)
  - Com orçamentos nacionais, só ocorrem transferências inter-geracionais entre residentes de um mesmo estado membro



# União Monetária sem orçamento federal

- Esta arquitetura orçamental descentralizada reduz os graus de liberdade e a flexibilidade da política orçamental de estados membros que sofrem choques assimétricos negativos ou que tenham estruturas económicas menos produtivas
- Acresce que se o choque for significativo e se resultar num aumento significativo do défice, pode levar os estados membros a empreender medidas de consolidação orçamental de forma pro-cíclica, em resultado da preocupação com eventual reação dos mercados financeiros
- MacDougall Report (1977): a união monetária exigiria um orçamento federal, caso contrário implicaria pressões sociais muito grandes que colocariam em perigo a sustentabilidade dessa união monetária

# União Monetária sem orçamento federal

- Se não é possível um orçamento federal, então as políticas orçamentais nacionais devem ser utilizadas de forma flexível em resposta a choques negativos na procura agregada
  - Isto é, quando a economia de um estado membro sofre um choque negativo na procura agregada, esse estado membro deve deixar o défice aumentar, deixando funcionar os estabilizadores automáticos
  - Ou seja, a política orçamental dos estados membros deve ser relativamente autónoma
    - *Se não existe um orçamento comum, a política orçamental representa o único instrumento para amortecer choques negativos da procura agregada*

# Sustentabilidade da dívida pública

- A condição de estabilidade do rácio de dívida pública para o PIB é dada por

$$(r - g) \times d = (t - g_e) + \dot{m}$$

- Onde  $r$  é taxa de juro implícita da dívida pública,  $g$  é a taxa de crescimento nominal do PIB,  $d$  é a dívida pública em percentagem do PIB,  $(t - g_e)$  é o saldo orçamental primário em percentagem do PIB e  $\dot{m}$  são as receitas de monetização de dívida em percentagem do PIB

# Sustentabilidade da dívida pública

- A condição de estabilidade do rácio de dívida pública para o PIB é dada por

$$(r - g) \times d = (t - g_e) + \dot{m}$$

- Ou seja, se a taxa de juro implícita da dívida excede a taxa de crescimento da economia, para estabilizar o nível da dívida pública em percentagem do PIB é necessário um saldo orçamental primário positivo ou um nível suficientemente elevado de monetização da dívida pública

# Sustentabilidade da dívida pública

- Para estados membros com elevados níveis de dívida pública é extremamente difícil reduzir os rácios da dívida pública
  - Literatura sobre os episódios que tiveram sucesso no passado (e.g., dívida acumulada durante guerras) mostra que resultaram de repressão financeira, reestruturações de dívida explícitas ou implícitas e/ou saldos orçamentais primários
  - E.g., EUA, Reino Unido, e mais recentemente, nos anos 1990, Bélgica e Itália

# Episódios de redução do nível de dívida pública (pre-1914)

**Table 2. Decomposition of Select Large Pre-1914 Debt Reductions**

Country	Period	Debt/ GDP ratio		Decomposition (in %)					Average real GDP growth	Average effective real interest rate	Average inflation rate
		Starting	Ending	Primary Balance	Growth-interest differential (g-i)	g	-i	Stock-flow adjustment			
UK	1822-1913	194.1	28.3	180.5	-95.6	88.4	-184	15.1	1.9	3.5	-0.1
USA	1867-1913	30.1	3.2	151.1	-46.3	48.2	-95	-4.8	4.2	4.3	-0.9
France	1896-1913	95.6	51.1	100.4	-1.9	96.3	-98	1.6	2.6	2.9	0.5

Sources: authors' calculations; data sources: for the US: Carter (2006); for France: Flandreau and Zumer (2004); for the UK: the Bank of England's database 'A millennium of macroeconomic data: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/statistics/research-datasets/a-millennium-of-macroeconomic-data-for-the-uk.xlsx>

F: Eichengreen et al. (2019, p.23)

- Mensagem: antes de 1914, a redução dos níveis relativos da dívida pública eram obtidos sobretudo através de elevados saldos orçamentais primários

# Episódios de redução do nível de dívida pública (pós-1945)

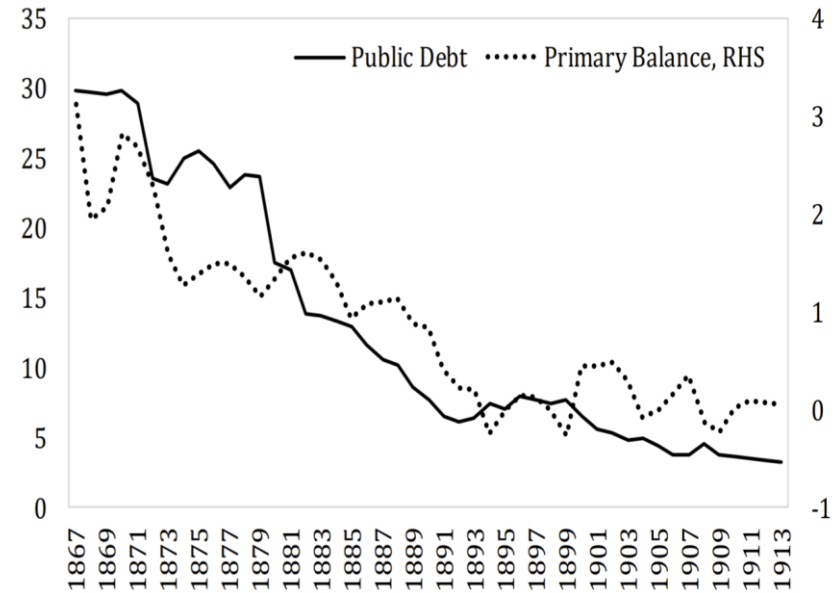
**Table 7. Shifts in Select Advanced Economies' Debt Composition, Post-WWII**

Country (Episode years)	Debt Reduction relative to initial debt level	No. of years	Average debt reduction per year	Average inflation	MLT domestic Debt	CB Holdings
	(percent)	(years)	(percentage points of GDP)	(percent)	Change in shares to total debt (percent)	
UK (1946-80)	85	35	6	7	21	6
Japan (1946-64)	98	19	11	42	-33	40

Sources: Abbas et al. (2014b) and authors' calculations.

F: Eichengreen et al. (2019, p. 46)

**Figure 3. Public Debt and Primary Balance in the United States**  
(In percent of GDP)



Sources: Carter (2006) and authors' calculations.

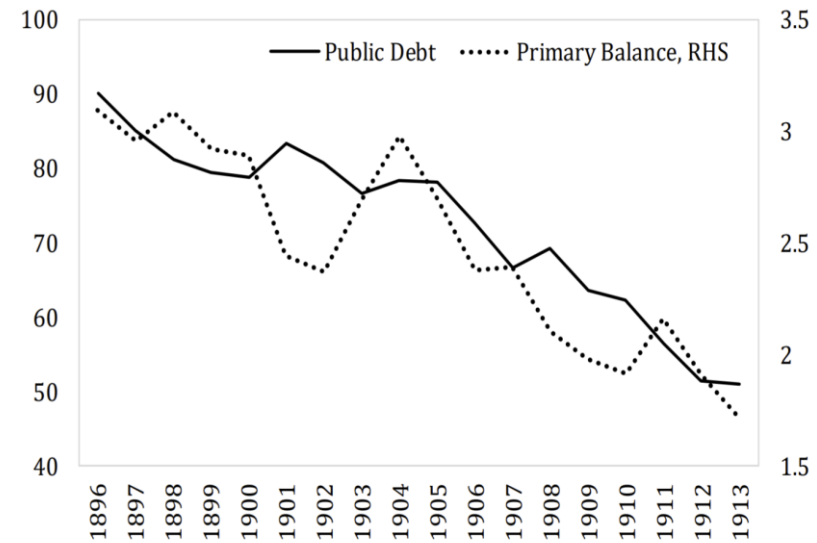
F: Eichengreen et al. (2019, p.25)

- EUA eliminou dívida pública federal, antes da I Grande Guerra





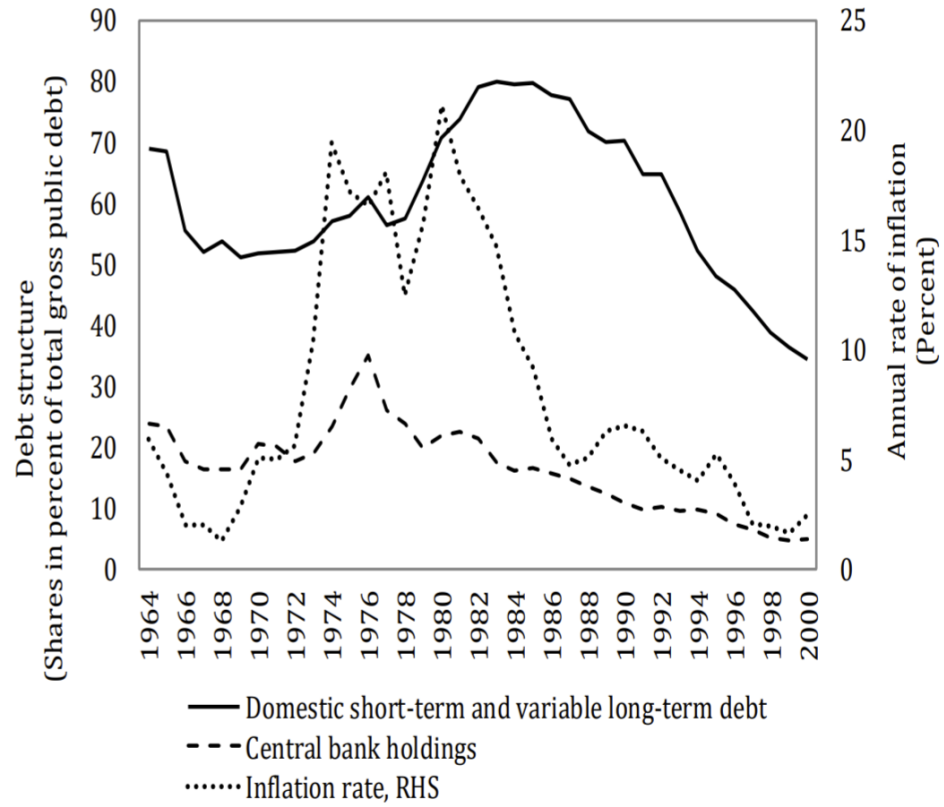
**Figure 4. Public Debt and Primary Balance in France**  
(In percent of GDP)



Sources: Flandreau and Zumer (2004) and authors' calculations.

F: Eichengreen et al. (2019, p.26)

**Figure 12. Italy: Debt Composition in the 1970s through Euro Adoption**



Source: Abbas et al. (2014b).

F: Eichengreen et al. (2019, p. 48)

**Table 3. Decomposition of Select Large Post-1914 Debt Increases**

(Contribution to debt increase, percent as share of total)			
	Primary balance	Interest-growth differential	Stock-flow adjustment
<b>Great Depression (1928-33)</b>	-9	108	1
<b>Great Recession (2007-13)</b>	67	25	8

Source: Abbas et al. (2014a) and authors' calculations.

Notes: Countries included are Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, the U.K., and the U.S. PPPGDP-weighted averages, cumulative over the episode years.

F: Eichengreen et al. (2019, p.38)

- As respostas de política económica à Grande Depressão e à Crise Financeira Internacional foram distintas. O agravamento da dívida resulta, no segundo caso, de uma política orçamental mais acomodatória (acompanhado por repressão financeira)

# The main factors contributing to changes in government debt other than government deficit/surplus (stock-flow adjustment)

The stock-flow adjustment (SFA) explains the difference between the change in government debt and the government deficit/surplus for a given period. Although SFAs generally have legitimate explanations, Eurostat closely monitors them during quality checks of data for the excessive deficit procedure (EDP)<sup>1</sup>, to ensure adherence to statistical rules and consistency across the reported data.

Conceptually, the stock-flow adjustment can be broken down into the following categories: net acquisition of financial assets, debt adjustment effects and statistical discrepancies. The main purpose of this note is to explain the individual elements of the SFA and analyse their patterns and trends.

F: [Comissão Europeia](#)

**Table 5. Decomposition of Select Large Post-1914 Debt Reductions**

(Contribution to reduction, percent as share in total)

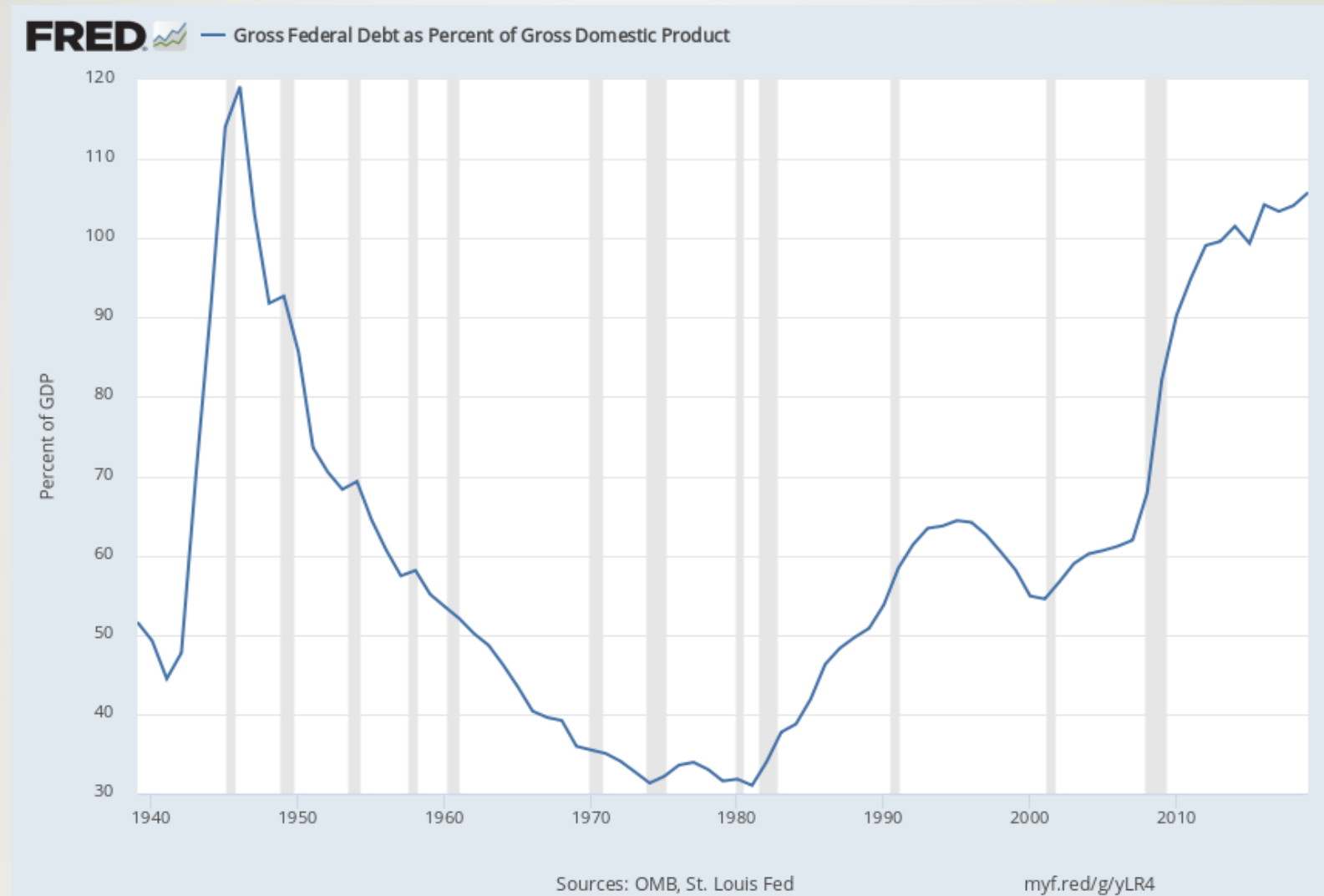
	Primary balance	Growth-interest differential	Stock-flow adjustment
<b>Post-WWI (1921-29)</b>	64	53	-16
<b>Post-WWII (1945-75)</b>	46	75	-21

Sources: Abbas et al. (2014a) and authors' calculations.

Notes: For post WWI, the countries (episodes) included are: Canada (1922-28); France (1921-26), the UK (1923-29), the US (1921-29). For post-WWII, countries (episodes) included are: Australia (1946-63), Canada (1945-57), France (1949-69), the U.K. (1946-75), and the U.S. (1946-74). PPPGDP-weighted averages, cumulative over the episode years.

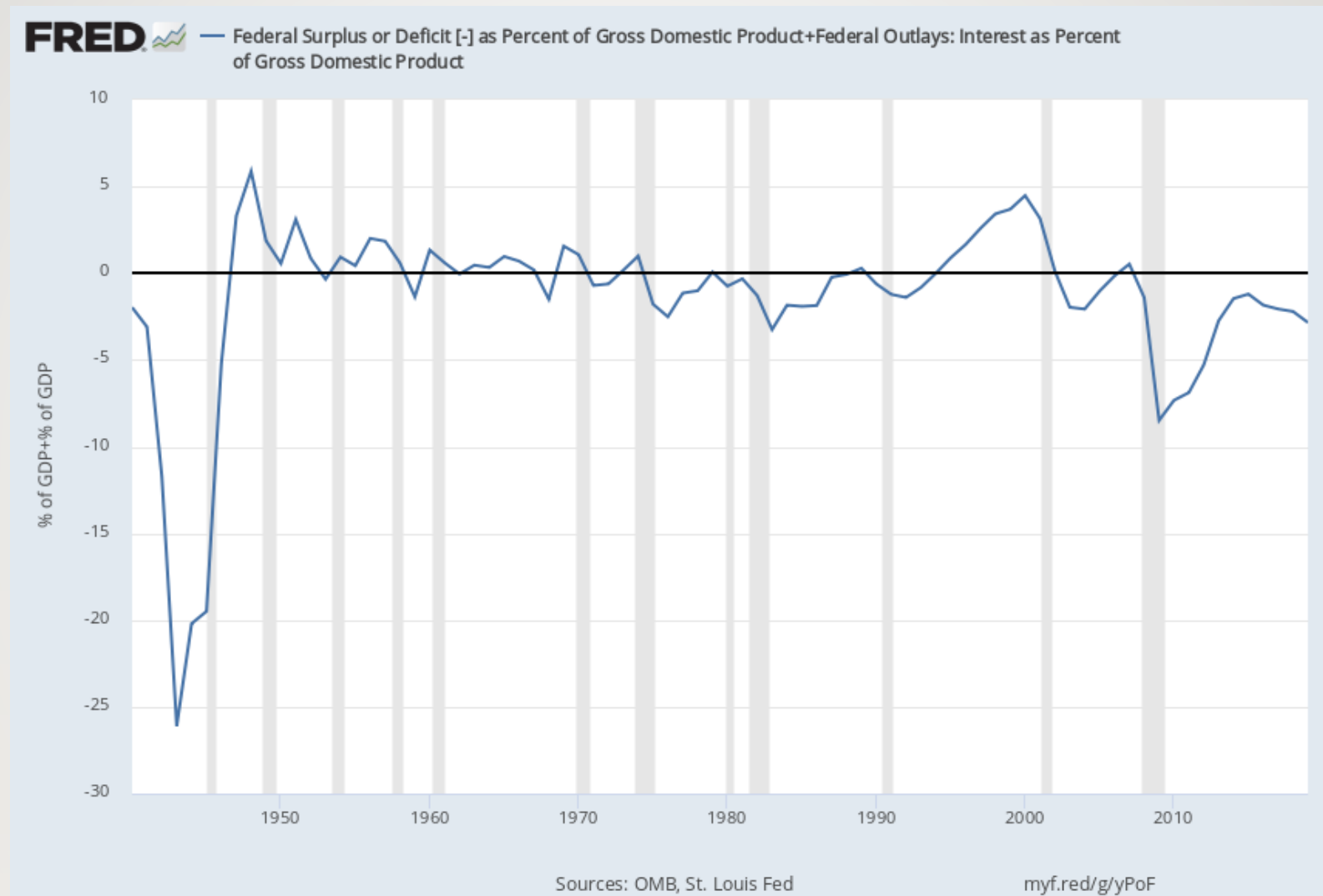
F: Eichengreen et al. (2019, p.43)

# Dívida federal (bruta) em percentagem do PIB, EUA



Fonte: [FRED](#)

# Saldo orçamental primário federal (em % do PIB), EUA



Fonte:

# Regras orçamentais

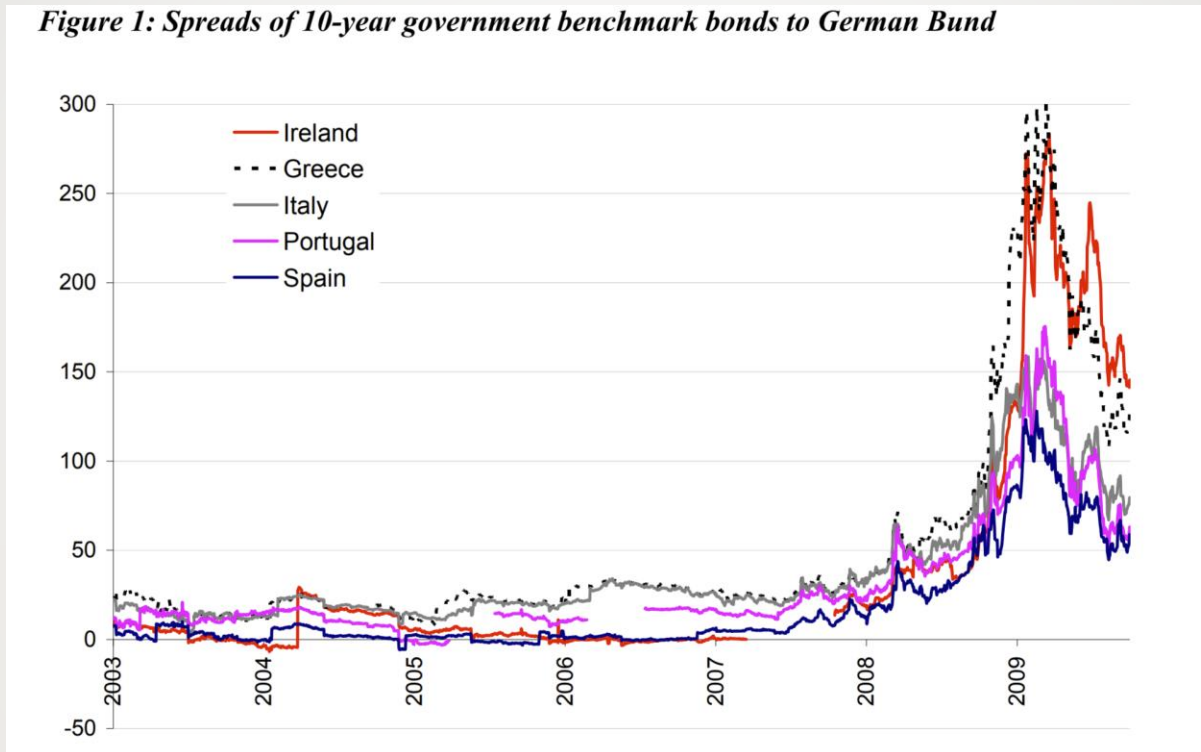
- Princípio subjacente a regras orçamentais: os estados membros cuja dívida pública esteja numa trajetória insustentável criam efeitos negativos para (contagiam) os restantes estados membros da união monetária
  - Colocam a taxa de juro das dívidas soberanas dos estados membros sob pressão crescente
  - Ou seja, a política orçamental insustentável de um estado membro, pode forçar outros estados membros a empreenderem políticas orçamentais restritivas de forma a reduzir a taxa de juro



# Regras orçamentais

- Problema com esta tese do efeito de contágio
  - Mercados de capitais são eficientes e, por conseguinte, podem distinguir riscos soberanos distintos
  - Esta tese assume que os mercados de capitais não são eficientes

# Eficiência dos mercados de capitais



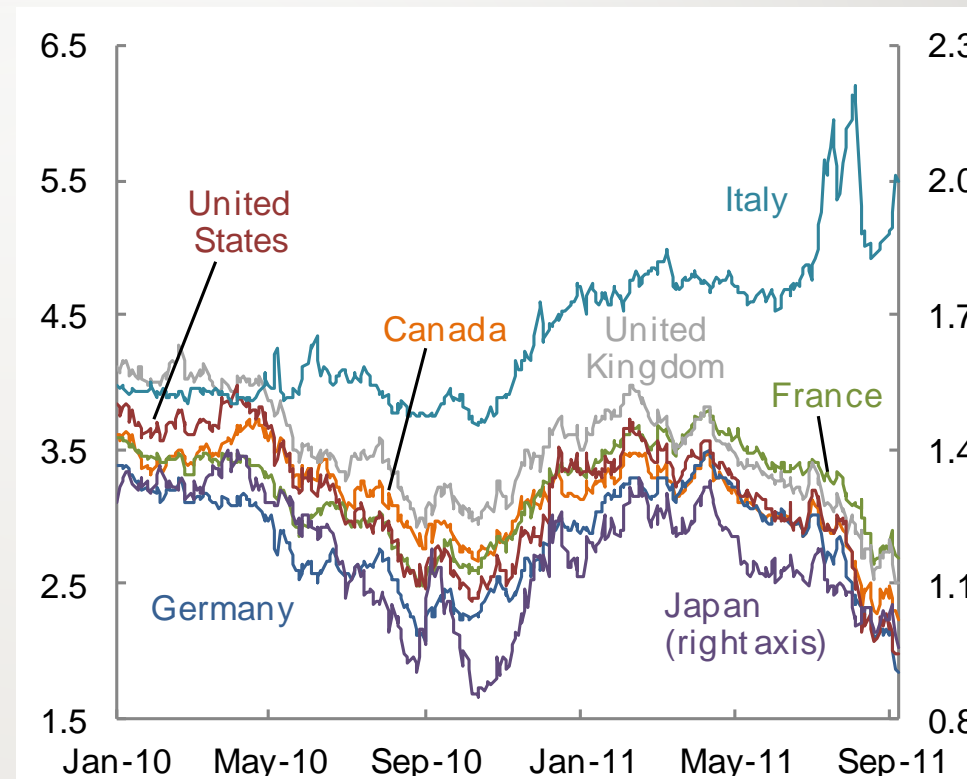
- F: [Barrios et al. \(2009\)](#), ver também, de Grauwe (2014, p. 217)
- Mercados de capitais parecem não ser eficientes porque durante bastante tempo não distinguiram risco de soberano. Contudo, o problema pode resultar de características das operações de refinanciamento do Eurosistema

# Eficiência dos mercados de capitais

**Figure 1. G-7 Sovereign Bond Yields**  
(Percent)

Source: Datastream.  
Note: Secondary markets 10-year sovereign bond yields.

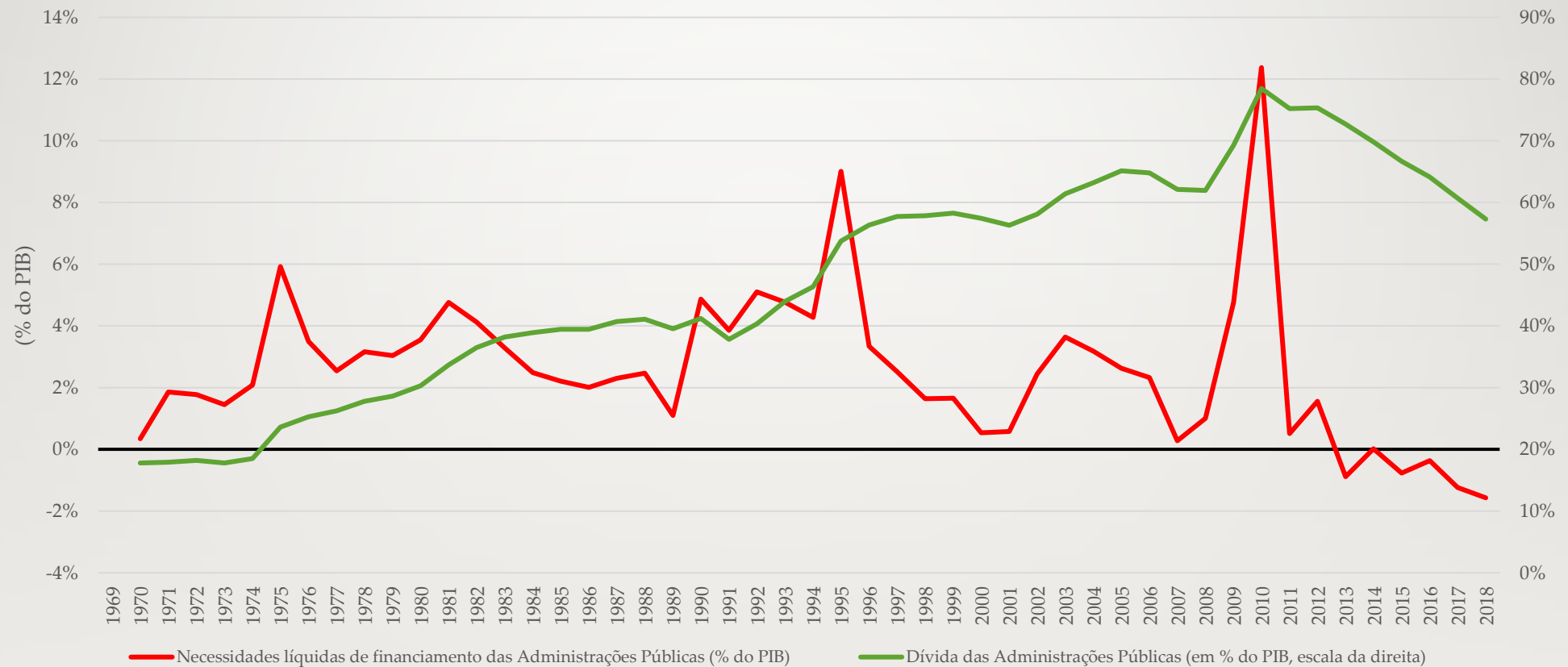
F: FMI



# Disciplina orçamental

- Recente
  - Emenda constitucional da Alemanha de 2009, que antes adotava a regra de ouro
  - Pacto Orçamental 2012 e regras complementares
    - Que reforçam pacto de estabilidade (e crescimento)
- Representam o regresso a teses neoclássicas (ou ordoliberalismo)

## Dívida e déficit das Administrações Públicas da Alemanha (Alemanha Ocidental até 1990)



# Disciplina orçamental

- O modelo de desenvolvimento da Europa Ocidental no pós-guerra era diferente, com maior presença do Estado e com política orçamental mais expansionista, mesmo na Alemanha (que vê a dívida das administrações públicas crescer de 18% do PIB em 1970 para mais de 80% em 2009-2010 e que regista défices públicos em todos os anos entre 1970 e 2013)
- Maior enfoque na disciplina orçamental é relativamente recente
  - Papel de alguns atores políticos, nomeadamente Wolfgang Schäuble, antigo ministro das finanças da Alemanha
  - Na Alemanha, muitos observadores também se queixam da austeridade e impacto dos cortes orçamentais, por exemplo, nas infra-estruturas e no serviço nacional de saúde

# Exemplo 1

1. Considere os seguintes dados

Variável	Valor
Taxa de juro implícita da dívida entre 2020 e 2022	2,4%
Taxa de crescimento nominal do PIB	3,3%
Dívida pública no final de 2020 (em % do PIB)	133,8%
Saldo orçamental primário entre 2021 e 2023 (em % do PIB)	0,5%

- a) Calcule o nível de dívida pública em 2021, 2022 e 2023
- b) A dívida pública está numa trajetória sustentável?

# Bibliografia

- Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R., & Mitchener, K. (2019). "Public debt through the ages". *IMF Working Papers* No. WP/19/6.
- European Commission. (2019a, January). "Part IV – Fiscal outcomes in the EU in a rules-based framework". In: Mohl, P. (Ed.), *Report on public finances in EMU 2018* (p. 105-156). Luxembourg: European Union. doi:10.2765/890835
- European Commission. (2019b, February 13). *Fiscal Sustainability Report 2018*. Retrieved August 29, 2020, from [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/fiscal-sustainability-report-2018\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/fiscal-sustainability-report-2018_en)
- European Commission. (2019c, April). *Vade mecum on the stability and growth pact*, 2019 edition. Luxembourg: European Union. doi:10.2765/724849
- European Commission. (2019d, May). *Taxation trends in the European Union: Data for the EU member states, Iceland and Norway*. Luxembourg: European Union, 2019 edition. doi:10.2778/351385
- de Grauwe, P. (2018). *Economics of monetary union* (12th edition, cap. 11). Oxford: Oxford University Press.