

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA FINAL DE CURSO

Política Fiscal Ótima e Dívida Pública

Alessandro Rivello

No. De matrícula: 0910508-6

Orientador: Afonso Bevilaqua

03 de Dezembro de 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA FINAL DE CURSO

Política Fiscal Ótima e Dívida Pública

Alessandro Rivello

No. De matrícula: 0910508-6

Orientador: Afonso Bevilaqua

03 de Dezembro de 2012

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

Alessandro Tolomiotte Rivello

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Agradeço à minha família, sem seu suporte eu jamais chegaria até esse ponto.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	6
Revisão da Literatura.....	15
2. Estudos de Caso	26
3.1 Irlanda	26
3.2 Inglaterra.....	36
3. Conclusão.....	44
Referências	45

TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1: Rating Zona do Euro	12
Fig.1: Volume de Comércio (% PIB) - Irlanda.....	26
Fig.2: Dívida (% PIB) - Irlanda	27
Fig. 3: Spread Irlanda vs Alemanha	28
Fig. 4: Preço: Novas Casas - Irlanda.....	29
Fig. 5: PIB Acum em 12 meses (Var %) - Irlanda.....	29
Tabela 2: Principais Números da Consolidação Irlandesa.....	32
Fig. 6: Custo Unitário da Mão de Obra - Irlanda vs. Alemanha.....	33
Fig. 7: Taxa de Desemprego – Irlanda vs. Alemanha.....	34
Fig. 8: Dívida (% PIB) - Inglaterra	37
Fig. 9: PIB Acum 12 meses (Var %) - Inglaterra	38
Fig. 10: Déficit (% PIB) - Inglaterra.....	38
Fig. 11: Inflação Acum 12 meses (Var %) - Inglaterra.....	39
Fig. 11: Taxa de Juros Real - Inglaterra.....	40
Fig. 12: Taxa de Juros Nominal - Inglaterra	40
Tabela 3: Principais Números da Consolidação Inglesa	42

1. Introdução

Em Janeiro de 2010, o mundo ainda se encontrava abalado com a quebra do Lehman Brothers de Agosto de 2008. Nesse contexto, foram descobertas severas irregularidades no balanço da Grécia sendo o déficite grego de 2009 revisado de 3.7% para 12.5% do PIB. Isso chamou a atenção do mercado para a relação dívida, PIB não só da Grécia, mas também de Portugal e Irlanda, começando a desconfiar da capacidade de pagamento desses países. A crise de confiança foi crescendo, levando as taxas dos títulos de 10 anos da Grécia de 5%, no início de Dezembro de 2009, para 6.7% no início de Fevereiro. O então primeiro ministro grego, George Papandrou, fez diversas declarações públicas de que nenhum *bailout* seria necessário, mas isso não acalmou os mercados. Em 23 de Abril, a Grécia pediu oficialmente socorro à zona do euro que, em conjunto com o FMI, concedeu um empréstimo de € 110 bi¹ (ECB timeline).

Tendo em vista as dificuldades financeiras na Europa a Comissão Europeia, em 7 de Junho, criou o *European Financial Stability Facility* (EFSF) inicialmente com capital de € 440 bi, mas capacidade de empréstimo de apenas € 250 bi uma vez que grande parte do seu patrimônio deveria ser mantido no mecanismo para que seu custo de captação fosse baixo. O EFSF tem por objetivo “... collect funds and provide loans in conjunction with the IMF to cover the financing needs of euro area Member States in difficulty, subject to strict policy conditionality...”, conforme o documento de sua criação.

Os mercados, apreensivos quanto à sustentabilidade das dívidas públicas, fizeram as taxas de juros dos títulos de dívida soberana subirem sem parar (no início de Julho as taxas da Grécia estavam na faixa de 11%). A subida das taxas começou a gerar um medo de *default*, por enquanto só da Grécia, que por sua vez dificultava a situação dos bancos. As preocupações com a posição dos bancos em uma situação de *default* grego foram reduzidas em 23 de Julho com a divulgação do resultado de um teste de stress

¹Todos os programas de auxílio do ECB são acompanhados por um conjunto de condicionalidades para o ajuste das contas públicas. Esse conjunto de condicionalidades pode ser encontrado na carta de intenções de cada país. No caso grego podemos ver um modelo dessa carta em <http://www.imf.org/external/np/loi/2010/grc/080610.pdf>

feito no sistema bancário europeu (ECB timeline). Embora o resultado demonstrasse certa resiliência do sistema bancário, um Q&A do teste trazia a ressalva de que a força identificada ainda era muito dependente do suporte dos países a seus bancos o que, devido às incertezas do cenário macroeconômico futuro, deveria ser visto com ressalvas.

Em linha com a ressalva presente no Q&A do teste de stress o setor bancário da Irlanda começou a dar sinais de fraqueza devido a uma bolha no setor imobiliário. Inicialmente autoridades do banco central irlandês declararam que poderiam dar suporte a seus bancos com um custo estimado de € 4 bi. Porém, esse número mostrou-se uma grande subestimativa do real problema, levando a Irlanda a procurar apoio financeiro dos países da zona do Euro em 21 de Novembro de 2010 (ECB timeline). As negociações continuaram em curso até que em 07 de Dezembro de 2010 chegou-se a um acordo no qual um empréstimo de € 85 bi foi dado à Irlanda contando com a participação da União Europeia, FMI e de empréstimos bilaterais de Reino Unido, Suécia e Dinamarca. O próprio tesouro irlandês também contribuiu para o montante².

O conselho europeu tentou continuar sinalizando que estava lidando bem com a crise e que estava tomando atitudes visando não só à solução da crise presente, mas também no sentido de evitar novas crises como essa. Assim, em 28 de Novembro de 2010, os ministros das finanças europeus apresentaram a intenção de criar o *European Stability Mechanism* (ESM) que seria construído em cima do EFSF e teria o objetivo de garantir a estabilidade do sistema financeiro europeu, bem como de fortalecer a infraestrutura de vigilância na zona do euro para evitar crises futuras. A criação do ESM foi de fato aprovada em 17 de Dezembro de 2010 com entrada efetiva em operação no meio de 2013, momento em que o EFSF deixaria de existir.

Em 11 de Março de 2011, o ECB anuncia o pacto pelo Euro que apresentava 4 objetivos principais: (1) fortalecer a governança econômica existente; (2) dar prioridade a políticas que sejam essenciais para estimular a competitividade e a convergência dos países; (3) todo o ano os países se comprometerão com objetivos concretos, cujo cumprimento seria monitorado politicamente pelos chefes de Estado; (4) o pacto

² Podemos encontrar um modelo de carta de intenções da Irlanda em <http://www.imf.org/external/np/loi/2010/irl/120310.pdf>

respeitaria a integridade do mercado comum (ECB: Pacto do Euro). Mais uma vez, o ECB tentava acalmar os mercados pelo canal das expectativas já que discussões sobre o fim do Euro começavam a surgir na mídia.

Apesar de a economia europeia estar enfraquecida, principalmente a dos países sob maior suspeita do mercado (Portugal, Grécia e Irlanda), na reunião do ECB de 7 de Abril de 2011 foi decidido o aumento das taxas de juros em 25 bp. A justificativa do BCE foi que a inflação encontrava-se em tendência de alta, cerca de 3% aa em Abril, e acima da meta implícita do banco europeu de 2% aa. Tal decisão foi muito mal vista pelo mercado, fazendo as taxas de juros dos títulos de 10 anos de Portugal, Irlanda e Grécia abrirem ainda mais. No caso grego, suas taxas foram de 11.7% no começo de Abril para 15.5% no início de Maio.

Nesse contexto, Portugal pede ajuda financeira à Comissão Europeia e em 17 de Maio foi aprovado um empréstimo total de € 78 bi, sendo € 52 bi liberados no primeiro ano. Desses € 52 bi, € 26 bi vinham do EFSF e € 26 bi vinham do FMI. Como de praxe nos empréstimos concedidos ao longo da crise, um conjunto de condicionalidade foi imposto a Portugal. Dentre as exigências, constavam reformas estruturais para estimular o crescimento potencial, a criação de emprego e melhorar a competitividade; uma estratégia de consolidação fiscal séria, objetivando trazer a relação dívida PIB para uma trajetória de queda de modo que ela pudesse estar abaixo de 3% até 2013; uma estratégia para o mercado financeiro baseada na recapitalização e desalavancagem, evitando que isso fosse feito de forma desordenada pelo setor privado.

A crise continuou dominando o humor dos mercados e, à medida que as economias se retraíam, as dúvidas sobre a capacidade de pagamento começaram a pesar sobre as empresas privadas também. Assim, a partir de Junho, os spreads das dívidas privadas europeias começaram a abrir. Os índices de *business* começaram a surpreender para baixo, bem como os índices dos ativos ligados a crescimento começaram a indicar retração. Em 3 de Junho, o ECB soltou uma nota de imprensa alegando que o próximo *tranche* de empréstimos para Grécia só seria liberado se mais medidas de austeridade fossem aprovadas pelo governo local. Isso gerou rumores de que a Grécia poderia ser o primeiro país a ser forçado a sair do Euro. Por fim, com o objetivo de acalmar os mercados, em 23 de Junho de 2011, os ministros das finanças europeus acharam por bem aumentar a capacidade de empréstimo do EFSF.

Novamente, em 7 de Julho, o ECB surpreendeu o mercado negativamente tomando a decisão de subir as taxas de juros em 25 bp, alegando necessidade de combater os riscos de inflação. Isso gerou nova rodada de mau humor nos mercados e, na primeira quinzena de Julho, os juros sobre os títulos italianos saíram de 5% para algo em torno de 6%, acompanhados dos títulos espanhóis. Pela primeira vez, o risco da dívida soberana havia saído dos países periféricos e atingindo países grandes dentro da União Europeia.

Mais uma vez, tentando dar uma injeção de animo na economia europeia, em 4 de Julho, o ECB declarava que faria o *Longer-term Refinancing Operation* (LTRO). O objetivo dessa operação era fornecer liquidez aos bancos com prazo de 6 meses e taxa de juros fixa. Além disso, em 7 de Agosto, o ECB anuncia que é fundamental os governos da zona do euro considerarem ativar o EFSF para comprar títulos no mercado secundário na medida em que circunstâncias excepcionais e riscos de estabilidade assolam o mercado financeiro europeu. Na mesma nota de imprensa, o ECB declara que irá criar o *Securities Markets Programme* (SMP), que teria o objetivo de restaurar a melhor transmissão de suas decisões monetárias, levando em consideração alguns segmentos de mercado disfuncionais, e garantir a estabilidade de preços.

Já no início de Agosto, o ECB começou a comprar títulos de Itália e Espanha via SMP, fazendo as taxas saírem de algo em torno de 5.5% para 4.2% em cerca de 2 semanas. Enquanto isso, os países lutavam para tentar transmitir ao mercado seu comprometimento com a disciplina fiscal. Nesse sentido, a Espanha aprovou uma emenda constitucional que criava a “regra de ouro”. O objetivo dessa nova regra era manter os futuros déficits fiscais dentro de limites bem definidos. Em 14 de Setembro, a Itália aprovou um plano de austeridade de aproximadamente € 50 bi após grande discussão política. A decisão do parlamento foi acompanhada por protestos da população nas ruas de Roma contra as medidas restritivas.

Apesar das medidas, as expectativas do cenário global não melhoraram e, assim, as expectativas de crescimento do PIB da Itália também foram revisadas para baixo o que levou a agência de *rating* Standard and Poors (S&P) a reduzir a nota de crédito da Itália de A+ para A.

Em 4 de Outubro, os ministros das finanças europeus atrasaram a decisão de dar a Grécia seu próximo *tranche* de dinheiro devido a declarações do governo grego de que ele não seria capaz de cumprir suas metas fiscais para aquele ano. Em consequência disso, as bolsas da França e Alemanha tiveram quedas de 2.6% e 3% respectivamente. O impacto desse adiamento também foi sentido nas ações americanas com o índice Dow Jones abrindo em grande queda. Cabe destacar que o medo de um default grego fez com que grande parte dessas quedas fossem concentradas em ações de bancos, como as ações do banco franco-belga Dexia, que caíram 22%. A *tranche* grega só seria aprovada em 21 de Outubro no valor de € 8 bi literalmente salvando o país de um default.

Ainda em Outubro, foi o Banco Central da Inglaterra anunciou seu *quantitative easing* (QE). O banco inglês decidiu injetar £75 bi através da compra de diversos ativos. Em nota sobre essa decisão o banco central declarou que “A deterioração no cenário econômico tornou mais provável que a inflação ficará abaixo da meta de 2% no médio prazo.”, e seguiu dizendo: “à luz dessa mudança no balanço de riscos e com o objetivo de manter a inflação em trajetória condizente com a meta de médio prazo, o comitê julgou necessário injetar mais estímulo monetário na economia”³. A reação imediata do mercado foi uma desvalorização da libra, que atingiu seu menor nível desde Julho de 2010, já as expectativas sobre a atividade econômica em si foram difusas.

Em 1º de Novembro, Mario Draghi, ex-presidente do BC italiano, assume a presidência do ECB no lugar de Jean-Claude Trichet. Logo no dia 3 de Novembro, na sua primeira reunião de política monetária, Draghi cortou os juros em 25 bp. No mesmo dia, foi anunciado que haveria um segundo programa de compra de títulos soberanos, além do SMP, desde que o título tivesse nota mínima BBB-, um volume de emissão de € 300 milhões, uma maturidade residual de no máximo 10.5 anos, além de outras exigências.

³ Esse trecho é uma livre tradução do original em inglês: “The deterioration in the outlook has made it more likely that inflation will undershoot the 2% target in the medium term. In the light of that shift in the balance of risks, and in order to keep inflation on track to meet the target over the medium term, the Committee judged that it was necessary to inject further monetary stimulus into the economy.”

Conforme a crise ia se agravando e nenhuma solução proposta parecia de fato funcionar, maior coordenação era cobrada não só dos países europeus, mas também em conjunto com os Estados Unidos. Assim, em 4 de Novembro de 2011, foi realizado a reunião de Cannes do G20. Muitas expectativas foram feitas à cerca das decisões que poderiam ser tomadas nesse encontro, porém o resultado foram propostas vazias, sem objetivos bem definidos, para fomentar o crescimento econômico (G20: Leaders Summit).

Nada disso parecia restaurar a confiança do mercado. À medida que novos dados econômicos dos países em dificuldade iam saindo o cenário se mostrava pior. O maior efeito disso foi sobre as taxas dos títulos soberanos. Os títulos de 10 anos da Grécia pagavam *yield* de 12.6% no início do ano e no final de Dezembro de 2011 o mercado cobrava cerca de 35% para ser credor da Grécia. A mesma comparação feita com os títulos de Itália, Espanha e Portugal mostra a subida de 4.6% para 7% no caso da Itália, 5.4% para 5.6% na Espanha e 6.6% para 13.3% nos títulos portugueses. Assim, em 8 de Dezembro, o ECB cortou os juros em mais 25 bp e, no dia 22, ele anunciou o primeiro LTRO de 36 meses com valor total de € 489 bi atendendo a 523 bancos. Tal pacote teve grande efeito sobre os juros de Itália e Espanha que chegariam a 3.5% no início de Março de 2012.

Em 13 de Janeiro de 2012, a agência de *rating* S&P rebaixou a nota da França e de mais 8 países da zona do Euro conforme a tabela abaixo:

Tabela 1: Rating Zona do Euro

País	Rating Antigo	Rating Novo
França	AAA	AA+
Austria	AAA	AA+
Chipre	BBB	BB+
Itália	A	BBB+
Malta	A	A-
Portugal	BBB-	BB
Slovaquia	A+	A
Slovênia	AA-	A
Espanha	AA-	A

Como consequência dessas revisões, três dias depois, a S&P também rebaixou o *rating* do EFSF, já que sua qualidade de crédito é medida de acordo com a qualidade de crédito de seus garantidores, dentre eles os países que tiveram suas notas revisadas.

Ainda no começo de Janeiro, o *yield* dos títulos de 10 anos da Grécia atingiram cerca de 35%, tornando impossível a captação de novos recursos no mercado. Assim, parecia iminente a necessidade de um novo *bailout*. Porém, para consegui-lo era necessária a adoção de mais medidas de austeridade, além de diminuir sua dívida. A única forma de reduzir a dívida de forma tão rápida era via *default*, no entanto, um simples calote da dívida poderia fazer com que o mercado começasse a criar expectativas de que outros países em dificuldade como Espanha, Itália e Portugal fariam o mesmo, levando a uma crise de confiança sem proporções. Assim sendo, a saída seria costurar um acordo com o setor privado, detentor da dívida grega, de modo que parte da dívida fosse perdoada.

Após semanas de negociações nenhum acordo havia sido alcançado e o prazo para a rolagem da dívida se aproximava. Sabendo que a Grécia não tinha o dinheiro necessário para rolar sua dívida um *default* desordenado parecia quase certo, resurgindo notícias na imprensa de uma saída da Grécia da Zona do Euro. Porém, finalmente um

haircut de 50% foi acordado com o setor privado. No entanto, a Grécia ainda precisava aprovar novas medidas de austeridade para conseguir um *bailout*. Em 10 de Fevereiro, o governo de coalizão que estava no poder na Grécia concordou em votar um pacote satisfazendo as demandas da *troika*⁴. Isso gerou protestos pelas ruas de Atenas, levando a conflitos com a polícia. Somente em 12 de Fevereiro é que o pacote foi votado e aprovado no parlamento grego, o que foi seguido por novos protestos urbanos. No dia 21, o grupo europeu aprovou o segundo pacote de socorro grego.

No dia 28, ainda de Fevereiro, o ECB parou de aceitar títulos gregos como colateral o que fez o *yield* do título de 10 anos abrir de 34.8% para cerca de 36.5% em um dia. Em 1º de Março, o ECB fez o segundo LTRO com efeitos bem menos pronunciados sobre as taxas de juros do que o primeiro e, em 8 de Março, o ECB passou a aceitar títulos gregos como colateral novamente.

No começo de Abril as preocupações que se espalhavam para outros países europeus começaram a se refletir nos preços e, em leilão de títulos, o governo italiano teve que pagar taxas de juros mais altas para conseguir colocar seus títulos no mercado. Dias depois, preocupações em relação ao sistema bancário espanhol fizeram as bolsas da Espanha e dos Estados Unidos terem fortes quedas puxadas pelas ações de bancos. Em reação a essas preocupações o *yield* sobre os títulos de 10 anos da Espanha subiram, enquanto os alemães caíram.

A situação na Grécia deteriorava cada vez mais. As medidas de austeridade não surtiam os efeitos esperados e dados cada vez piores saíam. A taxa de desemprego encontrava-se nas altas históricas ao mesmo tempo em que as projeções de crescimento eram revisadas para baixo. Esse clima de insatisfação fez surgir o extremismo político. Em 7 de Maio, saía o resultado das eleições gregas. Nessas eleições os principais partidos eram: Novos Democratas (partido de direita, pró *bailout*), Pasok (socialista, pró *bailout*) e Syriza (partido de esquerda, contra o *bailout*). O cenário político grego era dominado pelos Novos Democratas e Pasok, porém, nessas eleições, o Syriza ficou em segundo lugar, atrás dos Novos Democratas, com Pasok ficando em terceiro.

⁴ Troika foi um termo cunhado pela imprensa para designar os três principais envolvidos nas operações de resgate dos países europeus: FMI, Conselho Europeu e Banco Central Europeu.

Assim, os riscos de que se formasse um governo de coalizão que defendesse o fim dos acordos de austeridade começaram a ser discutidos na imprensa. Porém a divergência política foi tamanha que não se conseguiu formar um governo de coalizão. Em consequência disso, no dia 16 de maio foram anunciadas novas eleições para Junho de 2012.

Em 25 de Maio, o Bankia, quarto maior banco espanhol, pediu *bail-out* para seu banco central, revelando a fragilidade do sistema bancário Espanhol naquele momento.

Esse é o pano de fundo que motiva um estudo mais aprofundado da relação entre política fiscal, sustentabilidade da dívida pública e crescimento econômico. Com o objetivo de entender melhor a interação entre esses três fatores, na próxima seção, iremos fazer uma revisão da literatura já estabelecida e tentar extrair as lições que podem ser aplicadas a situação descrita nessa introdução. Ainda teremos mais uma seção que apresenta estudos de casos anteriores em que países tiveram que lidar com uma situação similar a descrita. Por último, baseados na literatura já estabelecida e nos casos aqui expostos tentaremos extrair conclusões de qual a melhor forma de lidar com esse problema.

Revisão da Literatura

A teoria Keynesiana clássica descreve a demanda agregada como:

Assim, se o governo aumenta seus gastos (G), a demanda se expande gerando um novo equilíbrio entre oferta e demanda onde o produto é maior. O raciocínio inverso também se aplica de modo que daí nasce um mecanismo de política contracíclica. Ou seja, se a economia se encontra em depressão, o governo pode expandir seus gastos, reestimulando a economia e evitando um aprofundamento da recessão. Caso a economia esteja muito aquecida, o governo poderia reduzir seus gastos, retirando estímulo de demanda da economia e reduzindo sua aceleração para evitar possíveis problemas inflacionários no futuro.

Porém, o que ocorre quando o país já está com dívida alta e ele entra em recessão? Se o governo tentasse seguir a recomendação tradicional de política e fizesse uma política contracíclica seria necessário aumentar gastos. Isso significaria mais emissão de dívida o que poderia levar os agentes de mercado a questionar se o governo teria a capacidade de honrar tal dívida. Essa crescente expectativa de *default* faria com que os agentes perdessem o interesse de serem credores desse país. A consequência disso seria a redução do preço dos títulos do determinado país, ou seja, aumento de juros sobre a nova dívida. Dependendo de quanto tempo dure esse choque de demanda, o governo desse país pode ser obrigado a rolar grande parte de sua dívida em um ambiente de juros muito mais altos que o de costume, tornando sua dívida insustentável.

O mecanismo descrito acima é conhecido como “uma profecia auto realizável” ou “*self-fulfilling expectations*”. Nesse mecanismo, a própria expectativa de *default* gera as condições que tornam o *default* inevitável. Em Alesina et al (1990) encontramos um exemplo desse tipo de crise durante a década de 1980 quando o governo italiano tentava fazer um gerenciamento de sua dívida de modo a compatibilizar suas finanças com as exigências do *European Economic Community (EEC)*. Ocorre que a Itália chegou ao início da década de 80 com 60% de sua dívida vencendo no prazo de 1 ano. Assim, o governo lançou uma estratégia para alongar sua dívida baseada na emissão de títulos longos com indexação financeira. O problema é que o governo tem total controle sobre

o indexador de sua dívida, gerando um problema de inconsistência temporal. Isso levou à escassez de demanda por esses títulos e um novo problema de redução da maturidade da dívida italiana.

Além de ressaltar o problema de encurtamento da dívida italiana, Alesina et al (1990) procuram explicar o que provocou o aumento do prêmio de risco sobre a dívida italiana: (1) aumento da percepção do risco inflacionário; (2) aumento do risco de default. Comparando o prêmio dos títulos do governo italiano com os prêmios pagos por ativos semelhantes de origem privada, os autores constataram que o prêmio sobre os títulos públicos era maior. Portanto, a percepção de risco era sobre o emissor da dívida e não sobre um cenário macroeconômico desfavorável.

Os autores também pesquisaram a diferença dos prêmios entre os títulos italianos de médio/longo prazo em relação aos prêmios de títulos de outros países da comunidade europeia de maturidades comparáveis. Mais uma vez o prêmio sobre os títulos italianos era maior, reforçando a tese de que o risco percebido estava no emissor da dívida.

Por fim, os autores ressaltam que, da evidência empírica encontrada, pode-se concluir que uma crise de dívida provocada por “profecia auto realizável” é possível. Ainda constatam que um *default* se torna mais provável em países cuja maturidade da dívida é mais curta. Isso porque uma maturidade mais curta obriga o país a rolar grande parte de sua dívida em um horizonte curto de tempo, fazendo com que um choque de confiança, mesmo que temporário, tenha efeitos perversos sobre a sustentabilidade da dívida, pois o país não teria tempo de lidar com esse choque. Tal conclusão é confirmada por um modelo desenvolvido no paper que leva em consideração as expectativas dos consumidores.

Em suas conclusões, Alesina et al (1990) destacam que assim como uma corrida bancária pode ser evitada com um prestador de última instância, uma crise de dívida provocada por “profecia auto realizável” também poderia ser evitada pelo mesmo sistema. Outra saída para tal crise seria a monetização de parte da dívida. Com relação a essa última solução, os autores destacam que ela poderia gerar um problema de *moral hazard*, já que reduz o incentivo do país a procurar disciplina fiscal para obter a sustentabilidade de sua dívida.

Em Calvo (1988) também se encontra evidência de que “profecias auto realizáveis” são possíveis. Em seu paper, Calvo, introduz a expectativa do agente representativo em um modelo de decisão do governo sobre o pagamento ou *default* da dívida. O autor mostra que, nesse contexto, surgem múltiplos equilíbrios: um “bom”, onde não há *default*, e outro “ruim” onde parte da dívida é repudiada. Tal situação é explorada em modelos sem moeda, com moeda e considerando uma economia aberta. Em todos eles verifica-se a existência de múltiplos equilíbrios, porém nos modelos com moeda só é possível a existência de um equilíbrio ótimo de Pareto se a dívida for indexada a inflação. Isso porque sempre é possível um *default* indireto da dívida via inflação e, portanto, redução do valor real dessa dívida.

Também tentando explicar a origem de um *default*, Gonçalves e Guimaraes (2012), desenvolveram um modelo no qual o governo é benevolente, ou seja, maximiza uma função consumo de um agente representativo e que dar o *default* tem um custo. A primeira conclusão que os autores chegam é que o *default* tende a ocorrer quando o país está numa recessão, momento em que o custo de se fazer uma política austera para tentar pagar a dívida é maior em termos de consumo para o agente representativo. Assim, um *default* é mais provável justamente em um momento em que a economia já se encontra em uma situação de maior stress.

Além disso, os autores identificam um problema de externalidade, pois o país leva em conta os custos do *default* e o juro mais alto ao qual sua dívida fica submetida, mas não é capaz de perceber o prejuízo que o agente privado tem ao não receber parte dos pagamentos prometidos. Dessa forma, uma solução para se evitar o *default* seria uma transferência do credor para o devedor, seguindo o Teorema de Coase, que sugere que duas partes envolvidas em situação de externalidade podem atingir eficiência via transferência de recursos.

No entanto, surge um problema de inconsistência temporal em que o credor poderia se comprometer a transferir recursos, no caso de proximidade de *default*, mas não o fizesse quando chegasse o momento. Portanto, se justificaria a existência de órgãos como o FMI, que em situação de *default* iminente, transferiria recursos para o país devedor, evitando um *default*, e exigindo um ajuste fiscal como contrapartida. Dessa forma, o país estaria, implicitamente, sacrificando seu bem estar interno. O

agente representativo agora terá de consumir menos em prol de um equilíbrio em que o bem estar de todos, credor mais devedor, é maior.

Gonçalves e Guimaraes desenvolvem um modelo para justificar porque países geralmente dão o *default* quando a situação é ruim. Porém, muitos desses modelos existem na literatura. O interessante desse modelo específico é que nele o custo de *default* não depende positivamente do crescimento do PIB, como é praxe nessa literatura. Outro ponto interessante da modelagem feita por esses autores é que eles consideram que a relação gastos do governo e crescimento do PIB é linear e não côncava como de costume. Uma relação côncava indica que quando o gasto está baixo o benefício marginal do aumento de gastos é maior, ao passo que considerando a relação linear esse feito não ocorre. Essas 2 hipóteses isolam o efeito da restrição orçamentária do governo como fator determinante para a decisão de dar o *default* ou pagar a dívida.

O que vimos até aqui da literatura nos diz que um país pode dar um *default* sobre sua dívida seja por um problema de insustentabilidade fiscal, como em Gonçalves e Guimaraes (2012), ou pelo efeito de um ciclo vicioso provocado pelas expectativas dos agentes, como em Alesina et al (1990) e em Calvo (1988). Porém, em todos esses trabalhos o *default* pode ser evitado ou via algum tipo de comprometimento do governo com o pagamento de sua dívida, agindo assim sobre as expectativas dos agentes, ou via transferência de renda para o devedor, tendo como contrapartida uma política fiscal mais austera, conforme sugerido por Gonçalves e Guimaraes (2012). Entretanto, nos interessa acrescentar um complicador. Qual deve ser a decisão do governo se além de um problema com sua dívida ele estiver com a economia sob enorme stress, isto é, taxas de desemprego altas, crescimento baixo, ou até decréscimo, do PIB?

Giavazzi e Pagano (1990) começam seu paper apresentando as duas visões conflitantes a respeito de ajustes fiscais: (1) a visão Keynesiana de que se o governo tentar fazer um ajuste fiscal isso irá reduzir a demanda agregada e, portanto, deprimir a economia; (2) o que no paper é chamado de visão da Alemanha, na qual se acredita que ao se fazer um ajuste fiscal isso teria um efeito positivo na economia, pois os agentes econômicos, hoje, perceberiam menor cobrança de impostos no futuro, levando a substituição do gasto público, agora menor, pelo gasto privado. Assim, o efeito positivo sobre a economia viria do canal das expectativas o que não é levado em consideração no modelo keynesiano.

Para tentar responder qual dessas visões é a mais correta, os autores fazem um estudo de caso. Escolheram o ajuste fiscal feito pela Dinamarca em 1982 e os ajustes fiscais da Irlanda de 1982 e 1987. O ajuste dinamarquês foi feito, principalmente, via redução de gastos do governo. Porém, também houve uma resposta monetária, o câmbio dinamarquês passou a ser fixo, ligado ao câmbio alemão. O ajuste foi severo, mas provou-se eficiente. Os juros longos caíram cerca de 5,5% em apenas 2 meses. O PIB cresceu, em média, 3,6% entre os anos de 1983 e 1986, em grande parte devido ao aumento do consumo privado e do investimento por parte das empresas. Os autores reportam também que houve grande efeito riqueza, não só pela queda dos juros nominais, mas também por um boom no preço das casas.

O primeiro ajuste irlandês, de 1982, foi mal sucedido. O governo irlandês tentou resolver o problema via aumento da arrecadação com impostos. Além disso, foi feito um *peg* à moeda alemã, o que foi positivo, pois o desempenho das exportações nessa época foi excelente. No entanto, a queda na renda disponível fez o consumo privado e o investimento caírem vertiginosamente, fazendo o país entrar em uma espiral deflacionária.

Em 1987, um novo governo é eleito na Irlanda e resolve tentar o ajuste novamente. Dessa vez, porém, o ajuste foi feito, principalmente, via redução de gastos e não aumento de imposto como da primeira tentativa. Outra diferença, entre o primeiro e o segundo ajustes é que o segundo foi precedido por uma desvalorização da moeda. Dessa vez, a renda disponível aumentou 3,1%, em média, no período entre 1987 e 1989. A resposta do investimento também foi boa e as exportações contribuíram positivamente da mesma forma como haviam feito no primeiro reajuste.

Após descrever os dois casos de ajuste fiscal, Giavazzi e Pagano, tentam explicar porque o ajuste da Dinamarca e o segundo ajuste da Irlanda deram certo. Com esse objetivo, eles estimam uma equação de consumo. A partir daí, concluem que o efeito riqueza é muito mais importante para a Dinamarca do que foi para a Irlanda, que por sua vez é muito mais atingida por efeitos provocados à renda disponível. Uma possível explicação para essa diferença entre os países, levantada pelos autores, é que na Dinamarca os empréstimos para pessoa física são muito mais abundantes do que na Irlanda, deixando os irlandeses com um problema de liquidez e, portanto, muito mais dependentes da sua renda disponível para consumir.

Por fim, os autores concluem que, analisando as evidências empíricas encontradas, um efeito riqueza ou a queda nas taxas de juros não são o suficiente para explicar as reações positivas do PIB às medidas adotadas em ambos os países. Portanto, para os autores, há indícios de que a teoria alemã esteja correta. No entanto, Giavazzi e Pagano fazem a ressalva de que esses efeitos positivos podem depender da necessidade de liquidez dos agentes, conforme visto no caso irlandês. Além disso, destacam que nos dois países o ajuste fiscal foi acompanhado por uma política monetária desinflacionária, representada por um *peg* ao marco Alemão e pela liberalização dos fluxos de capital.

No entanto, em FMI (2010), vemos alguns resultados diferentes. Nesse *World Economic Outlook* (WEO), o FMI afirma que medidas de austeridade fiscal são contracionistas no curto prazo, tanto os ajustes feitos via aumento de impostos, como os feitos via corte de gastos. Embora o primeiro tenha um efeito de contração da economia menor que o segundo e que no longo prazo, de fato, se tenha um efeito de expansão econômica. O FMI atribui um efeito compensatório, vindo da política monetária, muito maior do que o considerado em Giavazzi e Pagano (1990), sendo esse efeito ainda maior nos ajustes feitos via redução de gastos do que nos ajustes feitos via aumento de impostos. Além disso, também consideram que os efeitos positivos sobre a economia vindos de uma desvalorização cambial, estimulando, assim, as exportações, são mais relevantes do que consideram Giavazzi e Pagano.

Uma discussão importante trazida em FMI (2010) é a crítica feita à forma de identificação de eventos de ajuste fiscal. A maior parte da literatura se baseia no chamado Superávit Primário Ajustado Ciclicamente, que consiste em fazer um ajuste no superávit primário observado baseado no ciclo econômico. O objetivo do ajuste é expurgar o efeito dos estabilizadores automáticos que, sem a intenção do governo, reduzem o superávit primário em casos de recessão e o aumentam em casos de expansão da atividade. Assim, ao ajustar o superávit primário, qualquer variação dele poderia ser atribuída a uma decisão do governo de mexer em seus gastos, servindo, portanto, para identificar momentos de ajuste fiscal. No entanto, o FMI critica essa forma de ajuste, pois erros de mensuração impedem que esse ajuste seja perfeito. Outro problema apontado pelo FMI é que dado duas economias que adotaram as mesmas medidas de austeridade fiscal, se uma foi afetada por um choque positivo, enquanto a outra por um

choque negativo e decide adotar uma política fiscal discricionária de suporte a economia, então, o superávit ajustado da segunda será muito menor do que o da primeira, mas o esforço fiscal das duas economias foi idêntico.

Para tratar esses problemas, o FMI usa um método histórico para identificar os momentos de ajuste fiscal. Esse método se baseia em olhar a história e ver quando o país de fato manifestou vontade de fazer um ajuste fiscal para, então, selecionar o período que será considerado com o objetivo de observar os *outcomes* da política. Outro problema tratado pelo FMI é o de não considerar somente em períodos de ajuste fiscal sustentável. Isto é, períodos de ajuste fiscal longos. Isso porque se começam a surgir *outcomes* ruins de uma política austera, o país pode desistir da austeridade, enquanto que se os *outcomes* forem positivos o país terá incentivos para continuar o ajuste. Dessa forma, usar apenas períodos de ajuste prolongado pode viesar o resultado no sentido de política contracionista expansionista.

Ainda assim, o FMI admite que seu método, bem como o método de ajuste do superávit primário apresentam duas falhas: (1) muitas vezes um país que comece um ajuste fiscal pode pará-lo até que a economia se recupere para, então, prosseguir com o ajuste. Nesse caso, o episódio contará como um ajuste bem sucedido quando, na verdade, não foi; (2) se ao começar um ajuste o país entrar em recessão, o governo pode decidir, por consequência desse resultado, fazer um ajuste ainda mais vigoroso. Isso fará com que o ajuste seja apontado como causa de um *outcome* ruim, porém se trata de um caso de viés de causalidade reversa.

Outro ponto importante desse WEO, que está muito relacionado com a situação europeia descrita na introdução, é a separação que o FMI faz entre o efeito de um ajuste em países com alto risco percebido de *default* e o efeito de mesmo ajuste em países com risco percebido baixo. O FMI conclui que em ambos os casos o efeito é no sentido de contrair o PIB, embora esse efeito seja menor nos países com alto risco percebido. O que seria contraditório com os resultados encontrados em Giavazzi e Pagano (1990) ao estudarem os casos de ajuste de Dinamarca e Irlanda. Porém, o FMI faz um estudo separado para esses dois países, corroborando os resultados encontrados em Giavazzi e Pagano (1990). Assim sendo, o FMI explica essa contradição dizendo que esses dois casos não representam a normalidade dos resultados se configurando em *outliers*, uma explicação, a meu ver, insatisfatória.

Por fim, o FMI usa um modelo de equilíbrio geral dinâmico para testar algumas hipóteses não encontradas em eventos de consolidação anteriores. Nessa fase do estudo, o FMI conclui que no caso do país se encontrar em um cenário de *zero lower bound* os efeitos contracionistas de uma política fiscal austera são maiores, uma vez que o país não poderá contar com a compensação de uma redução da taxa de juros. Outra simulação feita é o caso de várias economias adotarem, ao mesmo tempo, políticas de austeridade. Também nesse caso, os efeitos sobre a atividade são piores, pois não haverá a compensação via desvalorização da moeda e estímulo à exportação, já que haverá uma queda na demanda global. A última observação relevante nesse estudo é o caso de uma política austera em países que pertençam a um bloco econômico de moeda única. Novamente, não haverá compensação via exportações já que o câmbio de cada país não flutua livremente, de forma que o efeito negativo sobre a atividade também será maior.

Em relação aos resultados encontrados em FMI (2010), é importante conhecer Perotti (2011). Em seu paper, Perotti apresenta críticas tanto ao modo de avaliação de resultados adotada em FMI (2010) como à utilização do superávit primário ajustado, usando como referência desse último o paper de Alesina e Ardagna (2010). Grande parte da crítica feita ao uso do superávit primário ajustado já foi colocada em FMI (2010). Assim, o que mais nos interessa, nesse momento, é a crítica feita ao WEO.

Perotti começa criticando a própria crítica feita pelo FMI aos resultados encontrados em Alesina e Ardagna (2010). O WEO atribui o efeito de contração expansionista encontrada por Alesina e Ardagna a um ajuste imperfeito do superávit primário e a um viés de resposta contracíclica do governo que não é corretamente expurgado. No entanto, Perotti coloca que ambos os problemas causam viés no sentido oposto dos resultados de Alesina e Ardagna. Assim, a presença do viés corrobora mais do que nega os resultados encontrados.

Outra crítica feita por Perotti é que o FMI restringe sua amostra a países que deram um choque positivo em seus superávites primários. Isso significa limitar a amostra a 40% do seu tamanho original. O argumento de Perotti é que isso amplia os efeitos da política fiscal, tanto no caso da política fiscal austera ser, de fato, contracionista, como no caso de tal política ser expansionista. Por último, Perotti questiona a capacidade de se conseguir separar eventos de consolidação fiscal de outros eventos em uma abordagem narrativa, como a feita em FMI (2010). Para fazer essa

distinção seria necessário obter dados de fontes mais próximas do país, como a secretária do tesouro de cada país, dificultando a formação de uma amostra considerável. Assim sendo, ao excluir episódios de ajuste contracíclico, dado que há uma dúvida razoável de que seja possível separar esses episódios de outros, pode subavaliar o ajuste promovido.

Por fim, Perotti faz um estudo de 4 casos de consolidação fiscal: Dinamarca, Irlanda, Suécia e Finlândia. Os dois primeiros foram feitos saindo de um câmbio flutuante para um regime de câmbio fixo, enquanto os dois últimos o câmbio permaneceu flutuante durante a consolidação. Embora todos os 4 tenham sido casos onde ocorreu uma expansão após o ajuste, o único caso em que a expansão foi puxada pela demanda interna é o da Dinamarca. Todos os outros houve grande contribuição positiva das exportações. A importância das exportações para a redução do efeito negativo sobre a economia corrobora o resultado encontrado em FMI (2010), ainda que o FMI tenha achado uma contração do PIB e Perotti uma expansão.

Perotti ainda destaca que em todos os casos houve uma âncora nominal. No caso dos países com câmbio fixo, essa âncora foi o câmbio, já nos outros dois casos os países adotaram metas de inflação. Além da âncora nominal, todos os países apresentaram rápido declínio de suas taxas de juros e moderação no ajuste dos salários. Essa moderação salarial foi obtida, em todos os 4 casos, via políticas diretas de renda. O autor ressalta o papel da moderação salarial para manutenção dos ganhos de competitividade e, portanto, para a manutenção da robustez da aceleração da atividade. Porém, a evidência empírica internacional é de que políticas de controle direto da renda são muito difíceis de serem implementadas e, normalmente, quando o são não resistem por muito tempo. Um exemplo disso é a Dinamarca, que abandonou sua política de renda em certo momento. Após 4 anos, a perda de competitividade provocou uma recessão econômica que durou cerca de 6 anos.

Perotti ainda faz uma observação de extrema relevância para esse estudo, pois menciona a dificuldade de se replicar esses modelos de contração expansionista na Europa uma vez que o câmbio entre os países europeus é fixo e a impopularidade de políticas de rendas.

No entanto, o autor conclui afirmando que a contração fiscal foi relevante para a expansão posterior da atividade, pois: (1) abriu espaço para queda da taxa de juros; (2) tornou possível a moderação salarial, o que sinaliza para o mercado uma mudança de regime; (3) conseguiu assegurar os ganhos de competitividade por mais tempo, garantindo uma recuperação maior, principalmente, via aumento das exportações.

Acredito que algumas conclusões podem ser extraídas após ter revisitado a literatura já estabelecida para a relação entre dívida pública e política fiscal. Primeiramente, acho que quando um país está em uma situação em que o mercado duvida da sua capacidade de honrar sua dívida a dúvida entre fazer ou não um ajuste se esvazia. Isso porque diante de taxas de juros em constante elevação, devido às dúvidas dos agentes credores, o país sequer tem a opção de expandir seus gastos, mesmo que a economia esteja entrando em uma recessão, pois para tal expansão é razoável supor que o país necessitará de recursos. Porém, como o custo do dinheiro é crescente para esse país, isso implicaria aumentar um estoque de dívida, o qual já se supõe insustentável, de forma muito desfavorável, piorando ainda mais a posição fiscal do país. Alguns autores hoje em dia, quando olham o caso específico da Europa, propõem que outros países injetem dinheiro no país em dificuldade de forma que seja possível uma política expansionista sem a necessidade de se recorrer ao mercado. Porém, aqui me concentro em como o país pode resolver sua própria situação.

Assim, a questão que fica é como esse ajuste deve ser feito. Baseado na literatura, acho que a melhor forma de promover um ajuste fiscal é via redução dos gastos do governo e não o aumento de impostos. Aumento de impostos gera ineficiência e atrapalha o setor real da economia, dificultando a recuperação do país. Um aumento de imposto, com o objetivo de aumentar a receita do Estado, pode ter o efeito perverso de diminuí-la caso a economia encolha ainda mais. É possível também identificarmos os melhores lugares para se fazer esses cortes que seriam as transferências de renda para a população e os gastos de custeio do próprio Estado. É claro que o fato de essa ser a recomendação ótima não implica ser ela uma solução factível. Esse tipo de corte é extremamente impopular, dificultando o trâmite político necessário para sua implementação. Além disso, cortar transferências de renda, como aposentadorias, normalmente afetam as camadas mais pobres da população, fazendo com que todo o peso do ajuste fiscal recaia sobre essa parte da população.

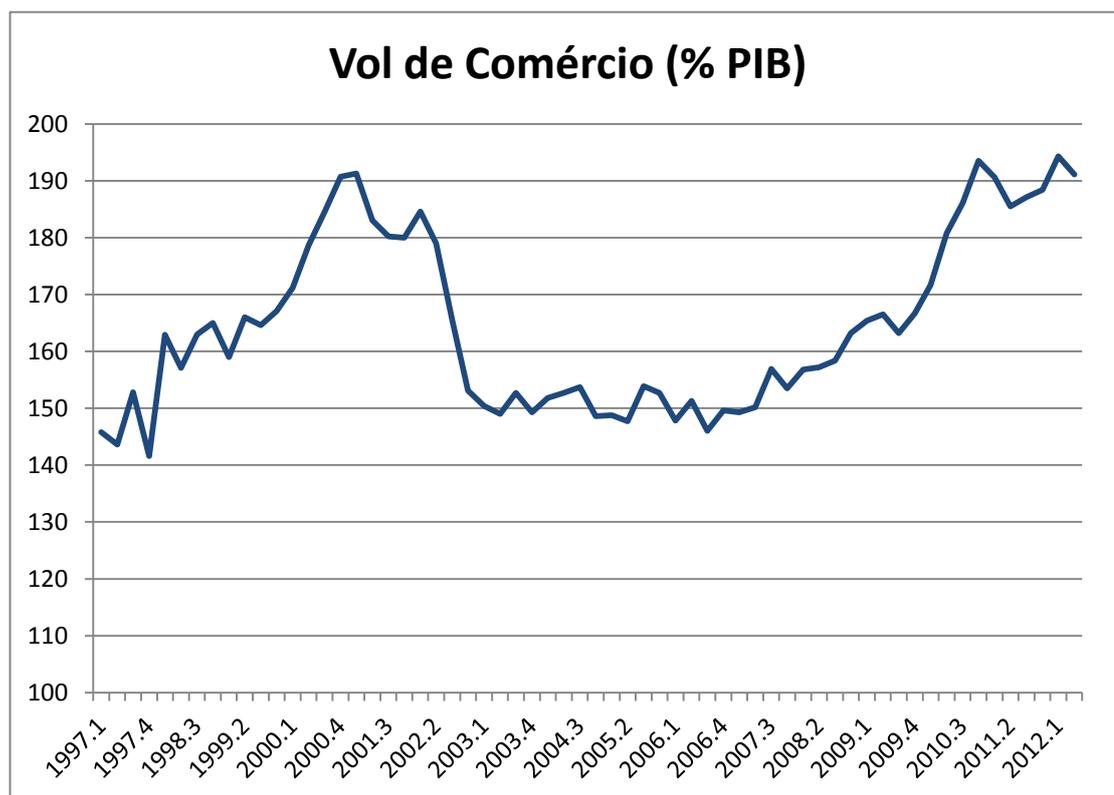
Na próxima seção faço dois estudos de caso e poderemos ver como os países lidaram com esses problemas de ordem prática. Apesar de o ajuste dos países europeus ainda estar em curso, pois, na verdade, a crise europeia ainda está em curso, já podemos ver como alguns países têm escolhido fazer seus ajustes e algumas das consequências que essas escolhas tiveram para sua economia.

2. Estudos de Caso

3.1 Irlanda

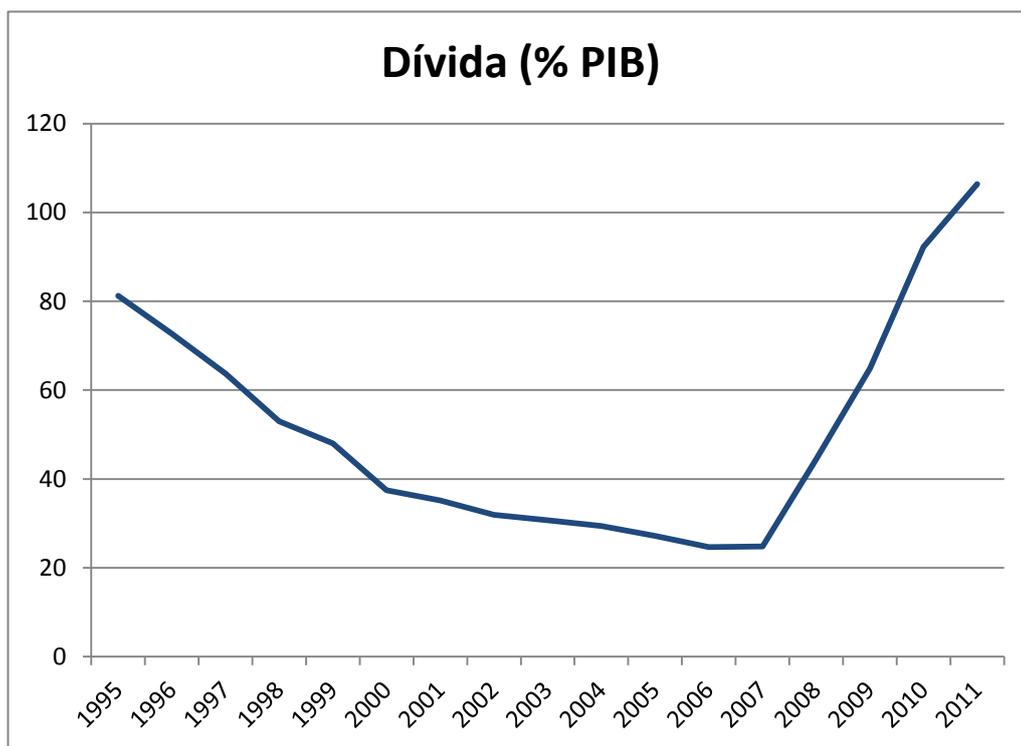
A Irlanda é uma pequena economia aberta, cujo comércio exterior tem muita importância para o PIB como podemos ver na fig. 1.

Fig.1: Volume de Comércio (% PIB) - Irlanda



Fonte: EUROSTAT

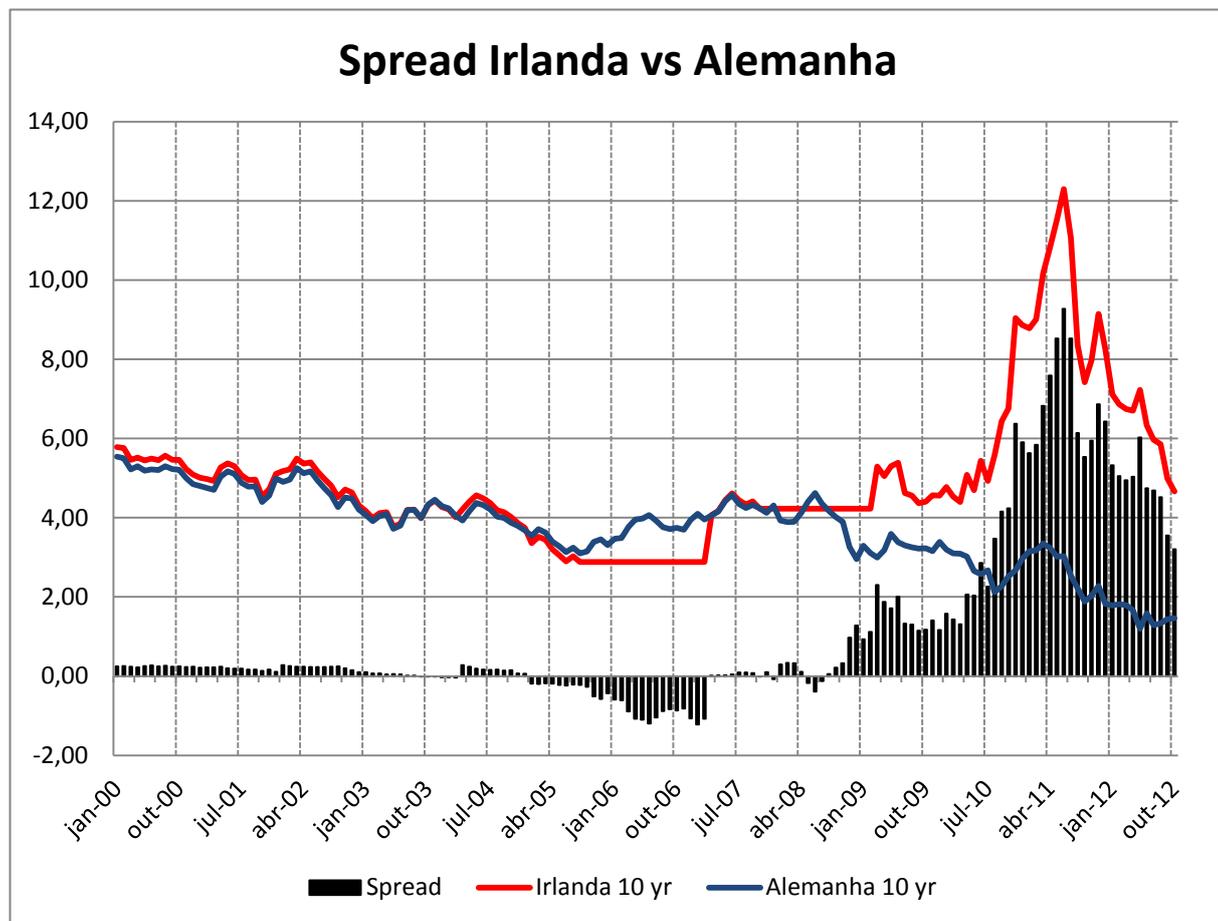
Em 1999, a Irlanda entrou na Zona do Euro e, como podemos ver na fig. 2, sua dívida como razão do PIB apresentava trajetória decrescente desde 1995. Esse parâmetro manteve-se abaixo dos 60% exigidos pelo tratado de Maastrich desde 1999. Apenas a partir de 2007 a razão dívida/PIB começou a subir, devido à reação do governo irlandês à crise financeira, e em 2008 ultrapassou a barreira dos 60%.

Fig.2: Dívida (% PIB) - Irlanda

Fonte: European Central Bank (ECB)

Assim, a Irlanda é um exemplo de país que não possuía problema de dívida pública até a crise atingi-la, sendo a crise da dívida uma consequência de uma crise anterior, e não causa. No período até outubro de 2008 os juros irlandeses foram bem baixos, como podemos ver na fig. 3.

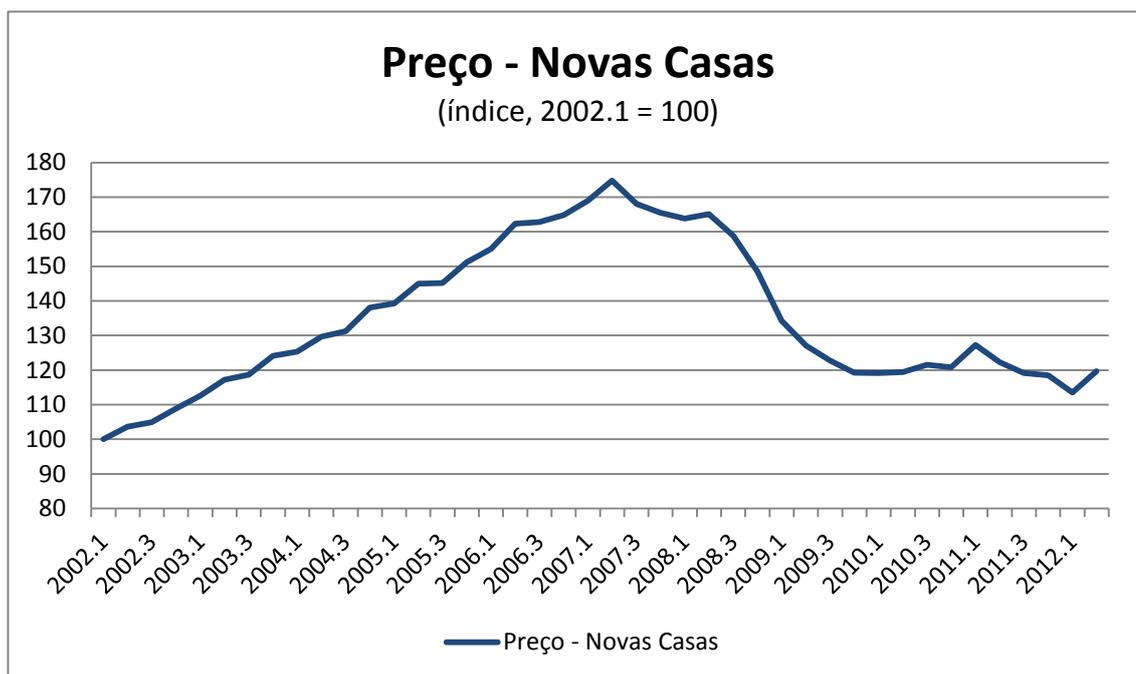
Fig. 3: Spread Irlanda vs Alemanha



Fonte: Bloomberg

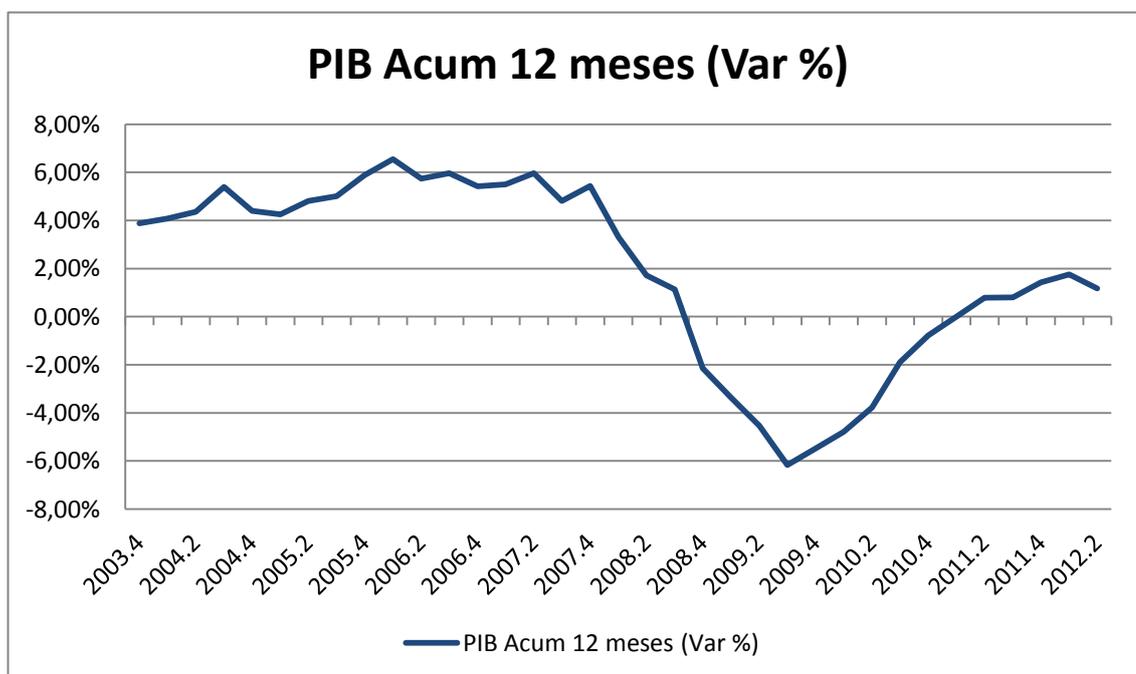
Esse período de baixas taxas de juros provocou um *boom* de crédito na economia da Irlanda, estimulando o consumo (Fig. 4). Podemos ver que o preço das casas novas aumentaram em quase 80% em 5 anos.

Fig. 4: Preço: Novas Casas - Irlanda



Isso teve um efeito riqueza na economia que vinha em franca expansão (fig. 5).

Fig. 5: PIB Acum em 12 meses (Var %) - Irlanda



Porém, como podemos ver na fig. 4 essa elevação exagerada dos preços de casas era uma bolha que estourou no primeiro semestre de 2007. A essa altura, os bancos irlandeses estavam muito alavancados com empréstimos para compra de novas casas e

hipotecas. Assim como ocorreu com os Estados Unidos, no mesmo período, a queda inesperada no preço das casas provocou um descolamento entre o valor do empréstimo e o colateral desse empréstimo. Além disso, o estouro da bolha revelou que os próprios devedores estavam se alavancando, pagando uma hipoteca com outra. Porém, isso só é possível num contexto onde o preço das casas é crescente. No momento em que os preços começaram a cair essa alavancagem do devedor não era mais possível, aumentando muito o número de pessoas inadimplentes.

A conjunção desses fatores fez com que muitos bancos enfrentassem pesadas perdas em seus patrimônios. Inicialmente o governo da Irlanda afirmou que seria capaz de recapitalizar seu sistema bancário sozinho. Porém, a estimativa inicial da necessidade de dinheiro para essa recapitalização, cerca de €4 bi, se mostrou otimista demais e a Irlanda foi obrigada a procurar ajuda da comissão europeia para salvar seu setor bancário. No fim, foi dado um empréstimo de €85 bi à Irlanda que contou com a ajuda do FMI, Comissão Europeia, Inglaterra e o próprio tesouro da Irlanda.

Dessa forma, o governo da Irlanda recapitalizou os bancos, que estavam, na verdade, quebrados. Ao fazer isso, o governo estatizou muitos desses bancos, transformando o que era dívida privada em dívida pública, trazendo a relação dívida/PIB para cima a partir de 2007, como pode ser visto na fig. 2. Ao mesmo tempo, o setor bancário começou um processo de desalavancagem, desestimulando a demanda e revertendo a tendência recente de crescimento do PIB (fig. 5). Esse movimento também foi impulsionado por um travamento do sistema financeiro global, devido ao risco de contraparte que havia se elevado depois do estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos.

O aumento da dívida pública da Irlanda provocada pela recapitalização dos bancos somada ao desestímulo da demanda em consequência do processo de desalavancagem e do cenário externo eram muito prejudiciais à dinâmica da dívida/PIB. Assim, o mercado começou a desconfiar da capacidade de pagamento do governo da Irlanda. Isso se refletiu nos juros cobrados para ser credor da Irlanda, fazendo o *spread* entre o título de 10 anos da Irlanda contra o título de mesma maturidade alemão abrir a partir de meados de 2008, como pode ser visto na fig. 3.

Porém, para conseguir acesso ao empréstimo da *troika* a Irlanda adotou um programa para conter os gastos e controlar a trajetória de sua dívida/PIB. O programa completo pode ser achado no *Memorandum of Understanding* da Irlanda. Para os fins deste trabalho vamos destacar apenas alguns pontos do programa. A Irlanda se comprometeu a economizar €6 bi ao longo de 2011. Desse montante, €1,400 mi através de mudança de impostos como redução dos créditos sobre imposto de renda e redução das deduções permitidas sobre aposentadorias, porém somente €80 mi vêm de aumento direto de impostos. Reduções de gastos correntes contribuíram com um montante de €2,090 mi e outros €1,800 mi de redução de investimentos públicos. Vemos que no pacote irlandês as principais reduções de gastos foram feitas via redução dos gastos correntes.

O governo irlandês também se preocupou com a desalavancagem do setor bancário. Para isso criou o *Prudential Capital Assessment Review* (PCAR), programa desenhado para que os bancos mantenham 10,5% de capital de nível 1 e criou o *Prudential Liquidity Assessment Plan* (PLAR) para acompanhar a desalavancagem dos bancos de forma que ela pudesse ocorrer controladamente, evitando, assim, efeitos mais perversos sobre a demanda agregada.

A Irlanda implementou medidas de controle de renda reduzindo o salário mínimo em €1 por hora. O salário dos novos entrantes no serviço público foi reduzido em 10% e as aposentadorias começaram a ser baseadas na média de salários da carreira toda. Para estimular as pessoas a procurarem emprego e para ajudar na redução de gastos, o governo reduziu o valor do seguro desemprego e das políticas de bem estar social de forma geral. Além disso, outras medidas no sentido de favorecer a flexibilidade do mercado de trabalho foram tomadas. Conjuntamente a Irlanda buscou estimular a competitividade em setores protegidos e reduzir barreiras ao comércio externo.

Medidas para aumentar a *accountability* sobre o programa também foram tomadas como disponibilizar os resultados publicamente, comprometimento de que qualquer renda adicional não planejada seria alocada para reduzir o déficit, criação de um comitê independente para fiscalizar as medidas governamentais e foi aprovada uma espécie de lei de responsabilidade fiscal, agindo, assim, sobre as expectativas dos agentes de mercado. O governo também demonstrou preocupação e efetiva fiscalização com relação à dívida dos governos locais.

Tabela 2: Principais Números da Consolidação Irlandesa

	2000-2006	2007-2008	2009-2010	2011-2012
<i>Governo</i>				
Taxa Média de Crescimento:				
Consumo Público	5,4	2,5	-6,1	-5,3 ***
Investimento Público	16,5	40,4	-14,3	-19,8 *
Varição do Déficit (% PIB)	0,0	4,8	12,1	-
Varição da Receita com Impostos (% PIB)	1,4	-1,9	-2,1	0,6 ***
Dívida Pública (% PIB)	30,6	34,8	78,5	106,4 *
<i>Setor Privado</i>				
Taxa Média de Crescimento:				
Renda Disponível	10,2	-0,4	-15,8	-2,3 *
Consumo	40,8	1,2	-1,7	-4 ***
Investimento Privado	5,1	-0,8	-20,8	-7,3 **
Exportações	6,4	3,3	2,5	3,0 ***
PIB	4,5	-2,3	-2,2	2,2 ***

* Dados até 2011

*** Dados até 2º tri de 2012

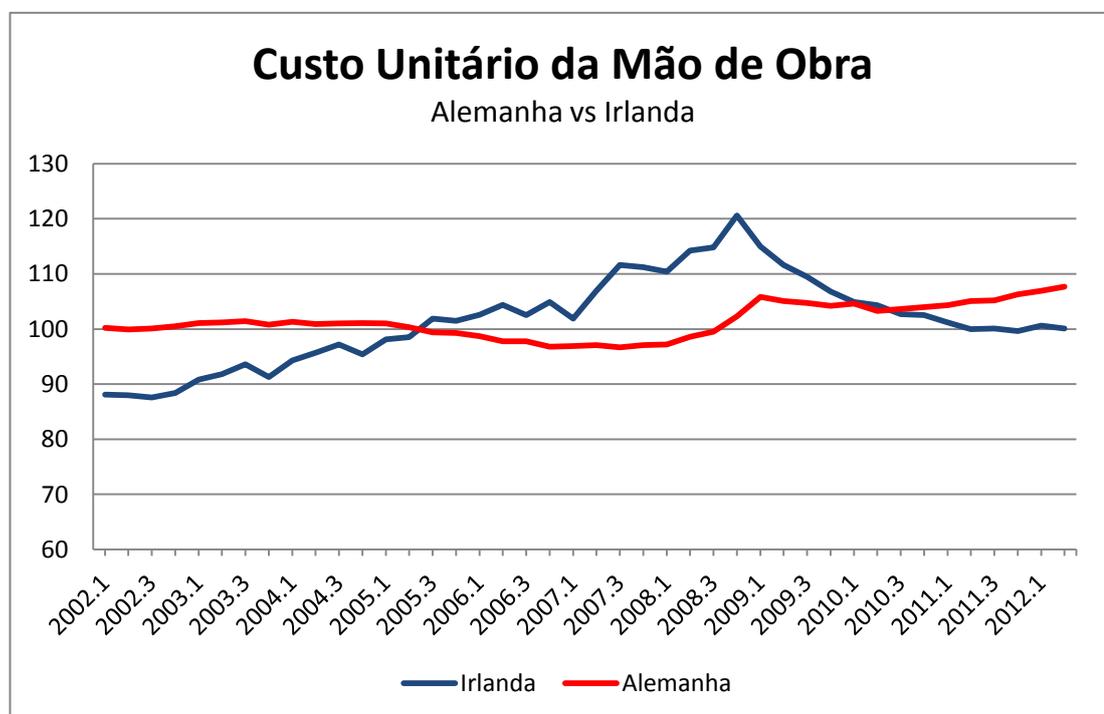
** Projeção para 2012

Na tabela 2 podemos ver os principais efeitos da crise e da reação do governo sobre a economia irlandesa. O ano de 2007 marca o início da crise na Irlanda, portanto, os números até 2006 nos oferecem um bom parâmetro de comparação. Vemos que o consumo público foi reduzido no primeiro impacto da crise, embora tenha mantido taxas positivas de crescimento. Entretanto, essa redução no consumo teve uma contrapartida nos investimentos públicos, que saltaram. Essa tendência desaparece a partir de 2009 quando tanto o consumo como o investimento apresentam taxas negativas de crescimento.

Apesar de o esforço fiscal parecer ainda não ter tido grande efeito sobre a dinâmica da dívida, nota-se uma resposta bastante positiva nos números de PIB que já reverteu a tendência de queda. Do lado do setor privado, vemos uma volta expressiva da renda disponível e do investimento privado, embora ainda apresentem taxas negativas de crescimento. A demanda interna continua deprimida, como demonstram os números de consumo. Porém, é importante destacar que as exportações sempre contribuíram positivamente para o desempenho da economia irlandesa.

Outra forma de analisar o desempenho do programa de ajuste fiscal da Irlanda é através das notas para imprensa da missão do FMI no país feita a cada 6 meses. Analisando essas notas vemos que a Irlanda se manteve comprometida com suas metas durante todo o programa e que as medidas tomadas, tanto estruturais como não estruturais, tiveram o efeito de promover a competitividade e o crescimento. Em alguns momentos até surpreendendo positivamente as estimativas da comissão. Evidência dessa melhora da competitividade também pode ser encontrada comparando-se o custo unitário da mão de obra na Irlanda e na Alemanha conforme a fig. 6.

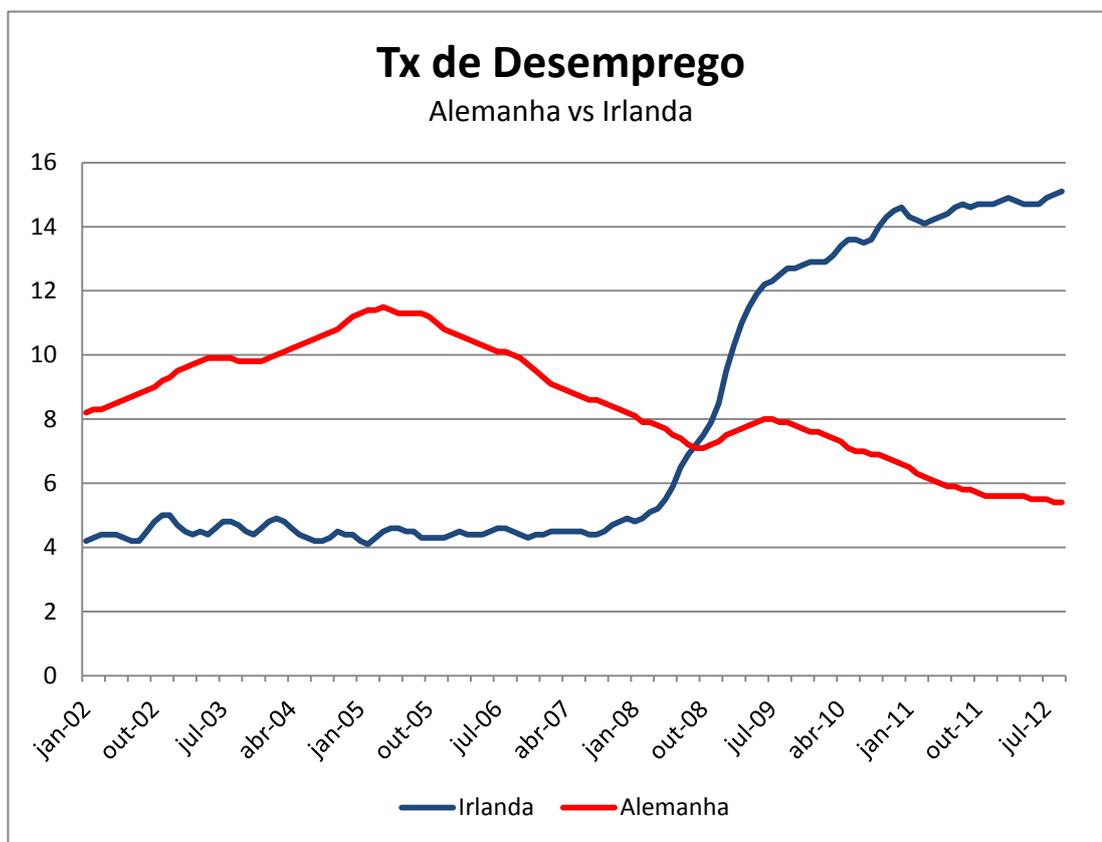
Fig. 6: Custo Unitário da Mão de Obra - Irlanda vs. Alemanha



Fonte: EUROSTAT

Embora muito da dinâmica do custo unitário da mão de obra provavelmente pode ser explicado pelo desemprego no período, como pode ser observado na fig. 7.

Fig. 7: Taxa de Desemprego – Irlanda vs. Alemanha



Fonte: EUROSTAT

Observa-se que a taxa de desemprego na Irlanda foi mais baixa que na Alemanha desde 2002 até meados de 2008, período coincidente com a elevação do custo unitário da mão de obra. Somente no início de 2009 o custo da mão de obra começa a cair na Irlanda, momento em que a taxa de desemprego já estava subindo e maior que na Alemanha. Essa tendência foi amortecida em julho de 2009, porém a taxa de desemprego se manteve subindo.

Ao estudar o caso de consolidação da Irlanda vemos que ela obteve sucesso em afastar as preocupações do mercado com sua capacidade de pagamento da dívida, conforme pode ser observado pelo comportamento dos spreads na fig. 3 que, embora ainda não estejam nos níveis pré crise, tão pouco são ameaça para a rolagem da dívida. Da mesma forma, as projeções para a dívida como relação do PIB parecem estáveis e o país voltou a crescer (fig. 5), apesar de ainda apresentar altas taxas de desemprego (fig. 7). Ao que parece, a Irlanda está no meio de uma recuperação ainda em andamento.

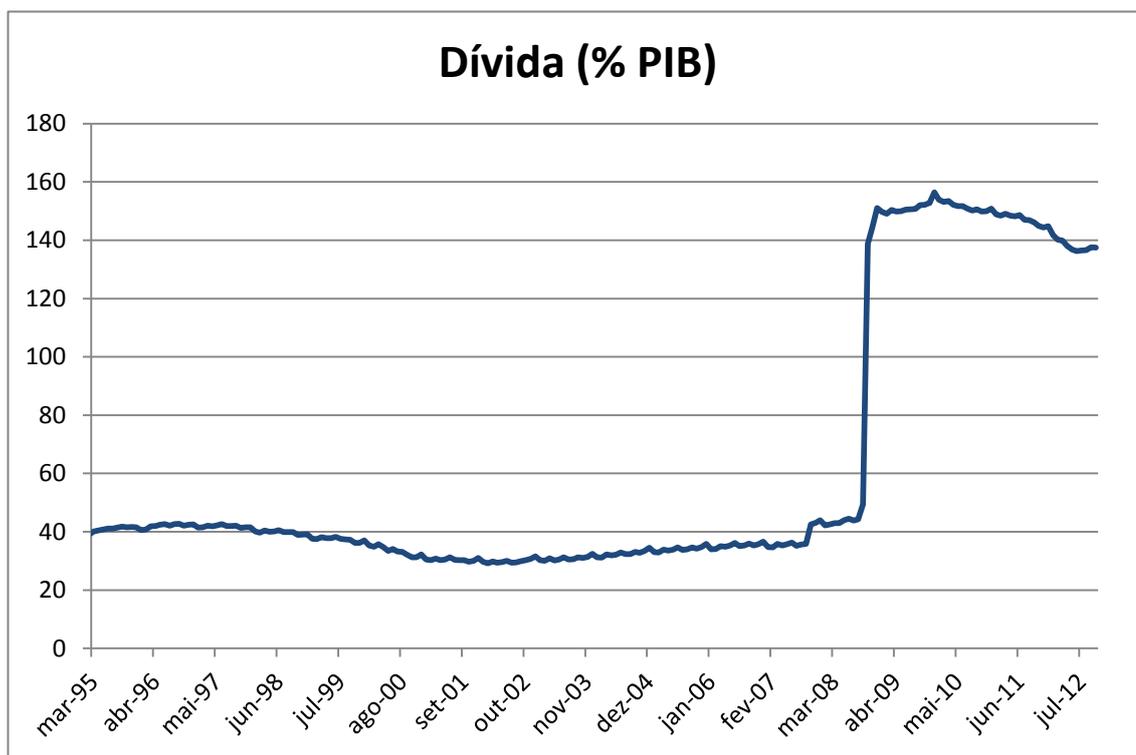
Acho que o caso do ajuste da Irlanda é um caso de ajuste de sucesso, pois o país conseguiu afastar os temores do mercado em relação à sua capacidade de pagamento ao mesmo tempo em que promoveu crescimento. Vendo seu ajuste considero dois pontos muito relevantes para explicar seu sucesso: (1) seu ajuste foi feito muito pautado pela redução dos gastos do governo; (2) o setor externo contribuiu positivamente durante todo o período de ajuste, isto é, suas exportações sempre apresentaram taxas positivas de crescimento.

3.2 Inglaterra

A Inglaterra é um país cujo coração de sua economia encontra-se no mercado financeiro. Assim sendo, a crise dos *sub prime* nos Estados Unidos teve consequências diretas para a economia inglesa. A partir de 2007, quando o problema das hipotecas americanas veio a público, o mercado interbancário mundial secou devido à uma crise de confiança, os bancos não sabiam mais para quem poderiam emprestar sem o risco de não serem pagos. Isso representou grande risco para qualquer banco, mas para a Inglaterra era um risco ainda maior dada a relevância do setor financeiro em sua economia.

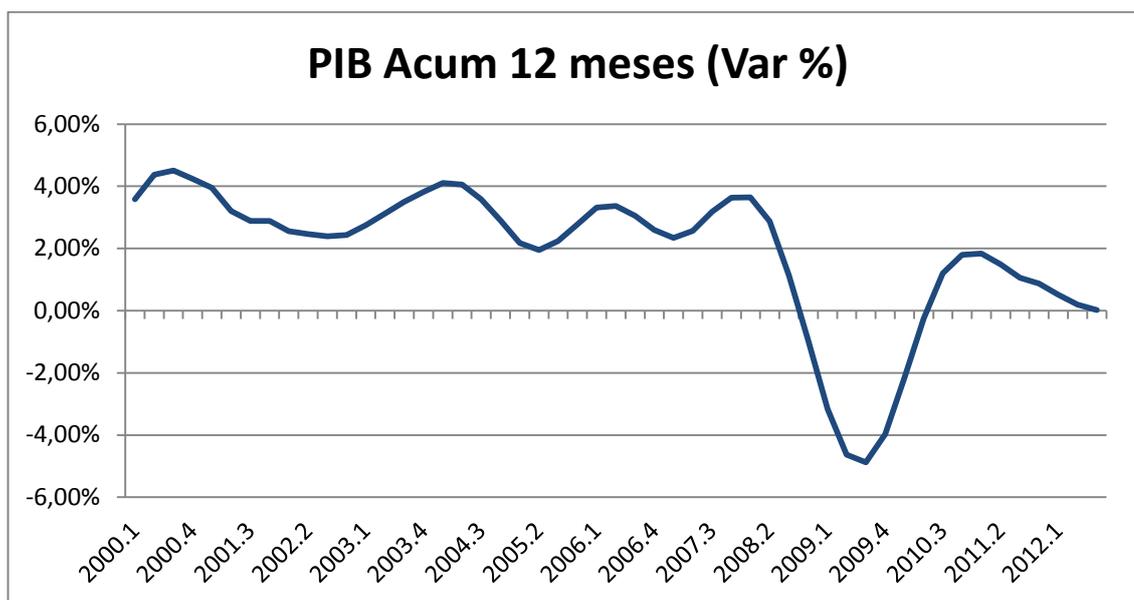
No caso específico no banco inglês Northern Rock havia um problema adicional que era sua grande e direta exposição às hipotecas *sub prime* americanas. O Northern Rock é o 5º maior banco especializado em hipotecas da Inglaterra. A soma desses dois fatores já mencionados fez o banco entrar em falência em Setembro de 2007. A responsabilidade sobre o setor bancário na Inglaterra era tripartite: a *Financial Services Authority* (FSA) era responsável pela fiscalização do sistema, o Banco Central era o responsável por ser o emprestador de última instância e o Tesouro inglês era o responsável pelo dinheiro necessário em caso de socorro bancário.

Porém, quando o Northern Rock precisou de um *bailout* ocorreu uma disputa burocrática. Não se sabia se o FSA era o responsável por não ter fiscalizado corretamente as atividades daquele banco e, portanto, se o Banco Central deveria dar o dinheiro necessário. Ao mesmo tempo o tesouro inglês não sabia se autorizava tal pagamento. Em meio a essa disputa as pessoas entraram em pânico e uma corrida bancária ocorreu no Northern Rock. Essa corrida se alastrou para outros bancos, embora com menos intensidade, e o medo só foi reduzido quando, no fim de 2007, o Banco Central inglês finalmente comprou o banco, estatizando-o. Esse movimento pode ser identificado na fig. 8, no primeiro e pequeno salto da dívida inglesa.

Fig. 8: Dívida (% PIB) - Inglaterra

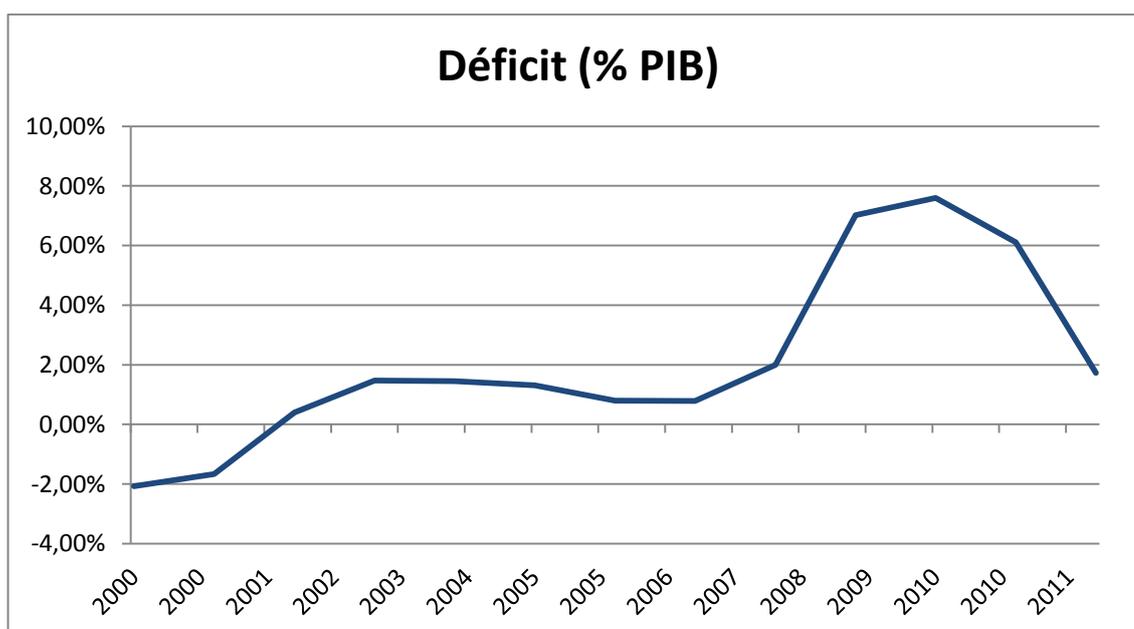
O segundo salto ocorreu em Agosto de 2008 quando o Lehman Brothers quebrou. Novamente a exposição do sistema bancário inglês ao mercado americano em conjunto com o travamento do sistema interbancário global fez com que muitos bancos quebrassem na Inglaterra. O Banco Central inglês entrou em ação estatizando diversas instituições e a alavancagem do setor privado se transformou em dívida pública.

Fig. 9: PIB Acum 12 meses (Var %) - Inglaterra



Como podemos ver na fig. 9, a partir de 2008 a economia inglesa começou a entrar em uma recessão. Assim, o governo adotou medidas fiscais expansionistas piorando a situação fiscal do país. Essa situação também pode ser observada nos dados de déficit fiscal (fig. 10).

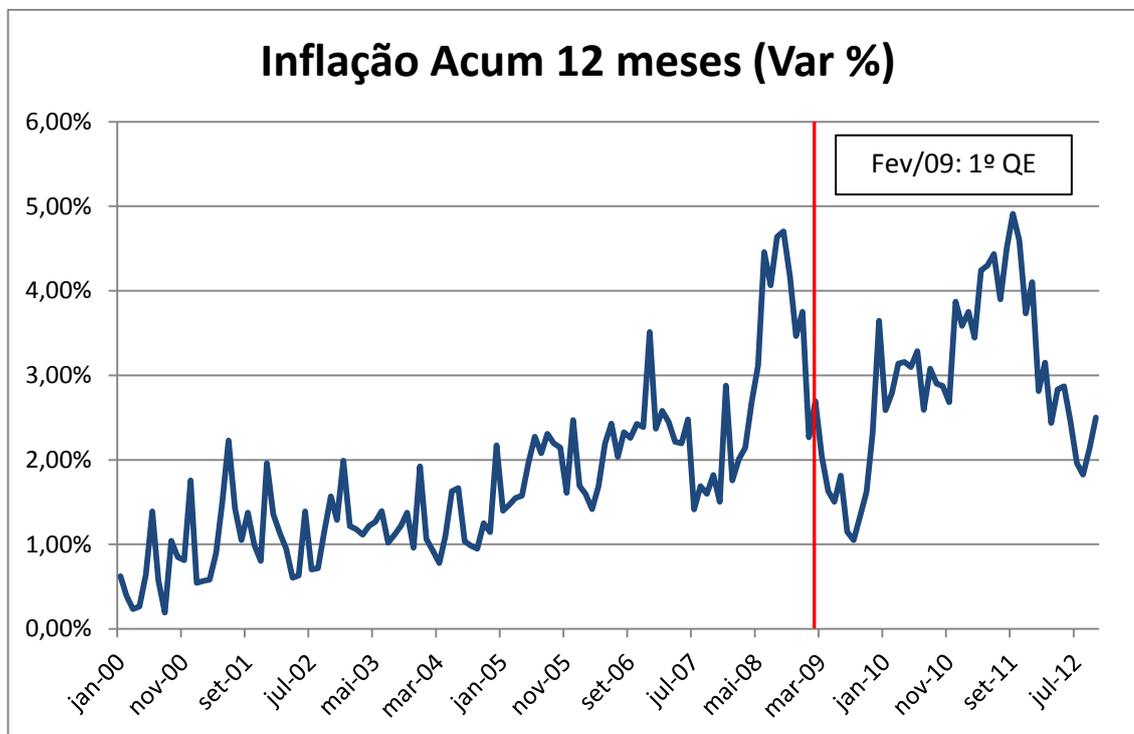
Fig. 10: Déficit (% PIB) - Inglaterra



Porém, essas medidas não surtiram muito efeito sobre o crescimento da economia. Assim, em Fevereiro de 2009, como a inflação acumulada em 12 meses se encontrava

em trajetória de queda (fig. 11), foi iniciada a política monetária conhecida como *Quantitative Easing* (QE).

Fig. 11: Inflação Acum 12 meses (Var %) - Inglaterra



A Inglaterra foi um dos primeiros países a adotar o QE. Essa política parece ter tido efeito de reduzir a taxa de juros real (fig. 12). Isso, provavelmente, foi consequência de elevação das expectativas de inflação, já que o juros real manteve sua trajetória de queda mesmo quando a taxa de juros nominal chegou a zero e não podia mais cair (fig.13). Vemos que essa política trouxe certo crescimento do PIB, que atingiu seu ponto mais baixo no 4º tri. de 2009, porém gerou muita inflação também, atingindo cerca de 5% em Setembro de 2011 (fig. 11). Ao mesmo tempo, o crescimento da economia não parece ter se sustentado por muito tempo, revertendo sua trajetória de elevação no 4º tri. de 2010. Vemos pela fig.10 que o déficit, como proporção do PIB, não foi revertido e, portanto, a dívida pública (fig. 8) não diminuiu.

Fig. 11: Taxa de Juros Real - Inglaterra

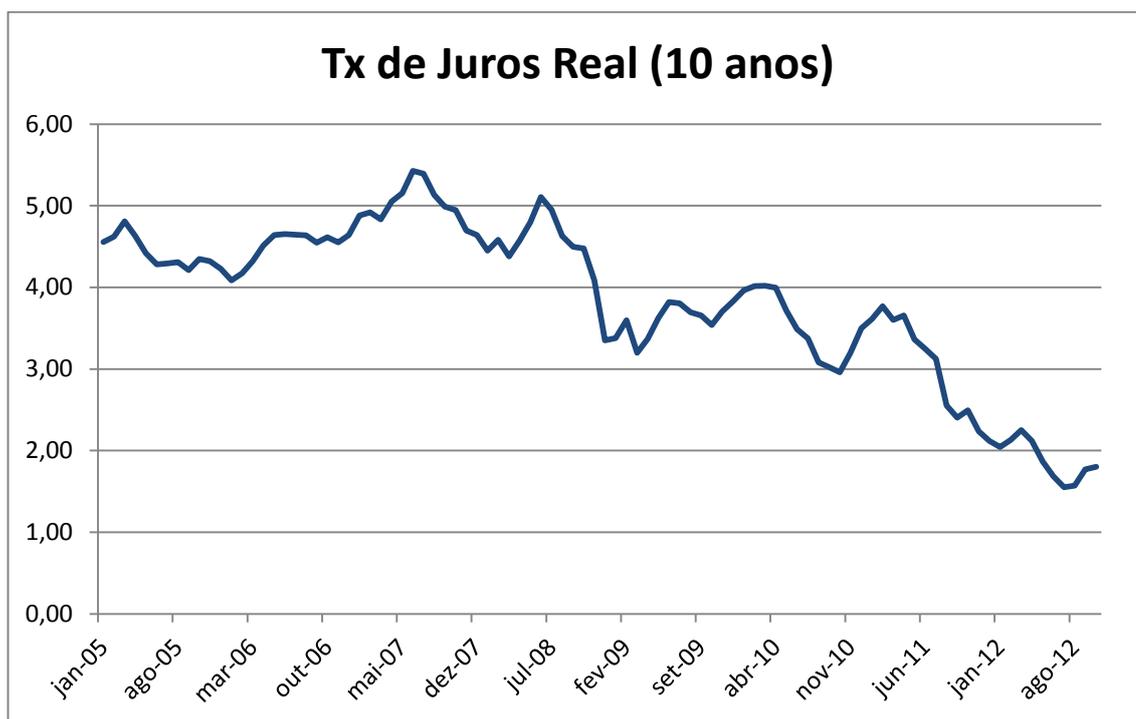
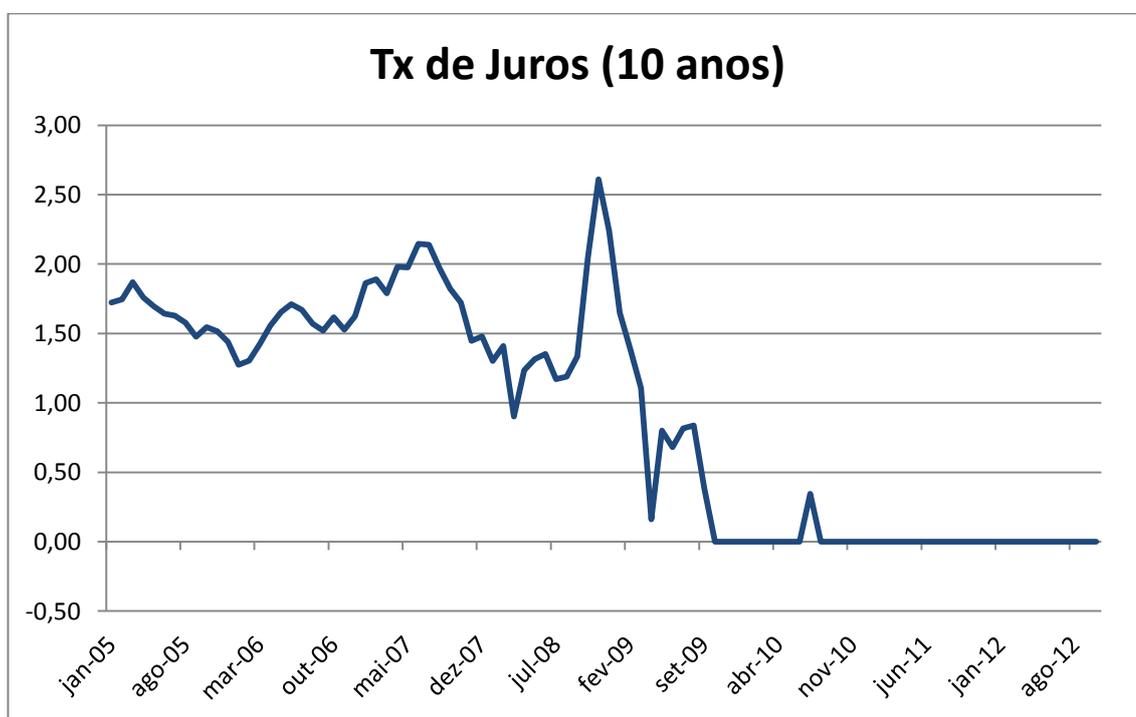


Fig. 12: Taxa de Juros Nominal - Inglaterra



É nesse contexto que emerge das eleições de Maio de 2010 uma coalizão entre liberais e conservadores. Essa foi a primeira vez na história da Inglaterra que uma coalizão desse tipo assume o poder. Já em Junho de 2010, George Osborn, o ministro do Tesouro inglês, anuncia grandes cortes no orçamento em um esforço de reduzir a razão

dívida sobre PIB. Foi anunciada uma redução de £30 bi, sendo £11 bi em *welfare*, £3 bi em congelamento de salários do setor público, £6 bi com ganhos de eficiência e £10 bi em redução de pagamento de juros sobre a dívida se comparado com o que deveria ser pago caso não houvesse nenhuma consolidação⁵. Outros £53 bi de cortes até 2015 foram programados no *Spending Review* de Outubro de 2010. Os cortes foram feitos de forma a não atingir o serviço público de saúde, minimizar o impacto nas escolas e não alterar os gastos com ajuda para o exterior.

No mesmo *Spending Review* consta um quadro com os cortes ao longo dos anos até 2015 e qual a redução real. Vale destacar as seguintes medidas: (1) corte de 51% nas transferências para comunidades; (2) redução de 47% no gasto com o setor judiciário; (3) 33% de redução para o tesouro; (4) 33% de crescimento dos gastos com desenvolvimento externo. Além disso, é importante destacar que o ajuste total pretendido, de £81 bi, seria distribuído entre corte de gastos e aumento de impostos de forma que $\frac{3}{4}$ viesse de redução de gastos e $\frac{1}{4}$ do aumento de impostos. Isso está em linha com o que prega a literatura, segundo a qual um ajuste via corte de gastos tem efeitos mais expansionistas, ou menos contracionistas, sobre a economia do que um ajuste via aumento da carga tributária.

A tabela 3 abaixo resume os principais números da economia como consequência da crise e da reação do governo à mesma.

⁵ Dados retirados do *Spending Review* do *HM Treasury* de Outubro de 2010.

Tabela 3: Principais Números da Consolidação Inglesa

	2000-2006	2007-2008	2009-2010	2011-2012
<i>Governo</i>				
Taxa Média de Crescimento:				
Consumo Público	3,0	1,1	0,6	0,8 ***
Investimento Público	16,3	14,3	8,6	-13,5 ***
Variação do Déficit (% PIB)	0,5	0,6	2,8	-2,9 ***
Variação da Receita com Impostos (% PIB)	0,5	0,4	-0,2	0,8 **
Dívida Pública (% PIB)	33,4	97,5	153,6	141,15 ***
<i>Setor Privado</i>				
Taxa Média de Crescimento:				
Renda Disponível	3,0	0,5	1,1	-0,9 ***
Consumo	3,4	0,6	-0,9	-0,7 ***
Investimento Privado	1,4	5,3	-7,4	4,1 ***
Exportações	6,1	-0,6	-0,9	2,8 ***
PIB	3,1	1,3	-1,1	0,4 ***

* Dados até 2011

*** Dados até 2º tri de 2012

** Projeção para 2012

Podemos ver que grande parte do ajuste foi feito via investimentos e embora o consumo público esteja crescendo a ritmos menores sua taxa de crescimento ainda é positiva. O ajuste parece ter tido algum efeito sobre o déficit público que se reduziu em 2012, apesar de o país ainda ser deficitário (fig. 10). Verificamos também que não houve aumento significativo de impostos, já que a receita não apresentou variação significativa. A renda disponível e o consumo caíram, indicando que a demanda da economia está desaquecida, porém o investimento privado se recuperou bem após forte queda em 2009-2010. Isso é muito positivo, pois, de acordo com a literatura, o investimento privado tem grande importância para a recuperação da economia após um ajuste. Uma diferença significativa em relação ao ajuste da Irlanda é que a exportação contribuiu negativamente de 2007 até 2010, embora apresente alguma recuperação a partir de 2011. Talvez isso explique a nova queda do PIB (fig. 12) que parece configurar um *double dip*.

O ajuste inglês é bem mais recente que o ajuste da Irlanda, portanto, os efeitos do mesmo são ainda menos conclusivos que os efeitos que pudemos ver no caso irlandês. Porém, a Inglaterra parece ter ido pelo caminho mais correto, escolhendo um mix de aumento de impostos e redução de gastos assimétricos para o lado do corte de gastos. O

que eu acredito que será um grande obstáculo para a recuperação inglesa será a fraqueza do seu setor externo. As exportações estão em queda, logo a demanda interna fraca não está sendo substituída pela demanda externa. Uma possível explicação para isso talvez seja a própria estrutura da economia inglesa que, como dito no início dessa seção, é muito pautada no seu setor financeiro.

3. Conclusão

O caso irlandês parece ser um caso de ajuste de sucesso. A Irlanda seguiu aquilo que a literatura prega como a melhor forma de promover ajuste e crescimento, ou pelo menos uma contração menor, cortou gastos, adotou medidas de controle da renda e não tentou aumentar suas receitas via grande aumento de impostos. Isso parece ter tido grande efeito nas expectativas dos agentes sobre a sustentabilidade de sua dívida, pois as taxas de juros continuam controladas apesar de a dívida pública continuar alta.

Já a Inglaterra fez um ajuste que não parece ter sido capaz de gerar crescimento, apesar de ser muito mais recente e os efeitos terem um *lag* no tempo. A principal diferença entre os dois ajustes vem do comportamento das exportações, contribuindo positivamente durante todo o ciclo de ajuste da Irlanda ao passo que na Inglaterra, durante muito tempo, o setor externo contribui negativamente, mesmo com o câmbio sendo fixo na Irlanda e flutuante na Inglaterra. Isso pode ter causas estruturais nas próprias economias. Como vimos o comércio externo sempre foi uma força da economia irlandesa, enquanto a economia inglesa gira mais em torno de seu setor financeiro. Porém, esse é certamente um ponto que merece mais atenção dada a vantagem inglesa do câmbio flutuante.

Observando o caso de ajuste da Irlanda conjuntamente com a literatura a esse respeito acredito que a melhor solução para um país que se encontra em uma situação onde o mercado não acredita na sua capacidade de pagamento seja um ajuste fiscal. Acredito que seja possível fazer um ajuste que promova crescimento desde que o mix entre redução de gastos e aumento de impostos seja assimétrico para o lado do corte de gastos. Além disso, o corte deve se concentrar em transferências de renda para a população e despesas de custeio. Ainda é importante que o ajuste seja vigoroso e crível, ou seja, que o país faça o ajuste e permita que ele seja fiscalizado, bem como seus resultados possam ser acompanhados por todos.

Referências

Alesina, A., A. Prati e G. Tabellini (1990). “Public Confidence and Debt Management: a Model and a Case Study of Italy”, em R. Dornbusch e M. Draghi (eds.), *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge: Cambridge University Press.

Alesina, Alberto F. e S. Ardagna (2010). “Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending”. *NBER working paper* n° 15438.

Calvo, G. (1988). “Servicing the Public Debt: the Role of Expectations”, *American Economic Review*, Vol. 78, No. 4, September.

ECB: Timeline of the financial crisis. Disponível em: <http://www.ecb.int/ecb/html/crisis.en.html>. Acessado em: 17/09/2012.

ECB: Pacto do Euro. Disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/119810.pdf. Acessado em: 18/09/2012.

FMI (2010). *World Economic Outlook*, Outubro de 2010, Capítulo 3.

G20: Leaders Summit. Disponível em: http://www.ecb.int/ecb/shared/pdf/crisis/111104_g20_declaration_en.pdf. Acessado em: 18/09/2012

Giavazzi, Francesco e Marco Pagano (1990). “Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries”, *NBER working paper* n° 3372.

Gonçalves, Carlos Eduardo, Bernardo Guimaraes (2012). “Fiscal adjustment under the risk of sovereign default”.

Ireland Memorandum of Understanding. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/loi/2010/irl/120310.pdf>. Acessado em: 11/12/2012.

Perotti, Roberto (2011). “The ‘Austerity Myth’: Gain Without Pain?”, *NBER working paper* n° 17571.