

## Dívida Soberana: Duas Perspectivas

A dívida e os déficits públicos nos Estados Unidos e em muitos países europeus aumentaram significativamente nos últimos anos. Muitos governos responderam com políticas de austeridade, que exigem uma política fiscal mais rigorosa destinada a reduzir os níveis de endividamento. O debate sobre políticas de austeridade traz várias questões: Qual é a relação entre níveis de endividamento mais elevados e crescimento econômico? As políticas de austeridade são uma resposta adequada aos elevados níveis de endividamento, mesmo durante condições econômicas debilitadas? Presumindo-se que tais políticas sejam implementadas, como a economia irá responder? O debate sobre austeridade – tanto entre políticos, quanto economistas – é controverso, mas possivelmente um dos mais importantes debates sobre políticas públicas do nosso tempo.



---

### Austeridade: O Desafio do Debate sobre Política Pública

A crise da dívida soberana forçou vários países europeus a adotarem medidas severas de austeridade para reduzir suas dívidas, aumentando o debate acerca de tais políticas serem ou não a resposta adequada a uma crise de dívida.

O trabalho acadêmico diferenciado sobre a relação entre dívida e crescimento econômico é o livro de Carmen M. Reinhart e Kenneth Rogoff *"This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly"* (Esta Vez é Diferente: Oito Séculos de Delírios Financeiros), assim como outros trabalhos. Descobriu-se, no início deste ano, que uma das estatísticas amplamente citadas no trabalho desses economistas de Harvard – de que começa a

haver redução no crescimento quando a relação entre a dívida e o produto interno bruto (PIB) de um país ultrapassa 90% - continha erro. Três economistas da Universidade de Massachusetts-Amherst descobriram que o crescimento em países em que essa relação ultrapassa o limite de 90% atingiu, na verdade, uma média de 2,2% e não uma queda de 0,1% conforme originalmente publicado por Reinhart e Rogoff. Mas o erro de cálculo não fez cessar o debate mais profundo acerca do motivo de tal evento: Altos níveis de endividamento causam um menor crescimento, ou os níveis de endividamento aumentam em decorrência de crescimento mais lento? E há, de fato, um limite específico a partir do qual a dinâmica de endividamento se torna desfavorável?

Essas questões estão no centro do debate sobre austeridade, devido à diminuição no ritmo de crescimento dos países desenvolvidos desde a Grande Recessão. Nos Estados Unidos, o crescimento real do PIB foi, em média, de apenas de 2,2% desde o final da recessão em meados de 2009, bem abaixo das médias históricas. E a zona do Euro tem estado em recessão, com o PIB real caindo uma média de 0,2% nos dois últimos anos (embora o crescimento tenha se tornado levemente positivo no segundo trimestre de 2013). A pesquisa em resposta aos trabalhos de Reinhart e Rogoff sugere uma relação menos clara entre os níveis de endividamento e o crescimento econômico.

### **Decisões sobre política fiscal**

E como ficam a Grécia e outros países europeus que sofreram profunda recessão devido ao claro nível de endividamento? O economista Roberto Perotti, professor da Università Bocconi, em Milão, na Itália, verificou em suas pesquisas como as decisões sobre política fiscal de um país endividado – se este deve ou não implementar a austeridade e, em caso positivo, até que ponto – dependem de seu “espaço fiscal”, ou estão sob pressão de taxas de juros mais elevadas exigidas por investidores da dívida soberana (algumas vezes apelidados de “vigilantes dos títulos de dívida”). Alguns países são efetivamente forçados a implementar políticas de austeridade aumentando as taxas de juros sobre seus títulos de dívida. Para tranquilizar os investidores de que não irão inadimplir, os países aumentam impostos e cortam gastos para restabelecer a confiança. Essa abordagem foi adotada pela Grécia e, em menor escala, por outros países europeus com problemas, tais como Espanha, Itália e Portugal. Nessas circunstâncias, as autoridades implementaram políticas de austeridade para evitar a crise fiscal e garantir acesso a captações no mercado.

No entanto, essas circunstâncias podem diferir daquelas dos Estados Unidos, Reino Unido ou Japão – países com amplo controle sobre sua própria moeda e com bancos centrais agressivos, dispostos a serem credores de última instância. Perotti conclui que, para os países desenvolvidos endividados, manter a confiança do mercado e assumir multiplicadores fiscais mais elevados devido ao excesso de “ociosidade” e uma política monetária próxima de zero, a resposta fiscal mais eficiente deveria ser estímulos fiscais de curto prazo e consolidação em um prazo mais longo.

### **Medidas e efeitos dos multiplicadores fiscais**

Uma questão separada, mas relacionada ao debate sobre austeridade, envolve o multiplicador fiscal. O multiplicador é a quantidade de crescimento da produção decorrente de uma unidade de gastos públicos. Nos Estados Unidos, por exemplo, um multiplicador de 0,7% implicaria 70 centavos do crescimento real do PIB de US\$1 de gastos

públicos. Um multiplicador de 1,2, com US\$1 de corte nos gastos implicaria uma queda na produção de US\$1,20. Há muitas discussões sobre qual metodologia usar para se fazer o cálculo do multiplicador e como este varia com base em condições macroeconômicas ou por país. Muitos macroeconomistas alegam que em um ambiente em que o banco central tenha taxas de juros próximas a zero, também conhecido como armadilha de liquidez, o multiplicador poderá ser maior. A política monetária está atualmente próxima do limiar zero nos Estados Unidos, Reino Unido e Zona do Euro.

Além disso, o multiplicador poderá ser maior quando houver muita ociosidade na economia. “Ociosidade” é um termo para capacidade excedente, tanto de capital (como fábricas subutilizadas) como de mão de obra (desemprego elevado). Similar ao debate metodológico sobre multiplicadores, há vários pontos de vista alternativos sobre o que exatamente seria ociosidade e como medi-la.

Há apenas alguns anos, o Fundo Monetário Internacional (FMI) estimou multiplicadores próximos a 0,5, indicando pouco impacto negativo da austeridade fiscal sobre o crescimento. Entretanto, em outubro de 2012, o FMI divulgou um relatório intitulado “*Coping with High Debt and Sluggish Growth*” [Enfrentando Endividamento Elevado e Crescimento Lento], no qual pesquisadores e autores do FMI encontraram uma relação entre os países com planos de maior austeridade fiscal e os subseqüentes erros nas previsões de crescimento desses países. Em outras palavras, países com maior austeridade tiveram um crescimento decepcionante. Em um trabalho de acompanhamento deste ano, Olivier Blanchard e Daniel Leigh do FMI explicaram a metodologia anterior com mais detalhes e concluíram:

[N]ão há um único multiplicador para o tempo todo e todos os países. Os multiplicadores podem ser maiores ou menores ao longo do tempo e entre as economias. Em alguns casos, os efeitos da confiança podem, em parte, compensar os efeitos diretos. Conforme economias se recuperam e economias saem da armadilha de liquidez, é provável que os multiplicadores voltem a seus níveis pré- crise. No entanto, parece seguro, por hora, ao pensar sobre consolidação fiscal, assumir multiplicadores mais altos do que os de antes da crise.

Alguns economistas contestam o eufemismo dos resultados empíricos do FMI sobre multiplicador, alegando que os países cobertos pelo estudo podem influenciar os resultados de forma significativa. Por exemplo, a Alemanha e a Grécia são países atípicos em relação ao resto da Zona do Euro – a Alemanha tem a menor dívida e o maior crescimento, e a Grécia, o oposto disso, em relação à Zona do Euro. A exclusão de um ou de outro pode afetar dramaticamente o cálculo do multiplicador. Entretanto, mesmo estudos céticos de eufemismos sobre o multiplicador podem concordar que existem multiplicadores maiores para economias em recessão.

Devido à recente tendência de as pesquisas econômicas colocarem em dúvida a opinião de se implementar austeridade em uma economia debilitada ou em recessão, o debate agora passou para a política. Em 2013, os Estados Unidos começaram a implementar uma série de medidas de austeridade fiscal, tais como corte de gastos (começando com corte nas despesas federais) e aumento dos encargos sociais (parte do abismo fiscal). O Gabinete de

Orçamento do Congresso estima que, em 2013, a austeridade fiscal irá reduzir o crescimento real do PIB em cerca de 1,5 pontos percentuais. E essa previsão não considera possíveis distúrbios fiscais que poderão ocorrer no final do ano, devido à necessidade de autorização do Congresso Nacional para aumentar o teto da dívida e evitar a inatividade do governo. Embora o déficit dos EUA venha caindo recentemente e, assim, os níveis de endividamento estão se tornando mais baixos, a forte polarização política sobre a questão permanece. Na Europa, há intensos debates tanto no Reino Unido quanto na Zona do Euro sobre a prudência das políticas de austeridade, com protestos públicos contra mais cortes na assistência social. A falta de qualquer recuperação econômica significativa na Zona do Euro está tornando o debate sobre austeridade cada vez mais intenso. Tanto nos Estados Unidos, quanto na Europa, essa questão veio para ficar.

*Este artigo foi escrito por Andrew Flowers, analista sênior de pesquisas econômicas do departamento de pesquisas do FED de Atlanta.*

## **O Ajuste Fiscal na Europa: País por País**

**O debate da dívida soberana não oferece uma solução única para todos. Os países adotaram diferentes abordagens para melhorar sua saúde fiscal, mas os custos dos progressos alcançados têm sido elevados para todos.**

Quase quatro anos se passaram desde que a crise da dívida soberana irrompeu na Europa depois que a Grécia revelou a terrível situação de suas finanças públicas, abalando a confiança dos investidores na capacidade do país de pagar suas dívidas. A gravidade da situação fiscal na Grécia suscitou preocupações sucessivas sobre os demais países europeus com finanças públicas debilitadas, e seus custos para tomar dinheiro emprestado decolaram. Depois de perder acesso ao mercado a taxas de juros viáveis, Grécia, Irlanda e Portugal receberam massivos pacotes de ajuda econômica da União Européia (UE) e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Esses credores exigiram dos três países que receberam ajuda financeira da UE/FMI a implementação de rigorosas reformas fiscais, estruturais e financeiras. O aumento dos custos para tomar empréstimos pressionou a Itália e a Espanha a adotarem reformas para garantir a capacidade de cada um dos governos de pagar as dívidas existentes e futuras. Os cinco países – frequentemente denominados em conjunto de “Europa periférica” – entraram em um período de severa austeridade visando a estabilização do ônus de suas dívidas públicas e a melhora da competitividade de suas economias.

Tendo se comprometido com planos plurianuais a fim de reduzir seu déficit orçamentário para 3%, ou menos, de seu respectivo produto interno bruto (PIB), os países da Europa periférica acabaram de completar, aproximadamente, metade de seu ajuste fiscal – uma conquista notável, considerando o encolhimento de cada uma dessas economias ao longo dos últimos anos. Vale examinar o progresso fiscal feito até agora pelos países periféricos, e o custo sócio-econômico das medidas de austeridades adotadas para tanto, país por país.

### **Grécia: O elo mais fraco**

Enquanto a Grécia foi vista por muitos como não comprometida com duras reformas, na realidade, o país fez um imenso esforço ao longo dos últimos três anos. Implementou um arrocho fiscal para cerca de 20% de seu PIB e, de um pico de mais de 15% em 2009, reduziu o déficit de seu orçamento para 6% do PIB em 2012. Isso é uma conquista notável, especialmente considerando que a economia da Grécia está em recessão desde 2008. As medidas de austeridade foram duras. Entre janeiro de 2010 e janeiro de 2013, a taxa real de juros aumentou pelo menos 20%, e a remuneração dos aposentados e do setor governamental caiu mais de 25%. O salário mínimo foi reduzido em cerca de 20% e, para estreadantes no mercado de trabalho, mais de 30%. Tanto benefícios sociais, quanto gastos nos principais setores, tais como saúde, foram cortados. Enquanto isso, a economia encolheu cerca de um quinto e a taxa de desemprego disparou de cerca de 10% para mais de 26%.

### **Irlanda: O setor público suporta o impacto**

Em 2010, a Irlanda foi o segundo país a receber um pacote de ajuda financeira da UE e do FMI. O país atingiu ou ultrapassou as metas fiscais impostas internacionalmente a partir do final de 2010, em parte porque as metas não eram tão ambiciosas quanto aquelas impostas a outros países. O déficit orçamentário da Irlanda caiu de mais de 11% do PIB para menos de 8% no ano passado.

O ônus da austeridade fiscal na Irlanda recaiu, em grande parte, sobre o setor público por meio de cortes nos pagamentos e serviços públicos. Em 2009 e novamente em 2010, os salários do setor público foram cortados, em média, cerca de 15%. Os benefícios de assistência social foram reduzidos a taxas comparáveis, em parte devido ao fato de os critérios para qualificação e comprovação das necessidades econômicas terem se tornado mais rigorosos. Desde 2008, os postos de trabalho no setor público foram reduzidos em aproximadamente 10%, principalmente nos setores de saúde e educação. Nota-se claramente que, a alíquota de 12,5% de imposto de renda pessoa jurídica da Irlanda, a mais baixa entre as principais economias da UE, não aumentou, refletindo o consenso público de que o aumento da alíquota levaria à saída de capital e ao colapso nos investimentos estrangeiros diretos de produtores estrangeiros. Da mesma forma, as alíquotas de impostos marginais permanecem abaixo da média europeia.

A economia da Irlanda foi a primeira na Zona do Euro a entrar em recessão na onda da crise financeira de 2008 e é a segunda, depois da Grécia, em termos de perda de produtividade. A perda de postos de trabalho também foi severa. A taxa de desemprego subiu rapidamente de menos de 5% em 2007 para um pico de 15% em 2011. A taxa de desemprego poderia, talvez, ser ainda maior, não fosse um salto na emigração, especialmente por parte dos jovens. Segundo a Financial Times, a cada seis minutos, um irlandês emigra.

### **Portugal: Um esforço sólido**

Portugal conseguiu reduzir seu déficit orçamentário pela metade até 2012 de um pico de 11,5% do PIB em 2010. O país também cumpriu a maioria das metas fiscais estabelecidas pelos credores UE/FMI. As medidas de austeridade de Portugal incluíram aumento no imposto sobre valor agregado (VAT), sobre a propriedade e sobre a renda, bem como uma

redução nas deduções do imposto sobre a renda – pessoa física. As taxas para acesso aos serviços públicos, tais como hospitais, judiciário e rodovias foram aumentadas, a contratação pelo setor público foi congelada e os gastos em educação cortados. A economia está agora cerca de 7% menor do que em seu tamanho de pico, e a taxa de desemprego, atualmente próxima a 17%, encontra-se em nível duas vezes maior que o da pré-recessão.

### **Espanha: Do desastre fiscal à crise do emprego**

Pressionado pela rápida elevação do rendimento dos títulos de dívida, em maio de 2010 o governo da Espanha embarcou em um arrocho fiscal. Medidas de austeridade de 2010 a 2012 estavam quase igualmente divididas entre aumento das receitas e corte de gastos. A redução dos gastos decorreu principalmente de menos investimentos públicos, que caíram 60% de 2009 a 2012. Receitas mais elevadas foram obtidas pelo aumento dos impostos sobre valor agregado (VAT) e sobre a renda de pessoas físicas e jurídicas e pela reintrodução do imposto sobre riquezas. A Espanha conseguiu reduzir seu déficit orçamentário de elevados 11% do PIB em 2009 a 7% no ano passado. Durante esse período, a produção caiu apenas 2%. A taxa de desemprego, no entanto, aumentou mais de seis pontos percentuais ultrapassando 26%, três vezes mais que a (acima da) taxa de 2007.

### **Itália: Foco nas reformas estruturais**

A Itália não aumentou rapidamente seus déficits orçamentários em resposta à crise financeira de 2008. No entanto, sua dívida pública é uma das maiores do mundo. Como os custos da Itália para tomada de empréstimos escalaram em 2011, o governo anunciou um conjunto de medidas destinadas a diminuir o ônus de sua dívida e melhorar a competitividade do país. Em 2012, a maioria dos ajustes fiscais, na Itália, vieram do aumento de impostos, apesar de as receitas de impostos já terem atingido quase metade do PIB do país. Retrospectivamente, o impacto do aumento dos impostos sobre o crescimento em médio prazo parece ter sido subestimado. As receitas pessoais disponíveis foram arrochadas, as famílias estavam relutantes em usar suas economias e a recessão intensificou-se. A taxa de desemprego tem passado por uma trajetória de aumento nos últimos anos, mas, em 12%, ainda é uma das mais baixas dentre os países periféricos.

### **Moderação do arrocho fiscal**

A crise de dívida europeia diminuiu recentemente, em parte devido aos esforços assumidos pelo Banco Central Europeu, e em parte em decorrência das notáveis melhorias nas finanças públicas e algum progresso nas reformas estruturais. O ambiente econômico, no entanto, permanece desafiante, com apenas sinais de tentativas de estabilização em alguns países e praticamente nenhum crescimento do emprego. No começo deste ano, a Comissão Europeia reconheceu o efeito paralisante das duras medidas de austeridade sobre o crescimento econômico e déficits orçamentários e afrouxou as metas fiscais de alguns países, pressionando por ajustes fiscais mais favoráveis ao crescimento. Daqui para frente, é provável que o ritmo do arrocho fiscal seja moderado, e a maioria dos países periféricos retome, no próximo ano, uma taxa de crescimento positiva.

*Este artigo foi escrito por Galina Alexeenko, diretora da Rede de Informações Econômicas Regionais do FED de Atlanta na Agência de Nashville.*