

# Macroeconomia e Análise da Conjuntura

## 7. Política orçamental e fiscal | Notas pedagógicas\*

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Sofia Vale & Luís Clemente-Casinhas

---

### 1 Défice público, dívida e orçamento do Estado

A política orçamental diz respeito às decisões do governo sobre despesa pública e tributação. Em termos práticos, é o modo como o Estado escolhe financiar, produzir e redistribuir recursos na economia.

Um exemplo emblemático é o *American Recovery and Reinvestment Act* de 2009, aprovado pelo Presidente Obama em plena Grande Recessão. O pacote, de cerca de 787 mil milhões de dólares, combinava aumentos substanciais da despesa pública com reduções de impostos, visando criar milhões de empregos, modernizar infraestruturas e apoiar a recuperação económica. O défice orçamental dos EUA atingiu cerca de 9% do PIB em 2009, um valor só comparável ao período da Segunda Guerra Mundial.

Este tipo de programa levanta várias questões fundamentais: (i) Medidas de estímulo orçamental criam efetivamente emprego e aumentam o produto?; (ii) Até que ponto um governo se pode endividar sem pôr em causa a sustentabilidade das finanças públicas?; (iii) Quais são os custos de longo prazo em termos de inflação, crescimento e credibilidade?

Responder a estas questões exige compreender a mecânica do défice e da dívida pública, isto é, a contabilidade orçamental e os efeitos macroeconómicos, de curto e de longo prazo, de diferentes configurações de política orçamental.

#### 1.1 Despesa pública

Tal como num orçamento familiar ou empresarial, o orçamento do Estado reflete escolhas e prioridades. No lado da despesa, podemos distinguir quatro grandes grupos.

##### 1.1.1 Compras governamentais

As compras governamentais correspondem às aquisições de bens e serviços feitos pelas entidades públicas: salários de funcionários públicos; aquisição de bens correntes (material

---

\*Referências utilizadas: Mishkin (2014), *Macroeconomics: Policy and Practice*, Cap. 16; Jones (2019), *Macroeconomics*, Cap. 14; Mankiw (2019), *Macroeconomics*, Cap. 19.

hospitalar, escolar, etc.); investimento em infraestruturas físicas (estradas, escolas, hospitais, tribunais) e digitais. É útil distinguir:

- Consumo público: Despesa necessária para assegurar o funcionamento corrente do Estado e a prestação de serviços públicos (educação, saúde, justiça, segurança, etc.).
- Investimento público: Gasto em bens de capital duradouros que aumentam o stock de capital público e podem elevar o crescimento de longo prazo (infraestruturas de transporte, redes de energia, projetos de transição climática, etc.).

Em Portugal, a maior parte da despesa é corrente, mas o investimento público tem sido crucial para a modernização de infraestruturas e para a coesão territorial, muitas vezes cofinanciado por fundos europeus.

### **1.1.2 Transferências**

As transferências são pagamentos do Estado a famílias, empresas ou outras entidades sem contrapartida direta em bens ou serviços. Exemplos incluem: pensões de velhice e sobrevivência; subsídios de desemprego e outras prestações de segurança social; apoios sociais (RSI, abono de família, complementos sociais); bolsas de estudo e apoios ao ensino; subsídios ao rendimento agrícola ou a determinados setores.

Estas despesas têm natureza essencialmente redistributiva e estabilizadora porque reduzem desigualdades de rendimento, amortecem choques negativos sobre o rendimento das famílias e funcionam como estabilizadores automáticos: em recessão aumentam (mais desemprego, mais prestações), apoiando a procura agregada sem necessidade de novas leis.

A maior parte das transferências é pouco flexível a curto prazo: resulta de direitos adquiridos (pensões) ou regras de elegibilidade. Esta rigidez ajuda a explicar porque é que grande parte da despesa pública é estrutural e difícil de cortar rapidamente.

### **1.1.3 Outras transferências**

O Estado central também faz transferências para as autarquias locais, regiões autónomas e, eventualmente, outras entidades públicas. Têm como objetivos garantir equilíbrio financeiro entre níveis de administração e apoiar a descentralização de competências (educação de base, serviços urbanos, manutenção de infraestruturas locais, etc.).

Paralelamente, Portugal recebe transferências da União Europeia (fundos estruturais e de coesão, PRR, etc.), fundamentais para financiar investimento público sem agravar tanto o défice.

#### **1.1.4 Juros da dívida pública**

Por fim, uma parte relevante da despesa corresponde ao serviço da dívida, através dos juros pagos sobre a dívida acumulada. O peso destes encargos depende do nível do rácio dívida/PIB e das taxas de juro exigidas pelos mercados.

Após a crise da dívida soberana, os juros representaram em Portugal um dos itens mais pesados do orçamento. A descida das taxas de juro reduziu esse peso, mas continua a ser uma rubrica sensível: choques de confiança podem rapidamente aumentar o custo de financiamento.

### **1.2 Receita pública**

Do lado da receita, o Estado financia-se essencialmente através de impostos e contribuições, complementados por transferências e outras receitas.

#### **1.2.1 Impostos diretos**

Os impostos diretos incidem sobre o rendimento e o património. São, em geral, considerados mais equitativos, pois ajustam-se à capacidade contributiva. Exemplos incluem: o IRS sobre o rendimento das pessoas singulares, com estrutura progressiva; o IRC, sobre o lucro das empresas; e, a nível local, o IMI, e o IMT, sobre o património imobiliário.

#### **1.2.2 Contribuições para a segurança social**

As contribuições sociais obrigatórias financiam o sistema de proteção social. Incidem sobre as remunerações dos trabalhadores, são partilhadas entre empregadores e trabalhadores e financiam pensões, subsídios de desemprego, doença, parentalidade, etc.

São fortemente pró-cíclicas: em expansão, o emprego e os salários crescem, aumentando a receita contributiva; em recessão, acontece o inverso, pressionando o défice.

#### **1.2.3 Impostos indiretos**

Os impostos indiretos incidem sobre o consumo. O IVA é hoje a maior fonte individual de receita fiscal. Os impostos especiais de consumo (ISP, imposto sobre álcool, tabaco, etc.) combinam objetivos fiscais e regulatórios, desincentivando consumos nocivos.

#### **1.2.4 Transferências e outras receitas**

O Estado recebe ainda transferências internas entre níveis de administração, transferências externas, sobretudo da UE (fundos estruturais, PRR, programas temáticos) e outras receitas

(taxas, coimas, rendimentos de ativos públicos, etc.).

## 2 Restrição orçamental do governo e dinâmica da dívida

Tal como as famílias, o Estado enfrenta uma restrição orçamental. Num formato simplificado (sem emissão monetária e ignorando transferências), a contabilidade orçamental pode ser escrita como:

$$G_t + i_t B_{t-1} = T_t + \Delta B_t,$$

onde  $G_t$  é a despesa pública (excluindo juros) no período  $t$ ,  $i_t B_{t-1}$  são os juros pagos sobre a dívida herdada,  $T_t$  é a receita fiscal, e  $\Delta B_t = B_t - B_{t-1}$  é a variação do stock de dívida pública.

Reorganizando, obtemos a dinâmica nominal da dívida:

$$B_t = (1 + i_t)B_{t-1} + (G_t - T_t).$$

O termo  $(G_t - T_t)$  é o défice primário: saldo orçamental excluindo juros. É o melhor indicador da postura fiscal corrente. O défice total inclui o pagamento de juros e é exatamente igual à variação da dívida.

O equilíbrio das contas públicas requer então:

$$B_t - B_{t-1} = G_t - T_t + r_t B_{t-1}$$

onde  $r$  corresponde à taxa de juro real.

### 2.1 Dívida em percentagem do PIB

Para avaliar a sustentabilidade, interessa mais a dívida em percentagem do PIB do que em nível. Dividindo a equação anterior por  $Y_t$  (PIB) para obter o rácio da dívida em relação ao PIB:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_t} = \frac{DPr_t}{Y_t} + r \cdot \frac{B_{t-1}}{Y_t}$$

onde  $DPr_t \equiv (G_t - T_t)$  é o défice primário.

Multiplica-se e divide-se a equação por  $Y_{t-1}/Y_t$ :

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{Y_{t-1}}{Y_t} \cdot \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{DPr_t}{Y_t} + \frac{Y_{t-1}}{Y_t} \cdot r \cdot \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$$

Define-se:

$$b_t \equiv \frac{B_t}{Y_t} \quad \psi_t \equiv \frac{DPr_t}{Y_t} \quad \frac{Y_t}{Y_{t-1}} = 1 + g$$

Substituindo as definições anteriores na equação, tem-se:

$$b_t - \left( \frac{1}{1+g} \right) b_{t-1} = \psi_t + r \left( \frac{1}{1+g} \right) b_{t-1}$$

Rearranja-se para obter:

$$b_t = \psi_t + \left( \frac{1+r}{1+g} \right) b_{t-1}$$

A equação que resume a dinâmica da dívida pública é a anterior. Esta expressão captura três ideias centrais:

- Se a taxa de juro for superior à taxa de crescimento nominal ( $r > g$ ), a dívida passada tende a ganhar peso no rácio dívida/PIB.
- Se o crescimento nominal for elevado ( $g$  grande), a mesma dívida torna-se mais fácil de suportar.
- O défice primário  $\psi_t$  aumenta diretamente o rácio dívida/PIB; um superavit primário (valor negativo) permite reduzi-lo.

A política orçamental afeta  $\psi_t$ , mas a sustentabilidade da dívida depende também das condições financeiras ( $r$ ) e da dinâmica macroeconómica ( $g$ ).

### 3 Crises de dívida soberana

Uma crise de dívida soberana ocorre quando os investidores passam a duvidar da capacidade de um Estado cumprir as suas obrigações. Em termos do rácio dívida/PIB:

- Níveis elevados de dívida/PIB, combinados com baixo crescimento e défices persistentes, aumentam o risco percebido;
- Os investidores exigem prémios de risco maiores: as taxas de juro sobre nova dívida sobem;
- Juros mais altos aumentam o défice total e fazem crescer ainda mais a dívida;
- Instala-se um ciclo vicioso de dívida elevada, juros elevados, ainda mais dívida.

Se não houver intervenção (interna ou externa), o processo pode culminar em insolvência soberana: reestruturação da dívida, incumprimentos parciais ou totais, perda de acesso aos mercados.

### 3.1 O caso da zona euro (2009-2012)

Na Europa, a crise financeira global transformou-se rapidamente numa crise de dívida soberana. Antes de 2007, a maioria dos países do euro financiava-se a taxas de juro semelhantes. Após o choque financeiro, vários Estados viram os seus défices explodir (queda de receitas, resgates bancários, mais despesa social). O rácio dívida/PIB subiu acentuadamente, em especial em países da periferia.

A Grécia foi o caso extremo. O défice real revelou-se muito superior ao divulgado (mais de 12% do PIB em 2009). A dívida pública já excedia largamente 100% do PIB. Os juros sobre a dívida grega dispararam para níveis insustentáveis. Por isso, foi necessária uma reestruturação profunda e programas de ajustamento com forte austeridade.

O contágio estendeu-se a Irlanda, Portugal, Espanha e Itália, com programas de consolidação orçamental severos e recessões prolongadas. O ponto de viragem deu-se com a intervenção do BCE em 2012, ao assumir o compromisso de fazer tudo o que fosse necessário para preservar o euro, estabilizando as expectativas.

## 4 Política orçamental e a economia no curto prazo

No curto prazo, a política orçamental pode ser usada para estabilizar a procura agregada, contrariando recessões ou sobreaquecimentos, atuar em complementaridade com a política monetária, e reforçar ou suavizar o papel dos estabilizadores automáticos.

Podemos distinguir entre dois tipos de política:

- Política discricionária: Decisões explícitas de alterar impostos ou despesa (por exemplo, um pacote de investimento público ou cortes temporários de impostos).
- Estabilizadores automáticos: Componentes do orçamento que reagem automaticamente ao ciclo (impostos progressivos, subsídios de desemprego, etc.).

### 4.1 Política orçamental e procura agregada

No modelo AD-AS, um aumento da despesa pública ou uma redução de impostos desloca a curva de procura agregada (AD) para a direita. Partindo de uma situação em que a economia opera abaixo do produto potencial,  $Y_1 < Y^P$ , com inflação baixa  $\pi_1$ , uma expansão fiscal eleva

a procura agregada, aumenta o produto e aproxima a economia do seu nível potencial, gera pressões ascendentes sobre preços e salários, à medida que a capacidade ociosa se reduz.

#### 4.1.1 Multiplicadores fiscais

A magnitude do impacto depende dos multiplicadores fiscais. Num modelo simples, o multiplicador da despesa pública é:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{1}{1 - c},$$

onde  $c$  é a propensão marginal a consumir.

O multiplicador da despesa tende a ser superior a 1: cada euro de gasto público entra integralmente na procura e desencadeia rondas sucessivas de consumo. O multiplicador dos impostos (por exemplo, de um corte de impostos) é menor em valor absoluto: uma parte do rendimento adicional é poupada, atenuando o efeito inicial sobre a despesa. Em recessão profunda, um aumento de despesa pública tem, em geral, impacto mais forte sobre o produto do que cortes de impostos de montante equivalente.

#### 4.1.2 Multiplicadores fiscais e o ZLB

Quando a taxa de juro nominal está no seu limite inferior (ZLB), a política monetária convencional deixa de conseguir neutralizar, parcial ou totalmente, os impulsos fiscais. Isto acontece porque uma expansão fiscal desloca a AD para a direita, com aumento de inflação e produto. Mas, ao contrário do caso habitual, o banco central não sobe a taxa de juro nominal (pois já está em zero). Como consequência, o efeito sobre o produto é maior, os multiplicadores fiscais são mais elevados e a política orçamental torna-se um instrumento particularmente poderoso de estabilização. Naturalmente, esta maior eficácia vem com riscos: a dívida pública pode aumentar rapidamente, e a saída do ZLB exige coordenação entre consolidação futura e manutenção da credibilidade.

### 4.2 Política orçamental e oferta agregada

Nem todas as medidas fiscais atuam apenas pelo lado da procura. Por exemplo, uma redução dos impostos sobre o trabalho aumenta o rendimento líquido dos trabalhadores e reduz o custo do trabalho para as empresas.

No modelo AD-AS, pelo lado da procura, a redução de impostos aumenta o consumo e desloca AD para a direita; mas pelo lado da oferta, a redução do custo do trabalho desloca a oferta agregada de curto prazo para baixo/direita, pois para qualquer nível de preços as

empresas estão dispostas a produzir mais.

O resultado é um aumento do produto e pressões inflacionistas mais moderadas do que numa expansão puramente de despesa.

## 5 Política orçamental e a economia no longo prazo

De forma mais estrutural, políticas fiscais podem afetar a oferta de longo prazo. A lógica da *supply-side economics* é usar incentivos fiscais para aumentar a participação laboral (reduzindo impostos sobre o trabalho); estimular o investimento privado (reduzindo impostos sobre o capital e lucros); promover a poupança e a acumulação de capital; incentivar inovação e empreendedorismo.

No diagrama AD-AS de longo prazo, isto corresponde a deslocar a LRAS para a direita: o produto potencial aumenta de  $Y_1^P$  para  $Y_2^P$ . Se a oferta crescer mais rapidamente do que a procura, esta expansão do produto potencial pode ser compatível com inflação estável ou até menor.

O debate empírico centra-se em quão fortes são estes efeitos de oferta, se cortes de impostos se autofinanciam, na distribuição dos benefícios por diferentes grupos de rendimento, e no risco de aumentar a dívida caso os ganhos de crescimento não se materializem.

## 6 Saldo equilibrado: expansionista ou contracionista?

### 6.1 Perspetiva tradicional

Na abordagem tradicional, reduzir o défice implica cortar despesa pública, e/ou aumentar impostos. Ambas as vias reduzem a procura agregada e, no curto prazo, são contracionistas: deslocam AD para a esquerda, baixando o produto e a inflação. É esta a lógica subjacente ao impacto direto das políticas de austeridade sobre o nível de atividade.

### 6.2 Consolidação expansionista

Uma parte da literatura defende que, em certas circunstâncias, consolidações orçamentais podem ter efeitos expansionistas. Se a consolidação for percebida como duradoura e credível, pode reduzir o risco de crise de dívida. As expectativas de impostos futuros mais baixos ou de maior estabilidade macroeconómica podem levar famílias e empresas a aumentar consumo e investimento hoje. E a redução do prémio de risco soberano pode baixar as taxas de juro privadas, estimulando o investimento.



Neste caso, a via é sobretudo indireta, via expectativas e condições financeiras: o impacto negativo imediato sobre a procura é compensado (ou superado) por uma melhoria nas condições de financiamento e nas expectativas de longo prazo – isto é mais provável quando a dívida é muito elevada, o risco de crise é real e a consolidação é acompanhada de reformas estruturais que aumentam o produto potencial.

Contudo, a evidência empírica sugere que em recessões profundas e com política monetária limitada (por exemplo, no ZLB), consolidações são tipicamente fortemente contracionistas. Para além disso, consolidações “expansionistas” parecem ser raras e altamente dependentes do contexto (estado do ciclo, credibilidade, reação da política monetária, estrutura da economia).

Em suma, a política orçamental está no centro de um *trade-off* entre sustentabilidade da dívida, estabilização cíclica e objetivos distributivos. A análise macroeconómica procura clarificar estes mecanismos para informar escolhas de política mais consistentes e transparentes.