

CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL NUMA PEQUENA ECONOMIA DA ÁREA DO EURO*

Vanda Almeida** | Gabriela Castro** | Ricardo Mourinho Félix** | José R. Maria**

RESUMO

Este artigo aborda os custos e benefícios de uma consolidação orçamental numa pequena economia da área do euro. Os impactos macroeconómicos e a análise de bem-estar apresentados são elaborados no contexto de um modelo de equilíbrio geral *Neo-Keynesiano* com agentes não-Ricardianos. Considera-se uma estratégia de consolidação orçamental de referência que assenta numa redução permanente das despesas do Estado. Os resultados apontam para que no longo prazo a consolidação orçamental conduza a um aumento considerável nos níveis de rendimento, consumo privado e de bem-estar. Adicionalmente, os ganhos são ampliados se a estratégia orçamental envolver também uma reforma fiscal destinada a reduzir a carga fiscal sobre os rendimentos do trabalho, por contrapartida de um aumento da tributação sobre o consumo das famílias. Contudo, uma tal reforma é suscetível de implicar custos importantes no curto prazo, nomeadamente pela redução do rendimento, do consumo e do bem-estar. Por fim, avalia-se o efeito de estratégias de consolidação orçamental alternativas em termos do seu perfil intertemporal, da velocidade do ajustamento e da sua interação com o prémio de risco da economia.

1. Introdução

A Grande Recessão despoletada pela crise financeira internacional levou à implementação de programas de estímulo orçamental significativos em muitas economias. Adicionalmente, a injeção de fundos públicos em muitas instituições financeiras em dificuldades também assumiu um papel crucial no controlo do risco sistémico. Neste contexto, a dívida pública aumentou substancialmente em todas as economias desenvolvidas, incluindo os Estados Unidos, a área do euro, o Reino Unido e o Japão. Estes desenvolvimentos suscitaram uma preocupação crescente com a sustentabilidade das contas públicas, trazendo a discussão sobre a necessidade de consolidação orçamental para o centro do debate sobre política económica.

Num contexto de aumento das tensões financeiras à escala global, decorrente de um aumento da aversão ao risco, a incerteza quanto à sustentabilidade das finanças públicas em muitas economias levou a uma reavaliação do preço do risco da dívida soberana, que se traduziu num aumento muito heterogéneo das taxas de juro da dívida pública, em particular nas economias da área do euro. Estes desenvolvimentos desafiaram a noção amplamente aceite de que o euro era uma defesa inexpugnável contra a discriminação do preço do risco entre as economias participantes, uma vez que a política monetária comum, em conjugação com as regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento, assegurariam uma partilha perfeita do risco.

A crise financeira e económica internacional pôs em evidência a heterogeneidade das economias da área do euro, pondo em causa o pressuposto de partilha perfeita do risco. As economias que revelaram

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade dos autores, não coincidindo necessariamente com as do Banco de Portugal ou do Eurosistema. Eventuais erros e omissões são da exclusiva responsabilidade dos autores.

** Banco de Portugal, Departamento de Estudos Económicos.

maiores fragilidades, em particular maiores desequilíbrios orçamentais, bolhas nos preços de ativos e/ou dificuldades crescentes de acesso do sistema bancário aos mercados internacionais de dívida por grosso, começaram a ser discriminadas no que diz respeito ao preço da dívida soberana. Mais precisamente, a dívida soberana de maior qualidade registou um aumento do preço relativamente à dívida de menor qualidade. Neste contexto, a sustentabilidade da dívida soberana após a crise, a avaliação dos benefícios de longo prazo da consolidação orçamental e a criação de condições para um processo de consolidação bem-sucedido tornaram-se temas centrais da literatura económica recente (Rother 2010, Mulas-Granados 2010 e Barrios 2010).

Este artigo debruça-se sobre os impactos de curto, médio e longo prazos na atividade económica e nas condições de procura e bem-estar decorrentes de uma consolidação orçamental, isto é, de uma redução permanente do rácio da dívida pública, baseada em medidas de política orçamental específicas, incluindo uma redução permanente da despesa do Estado e o aumento temporário dos impostos sobre os rendimentos do trabalho. O impacto de alterar o equilíbrio dos instrumentos orçamentais no sentido de um aumento significativo dos impostos sobre o consumo por contrapartida de um menor aumento da tributação sobre os rendimentos do trabalho é também analisado, o que no contexto de uma pequena economia aberta integrada numa união monetária é uma maneira possível de implementar uma desvalorização da taxa de câmbio real, e dessa forma recuperar competitividade e reduzir o desequilíbrio externo. Este pode ser um objetivo de política importante no caso em que o défice orçamental e o défice externo (os “défices gémeos”) são um motivo de preocupação por parte das autoridades. O impacto de prazos alternativos para completar o processo de consolidação orçamental também é abordado. Por fim, considera-se o caso em que a estratégia de consolidação restaura a credibilidade, reduzindo o prémio de risco da economia para níveis inferiores aos registados no período anterior à consolidação.

A discussão baseia-se no modelo *PESSOA*, um modelo *Neo-Keynesiano* para uma pequena economia da área do euro. A estrutura do artigo é a que se segue. O modelo é apresentado na secção 2. A secção 3 aborda o impacto de estratégias de consolidação orçamental alternativas, com prazos alternativos, sobre os principais agregados macroeconómicos e sobre o bem-estar. A secção 4 apresenta um cenário em que a consolidação orçamental é acompanhada por uma redução do prémio de risco da economia. A secção 5 conclui e extrai algumas implicações de política económica.

2. *PESSOA*: um modelo para uma pequena economia da área do euro

O modelo *PESSOA* caracteriza uma pequena economia aberta integrada numa união monetária, a área do euro¹. A sua estrutura baseia-se essencialmente no modelo do FMI, o *Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF)*, apresentado em Kumhof e Laxton (2007). No modelo *PESSOA*, pressupõe-se que o resto da união monetária não é afetado por choques nacionais, pelo que as decisões de política monetária são ortogonais relativamente aos desenvolvimentos nacionais como em Adolfson (2007). No quadro de uma pequena economia aberta, a economia nacional é modelada com detalhe, enquanto a modelação do resto da união monetária é muito parcimoniosa. Contrariamente à maioria dos modelos de equilíbrio geral na literatura sobre pequenas economias abertas, o modelo *PESSOA* tem características intrinsecamente não-Ricardianas: famílias com vida finita em linha com o modelo de vida finita com duração estocástica (Blanchard 1985, Yaari 1965, Buitert 1988 e Weil 1989); impostos distorcionários sobre o consumo das famílias, os rendimentos do trabalho e do capital; e famílias sem acesso aos mercados de ativos (Gali *et al.* 2007). O bloco orçamental do modelo é suficientemente detalhado para levar em conta choques sobre os diversos tipos de impostos distorcionários, as transferências para as famílias e o consumo público.

¹ Ver Almeida, V. Castro, G., Félix, R. M. e Maria, J. R. (2011), “Política orçamental numa pequena economia da área do euro”, Banco de Portugal, *Boletim Económico*-Primavera.

Uma vez que o modelo *PESSOA* foi concebido para uma pequena economia aberta integrada numa união monetária, o mecanismo de ajustamento da economia a choques nacionais é bastante diferente do habitual nos modelos de equilíbrio geral, em que a política monetária e as flutuações da taxa de juro real são cruciais para tornar o modelo dinamicamente estável. No modelo *PESSOA*, a política monetária é trivial, no sentido em que a taxa de juro nacional é ortogonal aos choques nacionais e só se desvia da taxa do resto da união por um prémio de risco, que se presume constante. Isto implica que os choques nacionais, que afetam a evolução da inflação nacional, tendem a ter forte impacto sobre a taxa de juro real, ampliando as flutuações da economia nacional. Neste contexto, a estabilidade dinâmica do modelo é assegurada por um papel ativo da taxa de câmbio real no ajustamento dos fluxos de comércio internacional de bens e de ativos/dívida. Os agentes nacionais transacionam em bens e ativos/dívida apenas com agentes residentes dentro da união monetária. Consequentemente, as flutuações da taxa de câmbio real têm impactos consideráveis sobre a competitividade, os fluxos de comércio internacional e a posição de investimento internacional da economia. Uma vez que se pressupõe que a evolução dos preços no resto da união monetária é independente dos choques idiossincráticos nacionais, a taxa de câmbio real determina o nível de preços nacional.

O modelo inclui dois tipos de famílias: as que fazem otimização intertemporal e que conseguem alisar o consumo através da compra e venda de obrigações nacionais e estrangeiras; e as famílias sem acesso aos mercados de ativos, que apenas fazem otimização intratemporal, na medida em que não têm acesso aos mercados de ativos. Os dois tipos de famílias extraem utilidade do consumo e do lazer, sendo a utilidade modelada através de uma função com aversão relativa ao risco constante e estão sujeitas à formação de hábitos externos.

No que respeita ao bloco de oferta do modelo, existem dois tipos de empresas: os produtores de bens intermédios e os produtores de bens finais. As empresas operam em contexto de concorrência monopolística nos respetivos mercados dos bens que vendem, cobrando uma margem sobre o custo marginal de produção, e em concorrência perfeita nos mercados de fatores de produção, que remuneram de acordo com as suas produtividades marginais. O modelo inclui uma série de fatores de rigidez nominal e real que geram respostas a choques realistas no curto prazo e que motivam o desenvolvimento de políticas ativas de estabilização macroeconómica.

O Estado consome um bem específico e transfere rendimento para as famílias. Para financiar as suas atividades, o Estado tributa os rendimentos do trabalho, os dividendos das empresas e o consumo das famílias, beneficiando ainda de transferências da UE. Além disso, o Estado emite dívida com maturidade de um período e paga uma taxa de juro sobre a dívida detida pelas famílias entre um período e o seguinte, a qual pode diferir da taxa de juro da união monetária devido a um prémio de risco. Para evitar uma trajetória divergente da dívida pública impõe-se a prossecução de uma regra de política orçamental que assegura que o rácio da dívida pública converge para um objetivo predefinido, o qual determina univocamente o saldo orçamental.

3. Efeitos macroeconómicos de uma consolidação orçamental

Nesta secção avaliam-se os efeitos macroeconómicos de uma consolidação orçamental numa pequena economia da área do euro. A consolidação orçamental é definida como uma redução permanente do rácio da dívida pública e é implementada através de uma contração orçamental gradual, seguida de uma estabilização do rácio da dívida em torno de um novo estado estacionário. A redução gradual do *stock* de dívida pública e da despesa com juros associada implica a subsistência de um maior défice primário no novo estado estacionário.

A análise apresentada nesta secção assenta num conjunto de simulações que utilizam o modelo descrito na secção 2 para estudar os custos e benefícios de uma consolidação orçamental. Neste quadro, analisam-se os efeitos de dois cenários de consolidação alternativos: uma consolidação orçamental pura e uma

consolidação orçamental acompanhada por uma reforma fiscal. Estes cenários baseiam-se num conjunto muito específico de medidas que foram selecionadas com base nos seus impactos macroeconómicos. Desta forma, antes da discussão destes cenários, a subsecção 3.1 apresenta quatro simulações em que o impacto de cada instrumento de política orçamental disponível sobre as principais variáveis macroeconómicas é analisado isoladamente de forma a ilustrar os seus principais canais de transmissão.

A subsecção 3.2 estuda os impactos sobre a dinâmica de transição, o estado estacionário e o bem-estar de um programa de consolidação orçamental pura e de um programa de consolidação orçamental acompanhado por uma reforma fiscal. O primeiro cenário concentra-se nos potenciais benefícios e custos de uma consolidação orçamental, enquanto no segundo cenário se explora a possibilidade de minimizar os custos e maximizar os benefícios através de uma combinação de instrumentos de política orçamental.

Na subsecção 3.3 implementa-se uma análise de sensibilidade focada na duração do processo de consolidação orçamental. Mais especificamente, consideram-se dois cenários alternativos. O primeiro diz respeito à possibilidade de um período prolongado de consolidação (o cenário de consolidação lenta), que se caracteriza por uma política que garante uma transição gradual para o objetivo orçamental. O segundo considera um período de consolidação mais curto (o cenário de consolidação rápida), em que se considera uma política que garanta uma convergência rápida para o objetivo orçamental pretendido.

Ao longo desta secção, em todas as simulações considera-se uma redução permanente do défice orçamental de 1 por cento do PIB do estado estacionário inicial. Dados os pressupostos do modelo para as taxas de juro nominais e para o crescimento do PIB nominal, 4,5 e 4 por cento respetivamente, uma redução no défice público de 1 por cento do PIB do estado estacionário inicial corresponde a uma diminuição do rácio da dívida pública de cerca de 25 pontos percentuais no novo estado estacionário. Contudo, dada a dinâmica muito persistente da consolidação orçamental, as alterações nos fluxos levam literalmente décadas a transmitir-se na íntegra ao *stock* de dívida pública correspondente. Assim, os gráficos incluídos nas próximas subsecções apresentam as funções de resposta a impulsos sob a forma de linhas para os primeiros 10 anos e de pontos para os horizontes mais longínquos.

3.1. O impacto macroeconómico de instrumentos orçamentais alternativos

O gráfico 1 apresenta os resultados obtidos utilizando os quatro instrumentos de consolidação orçamental alternativos, com cada instrumento a ser usado isoladamente (transferências para famílias, consumo público, carga fiscal sobre os salários² ou imposto sobre o consumo) para alcançar uma redução do défice orçamental igual a 1 por cento do PIB do estado estacionário inicial (EE). Em cada simulação, as taxas médias dos restantes impostos e/ou componentes da despesa são mantidos constantes aos níveis iniciais.

As estratégias de consolidação orçamental baseadas em redução das transferências para as famílias afetam os resultados macroeconómicos sobretudo através do seu impacto na riqueza das famílias, na oferta de trabalho e no consumo privado³. Uma redução nas transferências tem um efeito negativo significativo sobre a riqueza, levando a uma quebra no consumo e no lazer e a um aumento na oferta de trabalho⁴. Em regra, as famílias sem acesso aos mercados de ativos reduzem fortemente o seu consumo e simultaneamente aumentam as horas trabalhadas de forma a compensar o rendimento perdido. O consumo das famílias com acesso aos mercados de ativos é menos afetado, refletindo expectativas em relação à

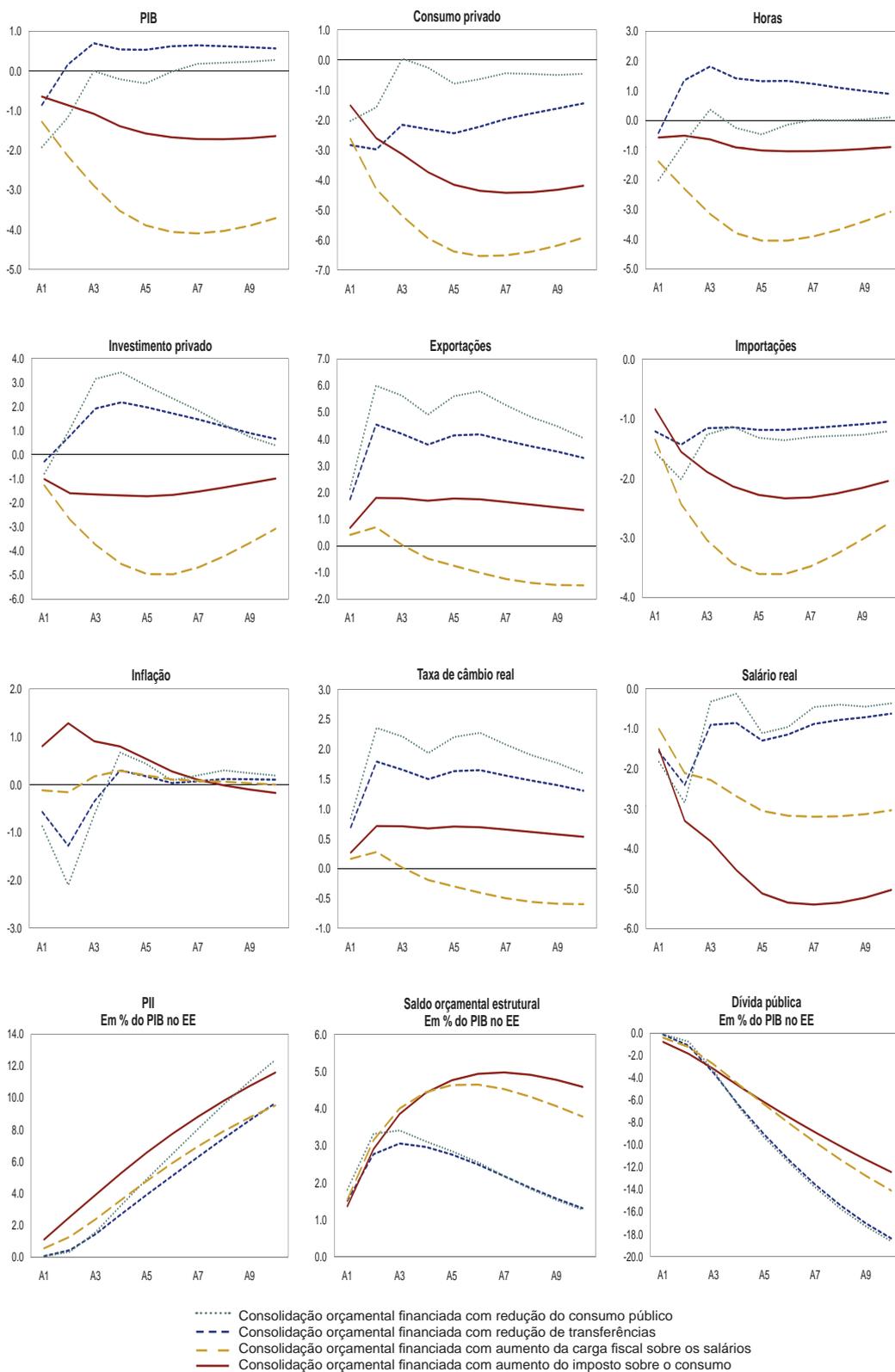
2 A “Carga fiscal sobre os salários” corresponde ao imposto sobre os salários pago pelos empregados adicionado da componente das contribuições para a Segurança Social a cargo da entidade patronal, os quais são ajustados em magnitudes iguais em termos de alterações em pontos percentuais nas suas taxas médias.

3 Para uma análise detalhada do impacto de instrumentos orçamentais alternativos sobre as principais variáveis macroeconómicas e os mecanismos de transmissão implicados ver Almeida *et al.* (2010).

4 O pressuposto subjacente ao impacto sobre a oferta de trabalho é de que todas as famílias oferecem trabalho e, portanto, um corte nas transferências induz uma expansão na oferta de trabalho. Na prática, uma parte das transferências é recebida por pensionistas os quais não oferecem ativamente a sua força de trabalho.

Gráfico 1

O IMPACTO MACROECONÓMICO DE INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS DE POLÍTICA ORÇAMENTAL | DESVIOS FACE AO ESTADO ESTACIONÁRIO INICIAL, EM PORCENTAGEM



Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

Notas: EE: estado estacionário inicial. Os desvios da inflação, da PII e da dívida pública estão em pontos percentuais. Para as restantes variáveis, os desvios estão em percentagem. Um aumento da taxa de câmbio real representa uma depreciação.

evolução dos dividendos futuros e a possibilidade de alisamento do consumo. Mais ainda, o impacto sobre a oferta de trabalho induz uma redução dos salários reais e uma diminuição dos custos marginais das empresas, implicando uma quebra nos preços nacionais e uma depreciação da taxa de câmbio real.

Uma consolidação orçamental assente numa diminuição do consumo público, o qual é muito intensivo em trabalho, implica uma redução da procura de trabalho. Consequentemente, os salários reais diminuem tal como a riqueza das famílias e o consumo privado. Nesta simulação, ao contrário do que acontece na redução das transferências, o impacto sobre a oferta de trabalho e sobre o consumo é semelhante para ambos os tipos de famílias (com e sem restrições de acesso aos mercados de ativos/dívida). Adicionalmente, a produção de bens de consumo público emprega recursos que de outra forma estariam disponíveis para produzir outros tipos de bens e, por isso, um corte no consumo público reduz pressões sobre a procura e contribui para uma diminuição dos preços nacionais e para ganhos na competitividade externa, através de uma depreciação da taxa de câmbio real.

As políticas de consolidação orçamental baseadas na redução da despesa pública, que reduzem as pressões sobre a procura, promovem uma depreciação da taxa de câmbio real e beneficiam a competitividade externa das empresas nacionais. O aumento da competitividade estimula a produção nacional e a procura de fatores e reduz o desequilíbrio externo, compensando parcialmente os impactos recessivos da consolidação orçamental. Por outro lado, a queda da inflação esperada induz um aumento da taxa de juro real, exacerbando a redução da procura agregada e ampliando o efeito recessivo da consolidação orçamental no curto prazo⁵.

Por sua vez, uma consolidação orçamental baseada no aumento dos impostos implica uma queda prolongada do produto, do consumo privado e do investimento para níveis inferiores aos do estado estacionário inicial. No que respeita à carga fiscal sobre os salários deve assinalar-se que inclui o imposto sobre os rendimentos do trabalho pago pelas famílias e as contribuições para a Segurança Social a cargo da entidade patronal. Um aumento do imposto sobre os rendimentos do trabalho afeta a economia sobretudo através do seu impacto sobre a taxa marginal de substituição entre consumo e lazer das famílias, o qual implica uma redução da oferta de trabalho. Ao mesmo tempo, um aumento das contribuições a Segurança Social a cargo da entidade patronal conduz a um aumento dos custos marginais das empresas e induz uma substituição de trabalho por capital, reduzindo a procura de trabalho. Assim, um aumento da carga fiscal sobre os salários determina uma redução das horas trabalhadas e um aumento dos preços nacionais, o que implica uma apreciação da taxa de câmbio real e uma perda de competitividade.

O imposto sobre o consumo é menos distorcionário da alocação consumo/lazer do que os impostos sobre os rendimentos do trabalho. Um aumento do imposto sobre o consumo afeta a economia sobretudo através do canal de transmissão dos preços, reduzindo o valor da riqueza das famílias em termos reais. Esta diminuição induz um aumento da oferta de trabalho das famílias de forma a compensar o impacto negativo sobre o consumo do efeito riqueza, o que explica um menor declínio das horas trabalhadas do que o registado no caso de um aumento da carga fiscal sobre os salários.

Consequentemente, o aumento da carga fiscal sobre os salários é provavelmente a medida que envolve maiores perdas a curto e médio prazo em termos de produto, consumo e investimento privados quando usada para levar a cabo uma consolidação orçamental. As estratégias de consolidação baseadas em redução das transferências e do consumo público são menos penalizadoras tanto para a atividade económica como para o consumo e investimento privados. Os resultados sugerem que a redução da despesa pública tende assim a ser preferível ao aumento da carga fiscal enquanto estratégia de consolidação orçamental (ver Corsetti *et al.* 2009). Este resultado pode revelar-se particularmente importante no caso de algumas economias europeias com elevada carga fiscal e em que o período recente foi caracterizado

⁵ Em modelos com política monetária endógena, o impacto recessivo da consolidação orçamental no curto prazo é compensado em parte pela redução da taxa de juro nominal, caso o limite inferior de zero não seja uma restrição ativa.

por um aumento significativo da despesa pública. Contudo, a redução da despesa implica a adoção de reformas que demoram tempo a implementar e portanto, no curto prazo, o aumento de impostos pode ser importante no início de um processo de consolidação orçamental, caso seja imperioso obter resultados mais imediatos para assegurar a sua credibilidade.

Tendo em conta os resultados obtidos, o cenário doravante designado de consolidação orçamental pura corresponde a uma estratégia que assenta sobretudo na redução da despesa pública (consumo público e transferências para as famílias), mas em que a carga fiscal sobre os salários ajusta endogenamente, aumentando ligeiramente no curto prazo de forma a alcançar uma redução mais rápida do défice orçamental para o nível pretendido.

3.2. Duas estratégias de consolidação orçamental: impacto macroeconómico

Esta subsecção analisa o impacto sobre as principais variáveis macroeconómicas de dois cenários alternativos de consolidação orçamental que se baseiam em instrumentos orçamentais específicos. O exercício é conduzido num quadro de antevisão perfeita e total credibilidade da autoridade orçamental e, portanto, em que o prémio de risco sobre a dívida soberana não é afetado pela estratégia de consolidação escolhida. Contudo, é sempre de sublinhar que estas hipóteses poderão ser demasiado restritivas na atual conjuntura e portanto os resultados devem ser interpretados com cautela. Na verdade, se uma economia enfrenta pressões no mercado da dívida soberana e um aumento significativo do prémio de risco, uma consolidação orçamental credível poderá contribuir para reduzi-lo, implicando taxas de juro mais baixas e consequentemente reduzindo os custos de curto prazo associados a um processo de consolidação orçamental (ver a secção 4).

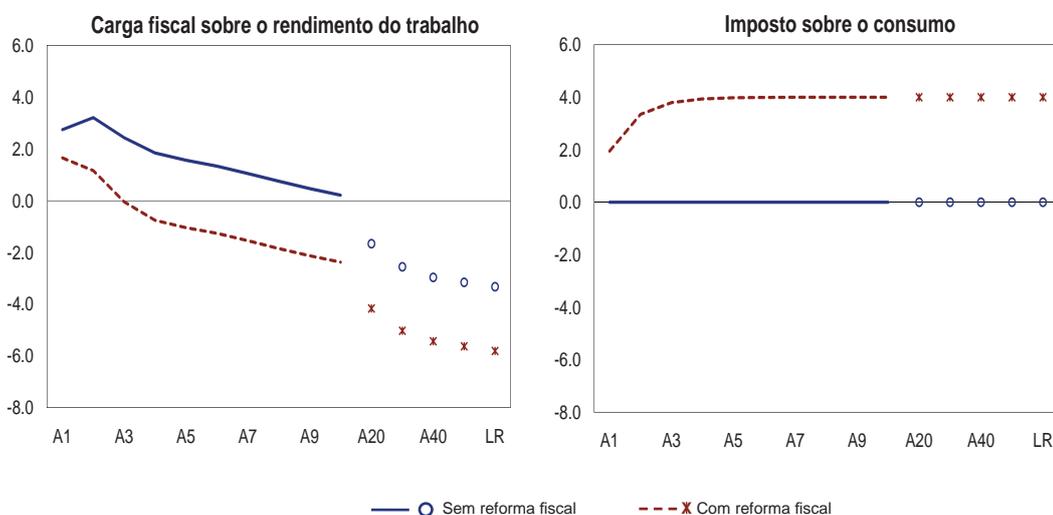
O primeiro cenário considera uma estratégia de consolidação orçamental pura, que corresponde a uma redução permanente no défice orçamental de 1 por cento do PIB do estado estacionário inicial. A redução do défice é alcançada sobretudo através de redução da despesa, na medida em que estes instrumentos são menos penalizadores para a atividade económica (ver subsecção 3.1). Mais especificamente, considera-se uma redução permanente de 0.5 por cento do PIB do estado estacionário inicial quer no consumo público quer nas transferências para as famílias. Admite-se que estas medidas sejam implementadas de forma faseada ao longo de quatro anos. No curto prazo, o ajustamento para um nível de défice mais baixo implica que a carga fiscal sobre os salários aumente ligeiramente (Gráfico 2). Contudo, à medida que se reduz o *stock* de dívida pública, os pagamentos de juros por parte do Estado caem e a poupança orçamental resultante pode ser usada para financiar uma descida de impostos e/ou um aumento da despesa pública. Nestas simulações assume-se que a poupança orçamental é utilizada para reduzir a carga fiscal sobre os salários no médio e longo prazo, uma vez que este instrumento é mais distorcionário e, portanto, uma redução da carga fiscal sobre os salários potencia o impacto da consolidação orçamental sobre o crescimento económico e o bem-estar (esta questão será discutida adiante).

O segundo cenário diz respeito a uma consolidação orçamental com reforma fiscal. Os impostos sobre os salários ou os impostos sobre o consumo afetam de forma diferente as decisões de poupança e oferta de trabalho pelas famílias. Tem-se argumentado que alterações de natureza fiscal no sentido de aumentar a tributação sobre o consumo e reduzir a carga fiscal sobre os salários estimulam a poupança privada e a competitividade externa, aumentando o crescimento económico, promovendo a criação de emprego e melhorando o saldo da balança corrente. Neste contexto, uma substituição de impostos sobre os salários por impostos sobre o consumo das famílias (caso do IVA e dos impostos especiais sobre o consumo), que incidem sobre as despesas de consumo final mas não sobre o investimento ou as exportações, permite aumentar a competitividade e pode ser utilizada para induzir uma depreciação da taxa de câmbio real por via orçamental.

O cenário de consolidação orçamental com reforma fiscal preserva a trajetória de consolidação orçamental, mas adiciona uma mudança na carga fiscal transferindo-a dos rendimentos do trabalho para o consumo

Gráfico 2

CENÁRIOS DE CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL – EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE IMPOSTO | DESVIOS FACE AO ESTADO ESTACIONÁRIO INICIAL, EM PONTOS PERCENTUAIS



Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

privado. Neste cenário, considera-se um aumento da taxa média de imposto sobre o consumo de 4 p.p.. A carga fiscal sobre os salários é ajustada endogenamente, tal como na simulação anterior. No entanto, dada a receita adicional gerada pelo imposto sobre o consumo, a carga fiscal sobre os salários aumenta menos no curto prazo e desce mais substancialmente no longo prazo. Assim, no caso da simulação sem reforma fiscal, a carga fiscal sobre os salários permanece acima do nível inicial durante os primeiros 10 anos, descendo apenas a partir de então; enquanto no caso em que se considera a reforma fiscal apenas permanece acima do nível inicial durante os primeiros 3 anos (Gráfico 2).

O gráfico 3 ilustra o impacto nas principais variáveis macroeconómicas dos dois cenários de consolidação orçamental no curto, médio e longo prazos. Relativamente ao curto prazo, o cenário de consolidação pura aponta para uma queda no produto, que atinge o valor mínimo no segundo ano (2.1 por cento abaixo do estado estacionário inicial), recuperando gradualmente daí em diante. Este cenário conduz a um período prolongado em que o produto está abaixo do estado estacionário inicial. O consumo privado diminui fortemente nos primeiros anos, devido não só ao impacto direto das medidas orçamentais sobre a riqueza, mas também ao seu impacto sobre a taxa de juro real, que aumenta o retorno sobre as poupanças, medido em termos de consumo futuro e cria um desincentivo adicional ao consumo presente. O impacto negativo sobre o consumo e o investimento privados é ligeiramente atenuado no curto prazo por perspectivas de uma evolução futura mais favorável do rendimento trabalho e dos dividendos, decorrentes da expectativa de redução dos impostos distorcionários. Por outro lado, a descida do nível de preços determina um ganho de competitividade externa, o qual implica um aumento da quota de mercado das exportações e uma diminuição dos conteúdos importados da produção nacional. Assim, no curto prazo, a consolidação orçamental induz uma melhoria do saldo da balança comercial.

No caso de uma consolidação orçamental acompanhada por uma reforma fiscal, presume-se um aumento permanente do imposto sobre o consumo, o qual permite uma maior redução da carga fiscal sobre os salários no novo estado estacionário. Num contexto de expectativas racionais esta evolução é totalmente antecipada pelas famílias. Assim, a reforma fiscal reduz o grau de distorção na economia, promovendo uma maior utilização do fator trabalho e um aumento da competitividade externa, com impacto positivo na atividade económica. A redução do produto é menor no curto prazo do que no cenário de consolidação orçamental pura, atingindo um valor mínimo no primeiro ano (desvio face ao

estado estacionário inicial de -1.6 por cento) e começando a recuperar em seguida. O período em que o produto fica abaixo do estado estacionário é substancialmente encurtado, de 10 anos no cenário de consolidação pura para 6 anos, quando se considera esta reforma fiscal.

Em geral, pode-se concluir que a consolidação orçamental tem efeitos recessivos inevitáveis sobre a atividade económica no curto prazo, em particular sobre o consumo e o investimento privados. Ao mesmo tempo, ocorre normalmente uma expansão das exportações líquidas, compensando em parte o impacto negativo da procura interna sobre a atividade económica. Adicionalmente, conclui-se que os custos no curto prazo podem ser limitados pela alteração da combinação de instrumentos de política orçamental no sentido de um sistema fiscal menos distorcionário.

Relativamente aos efeitos de longo prazo, o gráfico 3 também permite também clarificar a questão: será que a consolidação orçamental gera benefícios a longo prazo?

Uma redução do *stock* de dívida pública diminui num horizonte temporal alargado o peso dos juros pagos pelo Estado, criando espaço para uma redução da carga fiscal sobre os salários considerada nas simulações apresentadas no gráfico 3. No caso de uma consolidação orçamental pura, a carga fiscal sobre os salários desce 3.3 p.p. no novo estado estacionário face ao inicial. O salário real das famílias após impostos aumenta, subindo o custo de oportunidade do lazer e, portanto, aumentando da oferta de trabalho. Ao mesmo tempo, os custos salariais das empresas reduzem-se e a procura de trabalho aumenta, determinando um aumento da produtividade marginal de capital e promovendo a acumulação de capital. O aumento da riqueza das famílias, decorrente do aumento dos salários e da acumulação de capital, impulsiona o consumo e o investimento e, conseqüentemente, o produto. No longo prazo, o PIB real fica 2.5 por cento acima do estado estacionário inicial.

No caso da consolidação orçamental com reforma fiscal os efeitos qualitativos são bastante similares, mas as magnitudes são amplificadas. A carga fiscal sobre os salários cai 5.8 p.p. no novo estado estacionário face ao inicial e o PIB real fica 3.5 por cento acima; um impacto significativamente maior do que no caso de uma consolidação orçamental pura.

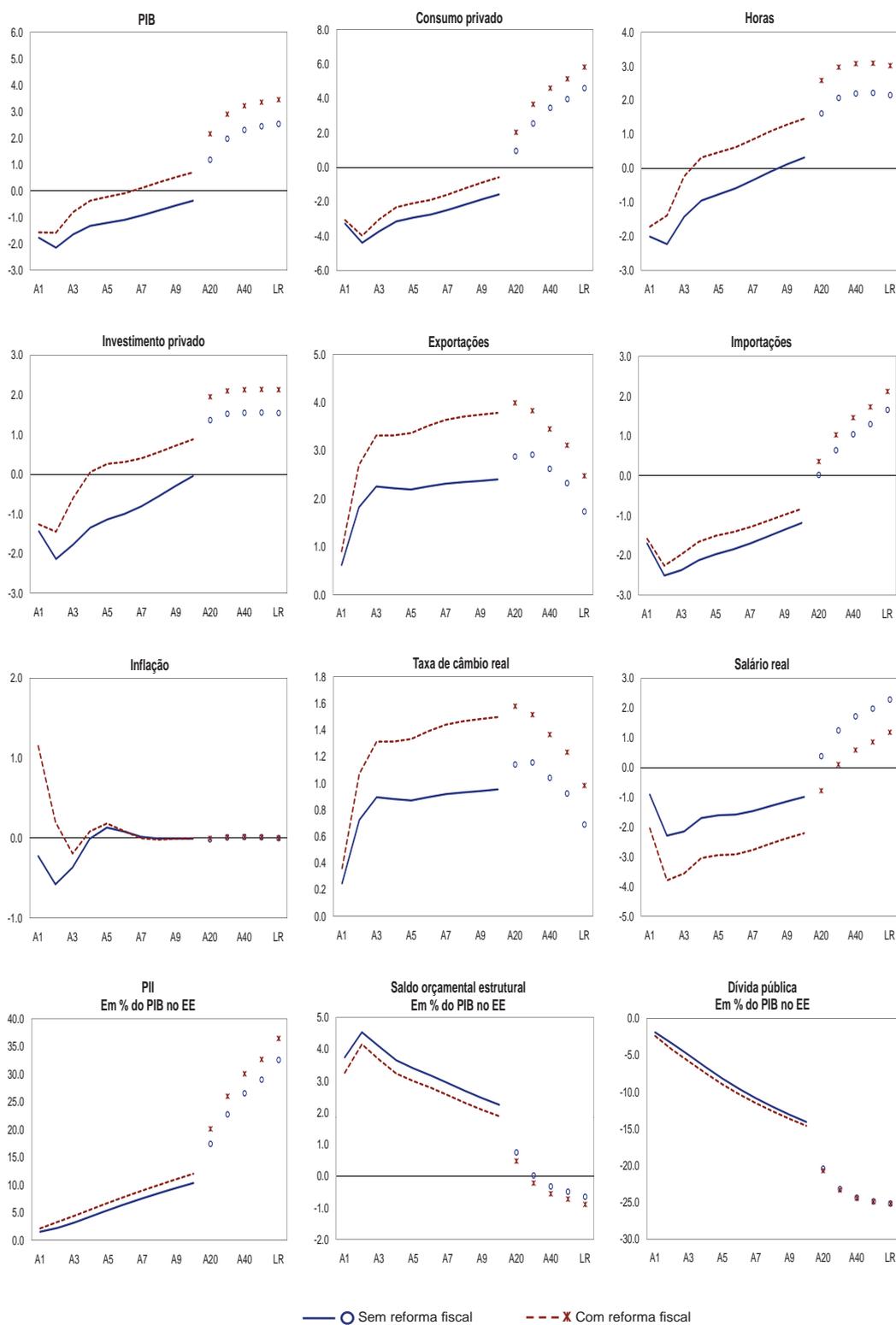
A diminuição da dívida pública implica uma queda do peso das responsabilidades face ao exterior no PIB da economia nacional. Por isso, a melhoria temporária da balança de bens e serviços mencionada na análise do curto prazo, decorrente da depreciação da taxa de câmbio real, reduz-se gradualmente ao longo do horizonte. No longo prazo, esta evolução resulta num défice da balança de bens e serviços compatível com a estabilização das responsabilidades líquidas face ao exterior num nível mais baixo e com menores encargos com o pagamento de juros sobre a dívida externa.

Por fim, os efeitos da consolidação orçamental também podem ser avaliados analisando o impacto sobre o bem-estar das famílias. Considera-se uma versão em tempo discreto da sugestão de Calvo (1988), também utilizada em Ganelli (2005) e em Kumhof *et al.* (2008). A análise de bem-estar pode ser vista como uma métrica de referência para o impacto de uma política, em particular sobre o bem-estar das famílias, medida através da utilidade agregada ao longo do tempo de vida, que é uma função dos bens valorizados pelas famílias (consumo e lazer no caso presente)⁶. Assim, a medida de bem-estar corresponde a uma média ponderada da utilidade dos indivíduos vivos no período corrente e em períodos futuros, em que um fator de ponderação reflete a importância relativa das gerações futuras no bem-estar do ponto de vista do decisor político. O impacto no bem-estar é sintetizado pela habitual variação compensatória do consumo proposta em Lucas (1987), que transforma a utilidade em unidades correspondentes de

⁶ No modelo *PESSOA*, assume-se que o consumo público não é valorizado na função de utilidade pelas famílias. Na realidade, as despesas de consumo público têm como contrapartida a provisão de bens e serviços públicos valorizados pelas famílias. Neste contexto, a redução do consumo público considerada neste artigo deve ser sempre entendida como um aumento da eficiência do Estado em sentido lato, isto é, conseguida tanto pelo aumento da eficiência na provisão dos bens e serviços efectivamente valorizados pelas famílias, como pela eliminação da despesa associada a bens e serviços cuja valorização pelas famílias é negligenciável.

Gráfico 3

O IMPACTO MACROECONÓMICO DOS CENÁRIOS DE CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL COM E SEM REFORMA FISCAL | DESVIOS FACE AO ESTADO ESTACIONÁRIO INICIAL, EM PORCENTAGEM



Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo PESSOA.

Notas: EE: estado estacionário inicial. Os desvios da inflação, da PII e da dívida pública estão em pontos percentuais. Para as restantes variáveis, os desvios estão em percentagem. Um aumento da taxa de câmbio real representa uma depreciação.

Quadro 1

O IMPACTO SOBRE O DE BEM-ESTAR DOS CENÁRIOS DE CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL VARIAÇÃO COMPENSATÓRIA DO CONSUMO, EM PORCENTAGEM				
Taxa de desconto		2.8%	6.3%	30%
Horizonte médio de planeamento dos agentes (anos)	Longo prazo	36	16	3
Consolidação orçamental sem reforma fiscal	7.9	1.5	-3.4	-8.9
Consolidação orçamental com reforma fiscal	10.4	3.5	-1.9	-8.2

Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

consumo no estado estacionário inicial. O quadro 1 apresenta o impacto sobre o bem-estar das famílias medido pela variação compensatória do consumo numa consolidação orçamental pura e com reforma fiscal, de acordo com quatro horizontes de planeamento considerados. À medida que o horizonte de planeamento aumenta os ganhos decorrentes da consolidação em termos do bem-estar das famílias também aumentam. No cenário de consolidação pura o bem-estar das famílias, em termos agregados, varia entre -8.9 por cento, se o horizonte de planeamento for muito curto, e 7.9 por cento, num horizonte de planeamento longo. Num cenário de consolidação orçamental com reforma fiscal, as perdas de bem-estar são ligeiramente inferiores no curto prazo e os ganhos no longo prazo são maiores.

Como anteriormente referido, considerou-se que a poupança orçamental criada pela redução da despesa com pagamentos de juros da dívida pública é utilizada para reduzir a carga fiscal sobre os salários. Este pressuposto foi escolhido pelo seu impacto macroeconómico tal como ilustrado no quadro 2, que compara os impactos no longo prazo de uma a consolidação orçamental pura (*i.e.* sem reforma fiscal) no caso em que a poupança decorrente da redução do pagamento de juros pode também ser utilizada para cortar o imposto sobre o consumo ou para aumentar uma das componentes da despesa do Estado (consumo público ou transferências para famílias) em vez de ser utilizada para reduzir a carga fiscal sobre os salários.

Os resultados apontam para impactos positivos no longo prazo da consolidação orçamental sobre a atividade económica, exceção feita ao caso em que a autoridade usa a poupança orçamental para aumentar as transferências para as famílias⁷. Os impactos positivos sobre o produto variam entre 0.5 por cento (aumento do consumo público) e 2.5 por cento (redução da carga fiscal sobre os salários). Quando a autoridade orçamental usa a poupança decorrente da redução no pagamento de juros para reduzir o imposto sobre o consumo, o PIB real aumenta 1.4 por cento. Registaram-se impactos positivos mais significativos sobre a atividade económica e a despesa privada quando se considerou que a poupança em juros era utilizada para reduzir a carga fiscal sobre os salários, o que está de acordo com o que seria expectável atendendo ao grau de distorção relativa dos diferentes instrumentos orçamentais. A mesma conclusão emerge quando se considera a análise de bem-estar (ver última linha do quadro 2).

Conclui-se que apesar dos custos de curto prazo da consolidação orçamental, no longo prazo um rácio da dívida pública mais baixo tem impactos positivos sobre a atividade económica, estimulando o consumo e o investimento privados e as exportações, e aumentando o bem-estar das famílias. Adicionalmente, a alteração na estrutura fiscal, em particular a redução da carga fiscal sobre os salários e o aumento do imposto sobre o consumo, é benéfica não apenas para reduzir os custos da consolidação orçamental no curto prazo como também para aumentar os seus benefícios no longo prazo. Em suma, a redução das distorções fiscais têm efeitos expansionistas consideráveis sobre a economia e efeitos positivos sobre o bem-estar agregado.

Por fim, vale a pena lembrar que a análise apresentada nesta secção não tem em conta a probabilidade de a redução do *stock* de dívida pública afetar o prémio de risco da dívida soberana. Esta eventualidade é explorada na secção 4.

⁷ Este resultado é condicionado pelo pressuposto de que todas as famílias oferecem trabalho e, portanto, uma redução nas transferências induz um aumento da oferta de trabalho.

Quadro 2

O IMPACTO MACROECONÓMICO E SOBRE O BEM-ESTAR DA UTILIZAÇÃO DA POUPANÇA ORÇAMENTAL ASSOCIADA À REDUÇÃO DOS JUROS PAGOS EM PORCENTAGEM				
	Menor encargo com juros utilizado para:			
	Reduzir o imposto sobre o rendimento do trabalho	Reduzir o imposto sobre o consumo	Aumentar o consumo público	Aumentar as transferências para as famílias
PIB	2.5	1.4	0.5	-0.4
Consumo privado	4.6	3.1	-0.2	0.8
Investimento privado	1.5	0.7	0.6	-0.3
Exportações	1.7	0.7	-0.5	-0.7
Importações	1.7	1.1	0.4	0.2
Horas	2.1	1.0	0.4	-0.6
Salário real	2.3	4.1	0.2	0.2
Taxa de câmbio real	0.7	0.3	-0.2	-0.3
Variação compensatória do consumo (no EE)	12.1	8.8	-1.6	3.7

Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

Nota: Todas as variáveis são medidas como desvios percentuais face aos níveis do estado estacionário.

3.3. O perfil temporal da consolidação orçamental

Nesta subsecção ilustra-se o impacto de diferentes perfis temporais de consolidação orçamental. Os cenários apresentados diferem no horizonte temporal em que o novo objetivo para o rácio da dívida pública é alcançado: o cenário de referência (que corresponde ao cenário de consolidação pura apresentado no gráfico 2), o cenário de consolidação lenta e o cenário de consolidação rápida. Nestes cenários o período necessário para que se complete metade da consolidação pretendida é de 8 anos, 19 anos e 4 anos, respetivamente. Refira-se que, como aconteceu nas anteriores simulações, a análise é conduzida sob a hipótese de antevisão perfeita, credibilidade total da autoridade orçamental e manutenção do prémio de risco da dívida soberana. Os resultados são apresentados no gráfico 4.

Uma consolidação orçamental antecipada – cenário de consolidação rápida – implica uma profunda recessão no curto prazo, com perdas significativas no produto, consumo, investimento e horas trabalhadas. Por outro lado, uma consolidação orçamental lenta, com uma duração mais longa do período de consolidação, implica uma menor diminuição do produto, do consumo e do investimento, assim como das horas trabalhadas no curto e médio prazo, mas um período mais prolongado em que a atividade económica permanece abaixo do estado estacionário inicial. Adicionalmente, as melhorias na competitividade das empresas nacionais, que ocorrem em todos os cenários, são mais limitadas no caso de uma estratégia de consolidação mais lenta.

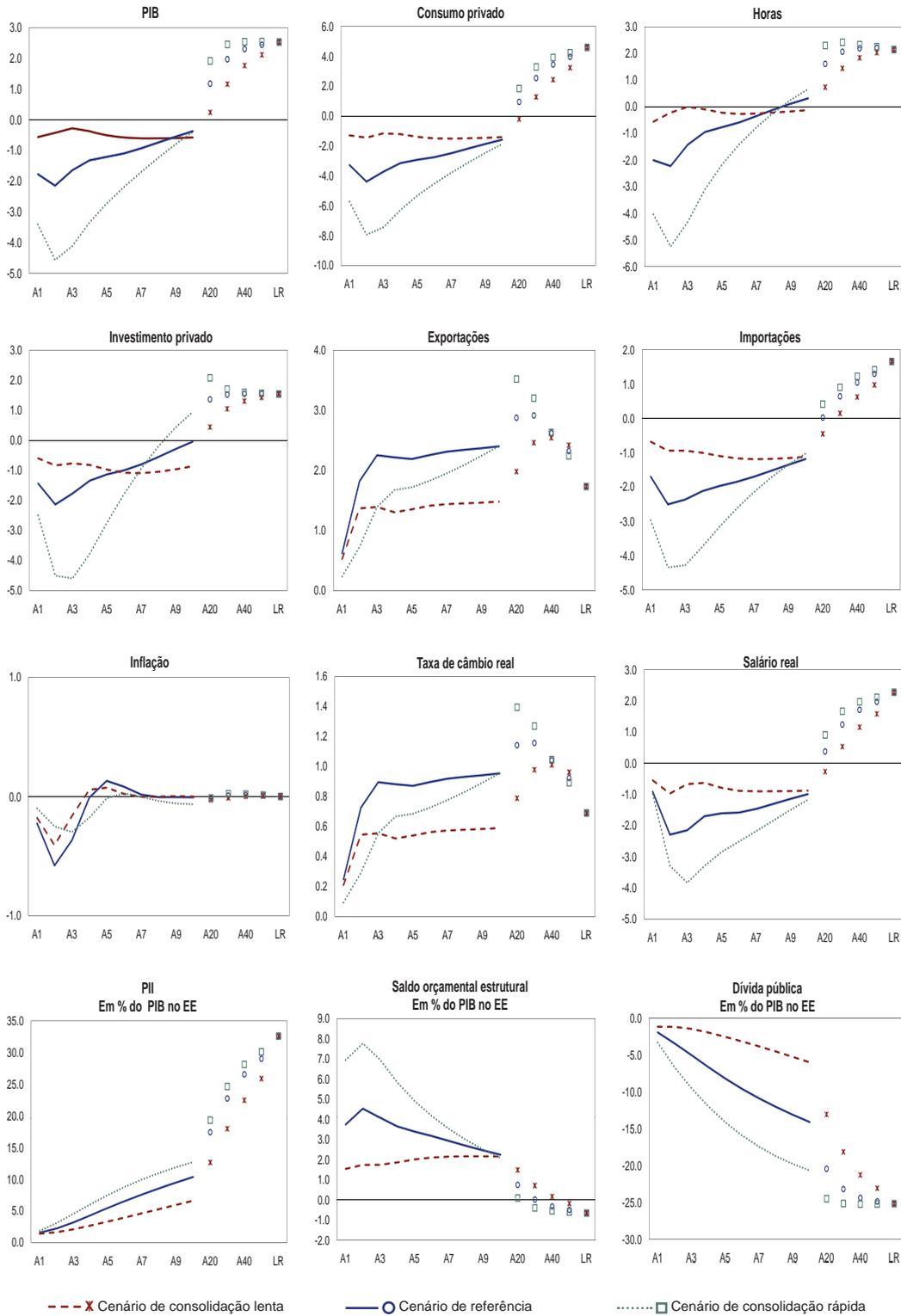
O quadro 3 apresenta os custos e benefícios para o bem-estar nos três cenários. Os resultados mostram que para horizontes temporais curtos o cenário de consolidação lenta implica menores perdas de bem-estar, e que consequentemente as gerações atuais podem preferir esta estratégia de política orçamental. À medida que o horizonte de planeamento aumenta, a diferença entre as estratégias de consolidação orçamental alternativas em termos de custos e benefícios estreita-se.

Os resultados apresentados acima sugerem que, em geral, um ajustamento orçamental lento e credível implica menores custos no curto prazo em termos de atividade económica e de bem-estar⁸, e portanto, as atuais gerações preferem esta estratégia de consolidação. Contudo, é de realçar que os resultados são condicionados pela hipótese de manutenção do prémio de risco inalterado. Na atual conjuntura, caracterizada por prémios de risco elevados sobre a dívida soberana de algumas economias da área do euro e uma baixa tolerância ao risco por parte dos investidores, este pressuposto é pouco realista. Nesse sentido, a secção 4 apresenta alguma evidência relativamente à importância de considerar o impacto de possíveis alterações do prémio de risco.

⁸ Coenen (2008) apresenta resultados muitos semelhantes.

Gráfico 4

O IMPACTO MACROECONÓMICO DE CENÁRIOS DE CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL COM DIFERENTES PERFIS TEMPORAIS | DESVIOS FACE AO ESTADO ESTACIONÁRIO INICIAL, EM PORCENTAGEM



Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo PESSOA.

Notas: EE: estado estacionário inicial. Os desvios da inflação, da PII e da dívida pública estão em pontos percentuais. Para as restantes variáveis, os desvios estão em percentagem. Um aumento da taxa de câmbio real representa uma depreciação. O cenário de referência corresponde ao apresentado no gráfico 3 sem reforma fiscal.

Quadro 3

AVALIAÇÃO DE BEM-ESTAR – VARIAÇÃO COMPENSATÓRIA DO CONSUMO EM PORCENTAGEM					
Taxa de desconto		2.8%	6.3%	30%	
Horizonte médio de planeamento dos agentes (anos)		Longo prazo	36	16	3
Velocidades alternativas de consolidação orçamental					
Cenário de consolidação lenta	7.2	1.4	-2.1	-3.9	
Cenário de referência	7.9	1.5	-3.4	-8.9	
Cenário de consolidação rápida	7.9	0.7	-5.6	-14.8	

Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

4. Consolidação orçamental com uma diminuição do prémio de risco

Nas simulações apresentadas na secção 3 assume-se que o prémio de risco da dívida soberana não é afetado pelo rácio da dívida pública. Contudo, na atual conjuntura, caracterizada por prémios de risco elevado sobre a dívida soberana de algumas economias da área do euro e por uma baixa tolerância ao risco dos investidores, o pressuposto de um prémio de risco inalterado não se afigura muito realista.

Esta secção apresenta um exercício simples que ilustra a importância de considerar o papel do prémio de risco na análise dos custos e benefícios de uma consolidação orçamental. O debate sobre o impacto da consolidação orçamental no contexto de uma pequena economia aberta que enfrenta um prémio de risco elevado é particularmente relevante na atual conjuntura. Contudo, no modelo *PESSOA* o prémio de risco é ortogonal aos desenvolvimentos macroeconómicos e não reflete as probabilidades de incumprimento da dívida soberana. Neste contexto, foi implementado um exercício que ilustra o impacto de uma redução no prémio de risco à medida que uma consolidação orçamental credível é implementada. O estado estacionário inicial foi alterado para incluir um prémio de risco de 100 pontos base na pequena economia aberta. À medida que o rácio da dívida pública converge para o novo objetivo, o prémio de risco diminui e é nulo no estado estacionário final. O prémio de risco (Ψ_t) é modelado como um choque que segue um processo autorregressivo de primeira ordem:

$$\ln \Psi_t = (1 - \rho^\Psi) \ln \Psi + \rho^\Psi \ln \Psi_{t-1} + \varepsilon_t^\Psi$$

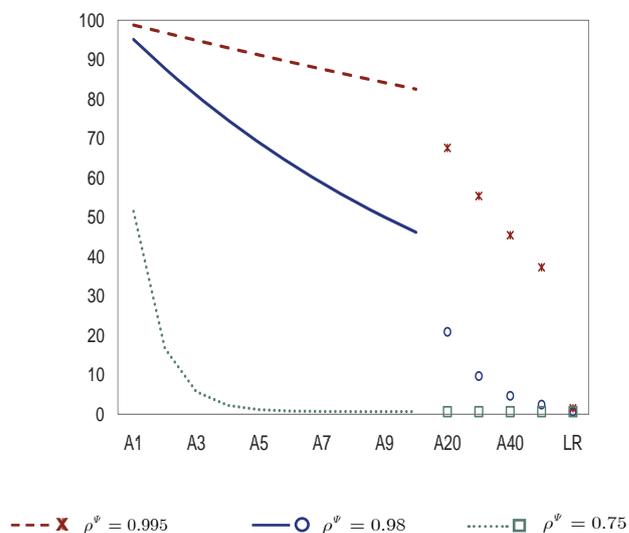
em que ρ^Ψ é o parâmetro de persistência, Ψ é o prémio de risco no estado estacionário e ε_t^Ψ representa uma inovação independente e identicamente distribuída com média zero no período t . O gráfico 5 apresenta três trajetórias alternativas para o prémio de risco, que diferem na calibração do parâmetro ρ^Ψ .

O gráfico 6 apresenta os resultados do cenário de consolidação orçamental pura acompanhado por uma redução do prémio de risco, considerando as três trajetórias de redução do prémio de risco. Os resultados apontam para um impacto significativo de uma diminuição do prémio de risco sobre a evolução da procura interna e da atividade económica. A redução do prémio de risco afeta diretamente as decisões das famílias e das empresas, estimulando tanto o consumo como o investimento privados. Por um lado, implica uma taxa de desconto mais baixa sobre o rendimento futuro, o que aumenta a riqueza líquida e tem um efeito positivo no consumo das famílias. Por outro lado, a diminuição da taxa de juro nacional e as perspetivas de maior procura implicam um aumento do nível do *stock* de capital desejado e tem assim um impacto positivo sobre o investimento privado. Adicionalmente, a diminuição das despesas do Estado com os juros implica um menor aumento da carga fiscal sobre os salários no curto prazo e uma queda mais substancial no longo prazo, o que leva a efeitos positivos sobre a riqueza das famílias, potenciando o impacto sobre o crescimento económico.

Os ganhos da consolidação orçamental em termos da riqueza das famílias são potenciados e os custos de curto prazo são menores caso a consolidação seja acompanhada por uma diminuição no prémio de risco (Quadro 4). No caso de uma diminuição rápida do prémio de risco ($\rho^\Psi = 0.75$), a consolidação

Gráfico 5

CENÁRIO DE CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL – EVOLUÇÃO DO PRÊMIO DE RISCO | DESVIOS FACE AO ESTADO ESTACIONÁRIO INICIAL, EM PONTOS PERCENTUAIS



Fonte: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

Nota: As três trajetórias consideradas diferem na velocidade de convergência do prêmio de risco para o valor no estado estacionário final.

orçamental induz ganhos no bem-estar das gerações correntes mesmo em horizontes de planeamento muito curtos. Esta evolução é largamente explicada pela evolução do consumo, que aumenta mesmo no curto prazo face ao estado estacionário inicial, enquanto as horas trabalhadas registam uma trajetória descendente ao longo dos primeiros três anos.

Embora a redução do prêmio de risco considerada seja admitidamente arbitrária, esta simulação mostra claramente a importância de ter em conta os efeitos da alteração do prêmio de risco no debate sobre os ganhos e os custos da consolidação orçamental. Os resultados apontam para custos mais baixos no curto prazo e benefícios maiores no longo prazo se a redução da dívida pública for acompanhada por uma redução do prêmio de risco, implicando que os custos de curto prazo da consolidação orçamental são mais baixos em economias que enfrentem maior pressão nos mercados financeiros. Adicionalmente, num cenário de diminuição imediata do prêmio de risco de magnitude considerável, o impacto da consolidação orçamental pode mesmo ser positivo no curto prazo, tanto em termos do PIB real como da riqueza das famílias. Este resultado está em linha com a literatura que destaca que as contrações fiscais podem ter efeitos de expansão em algumas situações, nomeadamente se a confiança nas finanças públicas de um país for baixa e a consolidação orçamental for conduzida de uma forma credível e consistente, promovendo a sua sustentabilidade.

Quadro 4

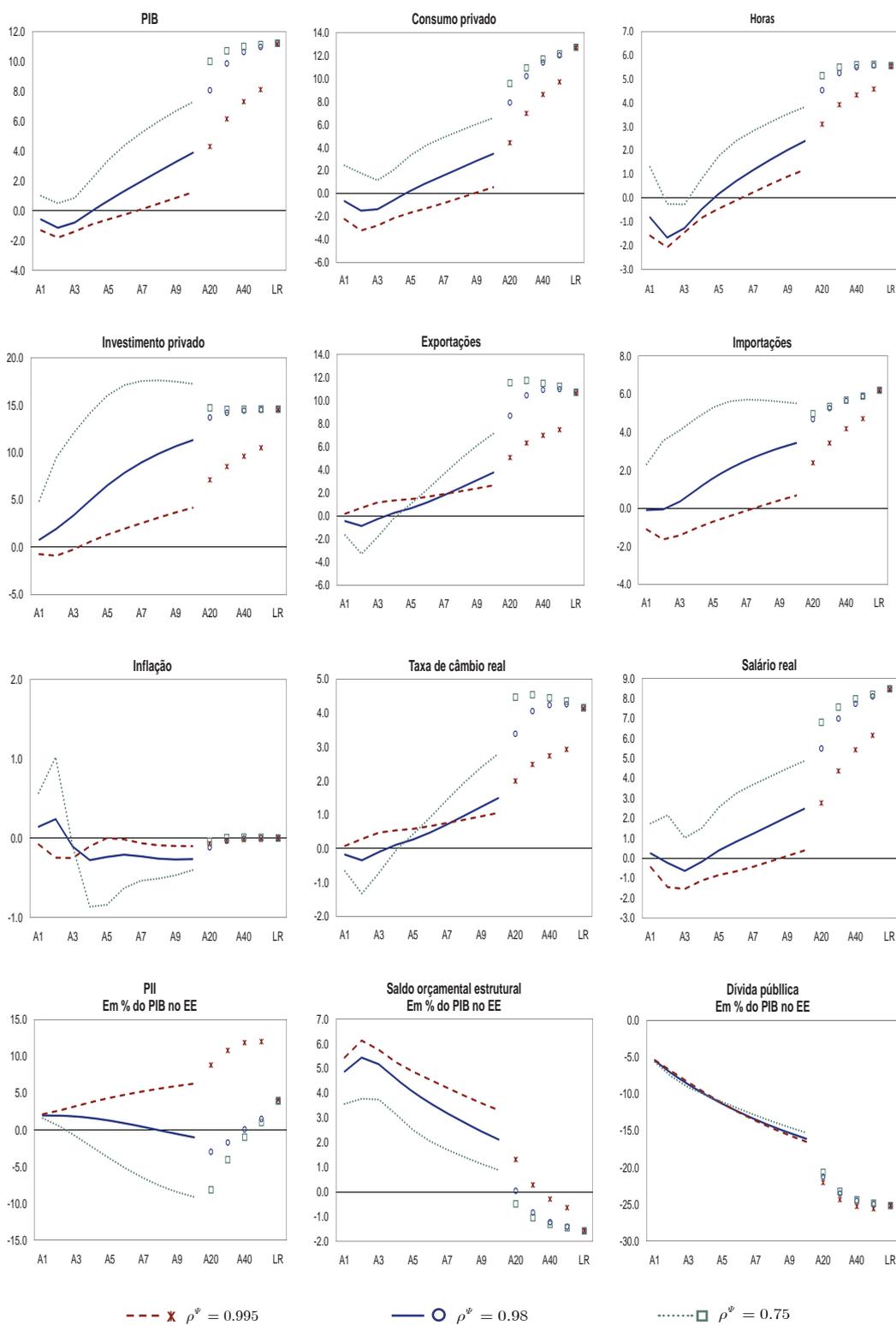
AVALIAÇÃO DE BEM-ESTAR – VARIAÇÃO COMPENSATÓRIA DO CONSUMO | EM PORCENTAGEM

Taxa de desconto	2.8%	6.3%	30%	
Horizonte médio de planeamento dos agentes (anos)	Longo prazo	36	16	3
Consolidação orçamental com redução do prêmio de risco				
$\rho^* = 0.995$	24.5	11.9	3.4	-5.6
$\rho^* = 0.98$	29.8	19.1	10.5	-0.8
$\rho^* = 0.75$	31.7	23.9	17.2	6.9

Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

Gráfico 6

O IMPACTO MACROECONÓMICO DOS CENÁRIOS DE CONSOLIDAÇÃO ORÇAMENTAL COM REDUÇÃO DO PRÉMIO DE RISCO | DESVIOS FACE AO ESTADO ESTACIONÁRIO INICIAL, EM PORCENTAGEM



Fontes: Cálculos dos autores utilizando o modelo *PESSOA*.

Notas: EE: estado estacionário inicial. Os desvios da inflação, da PII e da dívida pública estão em pontos percentuais. Para as restantes variáveis, os desvios estão em percentagem. Um aumento da taxa de câmbio real representa uma depreciação.

Os resultados anteriores sugerem que a estratégia de consolidação orçamental adequada pode não ser idêntica para todas as economias. São provavelmente necessárias correções fortes em países que enfrentam prêmios de risco altos e crescentes. No entanto, ajustamentos graduais são mais desejáveis se o prêmio de risco estiver numa situação mais confortável e não for muito sensível aos desenvolvimentos orçamentais.

5. Conclusões

Na atual conjuntura, uma estratégia de consolidação orçamental credível parece necessária em muitos países da área do euro para que o rácio da dívida pública siga uma trajetória de descida sustentada. Adicionalmente, algumas economias têm vindo a enfrentar um forte aumento nos prêmios de risco da dívida soberana e estão a ser forçadas a tomar medidas imediatas e rápidas para assegurar o acesso do setor público aos mercados de dívida soberana. Contudo, a redução da dívida pública é penosa para as economias com menor crescimento, uma vez que pode implicar uma redução da atividade económica e do bem-estar no curto prazo. Ao mesmo tempo, a redução da dívida pública e dos pagamentos de juros associados trará benefícios no longo prazo. Neste contexto, avaliar os custos e benefícios da consolidação orçamental e criar as condições para um processo de consolidação orçamental bem-sucedido tornou-se uma importante questão de política.

Este artigo analisa o impacto no cenário macroeconómico e sobre o bem-estar das famílias de estratégias alternativas de consolidação orçamental, utilizando um modelo dinâmico de equilíbrio geral com características não-Ricardianas (o modelo *PESSOA*). As simulações mostram que uma consolidação orçamental, em geral, implica um compromisso entre os custos de curto prazo e os benefícios de longo prazo. Conclui-se também que as estratégias de consolidação orçamental baseadas em redução das transferências para as famílias e da despesa do Estado são as menos penalizadoras para o PIB real, consumo privado, investimento e para o bem-estar no curto prazo. Ao mesmo tempo, os ganhos da consolidação orçamental no longo prazo são potenciados se a folga criada pela redução da despesa pública com juros da dívida pública for usada pelo Estado para reduzir os impostos distorcionários, em particular sobre o rendimento do trabalho. Assim, estratégias de consolidação bem concebidas podem minimizar os custos no curto prazo e potenciar os benefícios no longo prazo. Adicionalmente, mostra-se que os ganhos podem ser aumentados se a estratégia de consolidação orçamental envolver uma reforma fiscal que desvie a carga fiscal dos salários para as despesas de consumo das famílias, de uma forma neutra no que respeita ao saldo orçamental, encorajando a poupança e a oferta de trabalho e melhorando a competitividade através de uma depreciação da taxa de câmbio real.

Os resultados também sugerem que uma consolidação orçamental rápida implica uma recessão mais profunda, com perdas significativas a curto prazo no produto, consumo, investimento, horas trabalhadas e bem-estar, quando comparada com uma estratégia de consolidação mais gradual. Assim, quando tal seja possível, um ajustamento orçamental lento e credível é em geral mais benéfico para a economia, em linha com a literatura que aponta para a optimalidade do alisamento fiscal. Contudo, os resultados apresentados são condicionados pelo pressuposto de manutenção do prêmio de risco inalterado e, consequentemente, não consideram a probabilidade das taxas de juro nacionais estarem correlacionadas com o nível da dívida pública. Neste caso, o equilíbrio dos custos no curto prazo e dos benefícios no longo prazo pode ser bastante diferente. Os resultados mostram que se uma estratégia de consolidação orçamental for aplicada de uma maneira credível e consistente e implicar uma diminuição no prêmio de risco das taxas de juro nacionais, os custos a curto prazo são reduzidos e, em casos extremos, o impacto no curto prazo pode ser expansionista. Consequentemente, a estratégia de consolidação orçamental adequada pode não ser idêntica para todas as economias.

Referências

- Almeida, V., Castro, G., Félix, R. M. e Maria, J. R. (2010), "Fiscal stimulus in a small euro area economy", *Working Paper* No. 16/2010, Banco de Portugal.
- Almeida, V., Castro, G., Félix, R. M. e Maria, J. R. (2011), "Política orçamental numa pequena economia da área do euro", *Boletim Económico*, Primavera 2011, Banco de Portugal.
- Adolfson, M., Laseén, S., Lindé, J. e Villani, M. (2007), "Bayesian estimation of an open economy DSGE model with incomplete pass-through", *Journal of International Economics* 72, 481-511.
- Barrios, S., Langedijk, S. e Pench, L. (2010), "EU fiscal consolidation after the financial crisis. lessons from past experiences", *European Economy - Economic Papers* 418, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission.
- Blanchard, O. (1985), "Debts, deficits and finite horizons", *Journal of Political Economy* 93(2), 223-247.
- Buiter, W. (1988), "Death, birth, productivity growth and debt neutrality", *The Economic Journal* 98(391), 279-293.
- Calvo, G. A. e Obstfeld, M. (1988), "Optimal time-consistent fiscal policy with finite lifetimes", *Econometrica* 56(2), 411-432.
- Coenen, G., Mohr, M. e Straub, R. (2008a), "Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs", *Economic Modelling* 25(5), 912-932.
- Corsetti, G., Meier, A. e Müller, G. (2009), "Fiscal stimulus with spending reversals", *Working Paper* No. 09/105, International Monetary Fund.
- Galí, J., López-Salido, J. D. e Vallés, J. (2007), "Understanding the effects of Government spending on consumption", *Journal of the European Economic Association* 5(1), 227-270.
- Ganelli, G. (2005), "The new open economy macroeconomics of Government debt", *Journal of International Economics* 65(1), 167-184.
- Kumhof, M. e Laxton, D. (2007), "A party without a hangover? On the effects of U.S. Government deficits", *Working Paper* No. 07/202, International Monetary Fund.
- Kumhof, M., Laxton, D. e Leigh, D. (2010), "To starve or not to starve the beast?", *Working Paper* No. 08/199, International Monetary Fund.
- Lucas Jr., R. E. (1987), *Models of Business Cycles*, Oxford, New York: Basil Blackwell.
- Mulas-Granados, C., Baldacci, E. e Gupta, S. (2010), "Restoring debt sustainability after crises: implications for the fiscal mix", *Working Paper* No. 10/232, International Monetary Fund.
- Rother, P., Schuknecht, L. e Stark, J. (2010), "The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters", *Occasional Paper Series* No. 121, ECB.
- Weil, P. (1989), "Overlapping families of infinitely lived agents", *Journal of Public Economics* 38, 183-198.
- Yaari, M. (1965), "Uncertain lifetime, life insurance and the theory of the consumer", *The Review of Economic Studies* 32(2), 137-150.