

Os Saldos Orçamentais

J. Albano Santos*

Resumo

O texto passa em revista os principais saldos vulgarmente utilizados como indicadores de síntese da política orçamental. Perante o carácter multifacetado das incidências que o orçamento tem na economia, reconhece-se, desde logo, que é impossível encerrar todas elas num único número — daí que se proceda, correntemente ao apuramento de vários saldos orçamentais. Assim, para cada um deles, o texto estabelece uma análise metodológica onde se aborda o alcance do respetivo conceito, o seu significado e as insuficiências que o caracterizam.

Palavras-chave: *Política orçamental, saldo corrente, saldo global, saldo operacional, saldo primário, saldo estrutural.*

JEL Classification: C22, E24, E31, J64

GABINETE DE PLANEAMENTO, ESTRATÉGIA, AVALIAÇÃO E
 RELAÇÕES INTERNACIONAIS
 MINISTÉRIO DAS FINANÇAS
 Av. Infante D. Henrique, 1C - 1º
 1100 - 278 LISBOA
www.gpeari.min-financas.pt

* As opiniões expressas no artigo são da responsabilidade do autor podendo não coincidir com as da instituição. Todos os erros e omissões são da responsabilidade do autor.

a. Introdução

Os saldos orçamentais estão entre os indicadores económicos mais utilizados para avaliar o impacto do orçamento na economia. Na base deste facto está a circunstância de as receitas e as despesas orçamentais se inscreverem na densa teia de fluxos económico-financeiros que se estabelecem no seio da atividade produtiva desenvolvida num país e, desse modo, contribuírem para a definição das grandezas macroeconómicas. É, aliás, fácil descortinar esta realidade partindo da conhecida identidade básica que estabelece a seguinte relação:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad [1]$$

onde Y representa o PIB (valor global das vendas de bens e serviços de uso final produzidos num determinado ano), C e I a parte desse conjunto de bens e serviços destinada ao consumo e ao investimento privados, G as despesas públicas com a aquisição desses bens e serviços e $(X - M)$ as exportações líquidas. Desde logo, esta equação torna evidente que a influência exercida pelo orçamento na utilização dos recursos económicos é multifacetada, visto que, para além de controlar diretamente o valor de G , tem inequívocos efeitos na dimensão de C , de I e de $(X - M)$.

Atendendo, por outro lado, a que: [**a**] sempre que é produzido cada um dos bens e serviços incluídos no PIB, alguém recebe o rendimento correspondente, pelo que o valor de Y representa, também, a soma dos rendimentos atribuídos aos fatores de produção; e [**b**] os beneficiários destes rendimentos só lhes podem dar um de três destinos alternativos — o consumo (C), a poupança (S) ou o pagamento de impostos líquidos (T)¹, — o valor total da produção pode ser encarado na perspetiva dos rendimentos correspondentes, dando lugar à seguinte identidade:

$$Y = C + S + T \quad [2]$$

Das identidades [1] e [2] resulta, entretanto, uma terceira que, mantendo os símbolos utilizados, se pode escrever do seguinte modo:

$$(T - G) = (X - M) - (S - I) \quad [3]$$

¹ Isto é, o total dos impostos pagos diminuído das transferências entretanto recebidas do Estado.

A expressão [3] mostra que existe uma clara interdependência entre o saldo orçamental ($T-G$), o saldo do sector privado, medido pela diferença entre a poupança e o investimento que aí se registam ($S-I$) e o saldo do exterior ($X-M$), apurado através da balança de pagamentos². Essa correlação leva a que, por exemplo, admitindo que no sector privado as famílias e as empresas mantêm uma situação de equilíbrio entre a poupança e o investimento, um défice orçamental tenha por contrapartida, necessariamente, num défice externo de igual montante.

Acresce que, como já foi realçado, a incidência do orçamento na economia assume formas diversificadas. Para se avaliar o alcance do fenómeno, retome-se o exemplo de um aumento do défice orçamental — as suas repercussões não se circunscrevem à esfera financeira, dado que representa uma exigência adicional sobre a oferta de bens e serviços que, para ser satisfeita, vai implicar, isolada ou conjuntamente, alterações em três eixos: (i) um aumento da produção, (ii) um acréscimo das importações ou (iii) uma subida das taxas de juro e da inflação.

Perante o carácter multidimensional desta cadeia de consequências³, torna-se claro que é impossível delimitar um número capaz de, por si só, refletir a ampla variedade dos efeitos do orçamento na economia — realidade que já levou à mordaz afirmação de que o saldo orçamental é «um número à procura de um conceito»⁴. Com segurança, pode-se dizer que «não existe algo como o saldo orçamental, mas sim uma série de medidas alternativas, cada uma delas com as suas vantagens e

desvantagens»⁵. Na verdade, a busca de uma fórmula única e universalmente aplicável que seja a medida perfeita do saldo orçamental será um exercício fútil⁶: a maneira “correta” de medir esta grandeza depende do objetivo que se tiver em vista.

Ora, os efeitos do orçamento que são mais vulgarmente analisados na generalidade dos países prendem-se com a necessidade de avaliar a pressão que as verbas que ele movimenta exercem *diretamente* no conjunto dos recursos económicos, sobretudo em dois aspetos essenciais: a contribuição do Sector Público para a poupança nacional e para a procura agregada. O primeiro caso leva ao cálculo usual do *saldo corrente*; o segundo justifica a medição do *Saldo Global* (porventura o valor mais divulgado) e das suas variantes destinadas a responder a tópicos específicos — o *saldo operacional*, o *saldo primário* e o *saldo estrutural*. Interessa, pois, proceder a uma breve análise destes indicadores.

b. O saldo corrente

Este saldo obtém-se, simplesmente, pela diferença entre as Receitas Correntes e as Despesas Correntes do Sector das Administrações Públicas (SAP)⁷ e tem como objetivo principal a avaliação do volume de poupança nele gerado⁸. Está-se, pois, perante um conceito que permite analisar a capacidade do SAP para, não só financiar as suas despesas de funcionamento corrente, como ainda libertar uma poupança capaz de custear, no todo ou em

² O “exterior” traduz o conceito de *Resto do Mundo* (RM), cuja conta abrange as operações entre unidades institucionais residentes e não-residentes. Apesar de não constituir, propriamente, um sector institucional, desempenha um papel semelhante na estrutura contabilística. A respetiva conta é estabelecida do ponto de vista do RM, quer dizer: um recurso para o RM é um emprego para o total da economia e vice-versa, assim como um ativo financeiro detido pelo RM é uma responsabilidade para o total da economia e vice-versa — cf. *SEC 2010*, 8.65; 8.67; do mesmo modo, um saldo contabilístico positivo significa um excedente do RM e um défice do país e vice-versa se for negativo.

³ Para uma análise circunstanciada, veja-se BOSKIN, M. (1987) ou CEBULA, R. (1987).

⁴ Cf. KOTLIKOFF, L. (1992). Aliás, noutra sede, o Autor não hesita em afirmar que «qualquer definição de “défice” é intrinsecamente arbitrária», uma vez que assenta sempre em convenções contabilísticas sem um significado profundo — cf. AUERBACH, A.; KOTLIKOFF, L. (1987).

⁵ Cf. Mario Blejer e Adrienne Cheasty, *Measuring the Fiscal Deficit*, in BLEJER, M.; CHEASTY, A. — Eds. (1993).

⁶ Cf. BLEJER, M.; CHEASTY, A. (1991). Esta realidade leva Vito Tanzi a afirmar, com algum humor, que «o défice pode ser como um elefante: reconhece-se sempre quando se vê, ainda que possa ser difícil de medir ou de descrever de modo satisfatório para toda a gente e para todos os fins» — cf. *Fiscal Deficit Measurement. Basic Issues*, in BLEJER, M.; CHEASTY, A. — Eds. (1993).

⁷ Claro que o saldo corrente, como os demais, tanto pode ser calculado para o SAP como para os respetivos subsectores ou, até, para qualquer das unidades institucionais neles enquadradas. Aqui, por comodidade de linguagem reportamos apenas ao saldo do SAP.

⁸ Relembre-se que, de acordo com o *SNA 2008*, as contas correntes tratam da produção, da formação, da distribuição e da utilização do rendimento. Neste contexto, a poupança é o saldo da conta de utilização do rendimento disponível e representa a parte do rendimento gerado na produção (interna ou externa ao país em causa) que não é utilizada para consumo final (cf. 2.83). Trata-se, pois, de uma grandeza residual que não é medida diretamente, mas pelas utilizações que dela se fazem.

parte, o investimento realizado neste sector⁹. Do ponto de vista económico, o saldo corrente assume uma importância particular, dado o papel decisivo que a poupança tem no desenvolvimento de uma economia¹⁰.

Ora, o valor da poupança traduz a alteração do património líquido de um agente económico (normalmente medida pela variação líquida do valor dos seus ativos e passivos no decurso de um período financeiro). Deste modo, o cálculo da poupança remeter-nos-ia, intuitivamente, para o saldo das contas de capital — porém, «um orçamento de capital, nos moldes em que é usado pelo Estado, não é, principalmente, um mecanismo para registar e medir variações nos ativos». De facto, «os ativos líquidos do Estado não se alteram quando os empréstimos são aplicados na compra de bens de capital, uma vez que a responsabilidade pela dívida adicional é compensada por estes ativos, deixando intacto o “património líquido” do Estado. O ativo líquido altera-se (diminui) quando as despesas excedem as receitas na conta corrente»¹¹.

Assim, na prática, é habitual recorrer-se ao saldo corrente das Administrações Públicas para apuramento da alteração do respetivo património líquido. De realçar que, com este procedimento — e abstraindo das eventuais variações dos saldos de caixa¹² — obtém-se um valor absoluto idêntico àquele que seria proporcionado pelo correspondente saldo de capital¹³. Convém, aliás, ter presente que essa igualdade resulta, necessariamente, do pressuposto que subjaz à construção das contas públicas, segundo o qual «em qualquer período o total dos pagamentos públicos tem que ser igual ao total dos financiamentos de todas as fontes, incluindo empréstimos e criação de moeda»¹⁴, como mostra o quadro seguinte¹⁵:

¹² Na realidade, essas variações ocorrem, mas a sua expressão relativa é tendencialmente insignificante.

¹³ Tenha-se presente que, por definição, as receitas correntes procedem do rendimento do período em causa. Assim, se admitirmos que os impostos (e as outras receitas correntes) são sempre pagos com rendimento que, de outro modo, seria canalizado para o consumo, teremos que o valor das receitas correntes das AP é subtraído ao consumo dos particulares. Por outro lado, visto que, também por definição, as despesas correntes das AP são despesas de consumo, infere-se que, se houver equilíbrio do orçamento corrente, o consumo público corresponde à redução do consumo privado, isto é, a atividade financeira das AP não afeta o nível de consumo do conjunto da Economia — e, conseqüentemente, não afeta o nível de poupança, uma vez que o rendimento disponível só tem duas aplicações alternativas: o consumo e a poupança. Desta maneira, o equilíbrio do orçamento corrente tem por contraponto o equilíbrio do orçamento de capital, isto é, o equilíbrio entre as receitas que provêm da poupança e as despesas que se concretizam em poupança ou em investimento. Mesmo quando não existe esse equilíbrio, subsiste a igualdade entre os valores absolutos dos saldos dos dois orçamentos. O Prof. Teixeira Ribeiro apresenta um exemplo numérico desta igualdade e esclarece que «o défice do orçamento de capital iguala, e tem de igualar, o superáve do orçamento corrente. Na verdade, as despesas são cobertas ou com receitas correntes ou com receitas de capital. Por conseguinte, as despesas de capital que não forem cobertas com receitas de capital (défice do orçamento de capital) têm de o ser com receitas correntes que não cubram despesas correntes (superáve do orçamento corrente). Do mesmo modo, o défice do orçamento corrente iguala o superáve do orçamento de capital» — cf. RIBEIRO, J. Teixeira (1995).

¹⁴ Cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992).

¹⁵ Adaptado de CHELLIAH, R. (1973). Para facilidade de exposição, dão-se aqui por equivalentes os termos “despesa” e “pagamento”, bem como “receita” e “recebimento”.

⁹ Sem prejuízo de, numa perspetiva keynesiana, a constituição de uma poupança pode ser um meio de o governo deflacionar a economia.

¹⁰ Em termos nacionais, a poupança já foi considerada como «uma provisão para o futuro» — cf. EISNER, R. (1994).

¹¹ Cf. BURKHEAD, J. (1956). O Autor realça, aliás, que «não é possível formular uma regra precisa para identificação das despesas de capital», pelo que «qualquer categoria classificada como “despesa de capital” fica vinculada a ser uma categoria extremamente arbitrária» (*ibidem*).

Quadro 1 – Análise das receitas e das despesas das Administrações Públicas

DESPESAS	RECEITAS
A. Despesas Correntes ^(a) A ₁ Aquisição de Bens e Serviços A ₂ Remunerações do Pessoal A ₃ Juros da Dívida Pública A ₄ Transferências A ₅ Outras	B. Receitas Correntes ^(c) B ₁ Impostos Diretos B ₂ Impostos Indiretos B ₃ Contribuições para a Segurança Social B ₄ Receitas Patrimoniais B ₅ Outras
C. Despesas de Capital ^(b) C ₁ Aquisição Líquida de Ativos Reais C ₂ Aquisição Líquida de Ativos Financeiros C ₃ Empréstimos Concedidos Líquido de Reembolsos C ₄ Outras	D. Receitas de Capital ^(d) D ₁ Venda Líquida de Ativos Reais D ₂ Venda Líquida de Ativos Financeiros D ₃ Empréstimos Contraídos Líquido de Amortizações D ₄ Outras
E. Aumento do Saldo de Caixa	F. Diminuição do Saldo de Caixa
TOTAL (A+C+E) = TOTAL (B+D+F)	

(a) Abrange as despesas que o Estado faz em bens consumíveis durante o período financeiro (v.g., água, luz) ou que se vão traduzir na compra de bens consumíveis (v.g., salários, pensões) – cf. RIBEIRO, J. Teixeira (1995). Trata-se de despesas que, de um modo geral, geram utilidades que se esgotam no período orçamental em que são feitas.

(b) São as que o Estado faz em bens duradouros (v.g., edifícios, estradas) ou que contribuem para a formação de aforro (v.g., compra de uma participação no capital de uma empresa) – ibidem. Trata-se de despesas que, de um modo geral, geram utilidades que perduram para além do período orçamental em que são feitas.

(c) São receitas que provêm do rendimento do período orçamental em que são obtidas (considera-se que tanto os compradores de bens produzidos pelo Sector Público como os contribuintes satisfazem os correspondentes pagamentos com aquele rendimento) – ibidem.

(d) São receitas que provêm do aforro (considera-se que quem compra ativos das Administrações Públicas ou lhes concede empréstimos o faz com dinheiro aforrado (ibidem).

Perante este quadro — construído de modo a reproduzir, de forma simples, a lógica que subjaz às contas públicas (que, aliás, na sua essência, não se distinguem da contabilidade de qualquer agente económico) — torna-se evidente que, uma vez aceite o referido pressuposto, passa a vigorar uma aritmética incontornável que faz com que, por definição, se estabeleça a igualdade entre os totais das receitas e das despesas, isto é:

$$(A+C+E) = (B+D+F).$$

Nestas condições, o valor absoluto do saldo corrente ($B-A$) é precisamente igual à soma da variação líquida dos ativos e passivos do Sector das Administrações Públicas [dada pela diferença ($C-D$)] corrigida pela variação líquida dos saldos de caixa [dada pela diferença ($E-F$)], porquanto:

$$A + C + E = B + D + F \Rightarrow (B - A) = (C - D) + (E - F).$$

Admitindo, entretanto, que esta variação dos saldos de caixa é nula ($E-F = 0$) — a realidade mostra que, em termos relativos, essa variação tende a assumir um valor sem grande significado prático — conclui-se que o saldo corrente ($B-A$) e o saldo de capital ($D-C$) têm valores simétricos, pois

$$(B-A) = -(D-C).$$

O valor assim obtido corresponde à *Poupança Bruta* gerada no Sector Público, uma vez que o quadro em apreço não inclui nas Despesas Correntes a depreciação sofrida pelos ativos públicos no decurso do período financeiro; caso esse custo ali fosse contemplado, o saldo resultante seria a *Poupança Líquida*. Qualquer das variantes pode, aliás, ser positiva ou negativa, conforme o rendimento disponível exceda, ou não, a despesa de consumo final. No caso de ser positiva (e na ausência de transferências de capital), o rendimento não gasto deve ser usado na aquisição de ativos (eventualmente um aumento dos saldos de caixa) ou na redução de passivos. No caso de a poupança ser negativa, isso implica a liquidação de ativos (incluindo uma diminuição dos saldos de caixa), ou o aumento dos passivos¹⁶.

¹⁶ Cf. *SNA 2008* (9.28). Refira-se que Erik Lindahl (1891-1960) colocou a questão nos seguintes termos: se as receitas e as despesas correntes «são exatamente iguais, o orçamento está obviamente equilibrado no sentido de que o valor líquido da totalidade dos ativos públicos permanece inalterado. [...] Se a receita corrente excede a despesa corrente, ocorre o correspondente aumento no valor líquido dos ativos públicos» — cf. LINDAHL, E. (1939).

Refira-se, por outro lado, que o Saldo Corrente pode indiciar o grau de cumprimento da chamada *Regra de Ouro* das Finanças Públicas que, na aceção original¹⁷, preconiza que as despesas correntes sejam financiadas por receitas correntes, enquanto as despesas de investimento podem ser cobertas pelo produto de empréstimos¹⁸. Esta regra de boa gestão — segundo a qual apenas se deve recorrer ao crédito para financiar despesas com a formação de capital, isto é, despesas capazes de, no futuro, gerar rendimentos que permitam reembolsar esses empréstimos¹⁹ — pode, aliás, ser interpretada como medida da observância do princípio da equidade intergerações (um Saldo Corrente negativo, por exemplo, denuncia que há despesas correntes financiadas por receitas de capital, violando aquele princípio)²⁰.

Ora, importa não perder de vista que, segundo alguns autores, é legítimo entender que a *Regra de Ouro* das Finanças Públicas subjaz, pelo menos implicitamente, à disposição do *Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia* que, em caso de incumprimento dos critérios estabelecidos para a abertura de um procedimento por défice excessivo, manda que sejam tomados em consideração os fatores relevantes, entre os quais se destaca o de saber «se o défice orçamental excede as

¹⁷ Na sua essência, esta regra remonta a LEROY-BEAULIEU, P. (1877) e foi retomada por outros grandes vultos das Finanças Públicas, como STEIN, L. von (1885), JÈZE, G. (1896/1912) ou MUSGRAVE, R. (1939). Mantém-se, até hoje, um tema controverso — vejam-se, por exemplo, PREMCHAND, A. (1983), POTERBA, J. (1995) ou ROBINSON, M. (1998). Cabe referir que a primeira aplicação prática desta regra terá ocorrido em 1907, nos Países Baixos — cf. Jan van Zanden, *Old Rules, New Conditions, 1914-1940*, in HART, M. et al. (1997). Hoje em dia esta regra tem diversas variantes.

¹⁸ Com efeito, um saldo corrente em equilíbrio indica que os empréstimos eventualmente contraídos apenas cobrem as despesas de investimento.

¹⁹ Cf. HUART, F. (2012). Pode, pois, dizer-se que a adesão à regra de ouro significa ajustar a poupança do Sector Público de modo a refletir a formação pública de capital — cf. OTT, A. (1993).

²⁰ Cf. Peter Jackson, *Budget Deficits: Cyclical or Structural*, in SNOWDON, B.; VANE, H. (2002). O Autor alerta, entretanto, para o facto de a classificação usada das despesas colocar problemas nesta interpretação do défice corrente — por exemplo, algumas despesas com a formação de capital humano (v.g., salário dos professores) são consideradas despesas correntes e, todavia, dificilmente se aceitará que coloquem um encargo líquido sobre as gerações futuras. Nesta perspetiva, pode afigura-se, aliás, surpreendente que o custo de construção de uma faculdade não conte para o défice corrente, enquanto o pagamento aos respetivos professores contribua para agravar este indicador.

despesas públicas de investimento»²¹. É, aliás, possível encontrar um sector de opinião que chega a defender a adoção expressa da *Regra de Ouro* pelo normativo da União Europeia²². Este entendimento está, porém, longe de ser matéria consensual²³.

c. O saldo global

O Saldo Global obtém-se pela diferença entre os totais das receitas efetivas e das despesas efetivas do Sector Público²⁴. Trata-se do indicador tradicionalmente usado para avaliar a orientação da política orçamental através do seu impacte na procura agregada, sem prejuízo da evidência de que aquela política pode influenciar esta variável por outras vias que não as massas orçamentais — é bem conhecido, por exemplo, o facto de alterações nas taxas dos impostos criarem estímulos que, consoante os casos, se repercutem positiva ou negativamente na procura agregada através da sua componente privada²⁵.

Sabe-se, entretanto, que os totais das receitas e das despesas públicas são, por definição, idênticos — como se viu no ponto anterior, o orçamento está sempre em equilíbrio, no sentido de que são necessariamente idênticos o total dos financiamentos (incluindo os provenientes do recurso ao crédito e, nos países com moeda própria, a criação monetária) e o total dos pagamentos, ajustados pelo saldo de caixa (cf. Quadro 1). Assim, para que haja um saldo, nem todas as rubricas

que figuram nas contas públicas entram no seu cômputo²⁶. Com efeito, o apuramento de um saldo implica uma divisão crucial no conjunto das operações realizadas pelo erário público, de modo a separar as que são contadas como receita ou como despesa efetiva daquelas que são consideradas como simples meios de financiamento das primeiras²⁷.

De acordo com o critério correntemente usado na Contabilidade Pública para levar à prática esta divisão, classificam-se como *efetivas* as receitas e as despesas que provocam uma alteração definitiva do património financeiro líquido do Sector Público²⁸ — todas as outras são consideradas como mecanismos de financiamento e, portanto, excluídas do cômputo do saldo global²⁹. Vê-se,

²⁶ De facto, só se pode chegar a um desequilíbrio (seja um excedente ou um défice) através da consideração de algumas rubricas como fatores de ajustamento ou de equilíbrio, excluindo-as, pois, das receitas ou das despesas efetivas, de modo a criar uma desigualdade entre os respetivos totais. Deste modo, a dimensão e o sinal do saldo orçamental dependem [a] dos pagamentos que se incluem nas despesas e [b] dos recebimentos que se excluem das receitas — cf. CHELLIAH, R. (1973).

²⁷ Em termos práticos imagina-se que essa separação é feita através de uma linha, de tal modo que, acima dela, registam-se as operações que são consideradas receita ou despesa efetiva, ficando as restantes (que são tomadas como meios de financiamento) da parte de baixo. Assim, na gíria, é vulgar falar-se em operações *acima da linha* (as que contam para o saldo) e operações *abaixo da linha* (as que não influenciam o valor do saldo).

²⁸ Importa recordar que a situação líquida do património financeiro de uma entidade pública é medida pela diferença entre os *ativos financeiros* e os *passivos financeiros* de que ela é titular. Há que ter presente que *ativos financeiros* e *passivos financeiros* são rubricas que figuram tanto do lado da receita como do lado da despesa. Como exemplos de *ativos financeiros* enquanto receita temos o reembolso de empréstimos concedidos pelo ente público, a venda de ações ou a alienação de partes sociais de empresas; já do lado da despesa esta rubrica pode ser ilustrada com a concessão de empréstimos ou aquisição de títulos de crédito (*v.g.*, ações, obrigações). No que toca aos *passivos financeiros*, incluem, por exemplo, quando receita, o produto da contração de empréstimos ou da emissão de obrigações; quando despesa, a amortização de empréstimos ou a execução de avales (veja-se a classificação económica das receitas e das despesas públicas estabelecida no Decreto-Lei n.º 26/2002, de 14 de Fevereiro). Sobre as diversas categorias de ativos e passivos financeiros no âmbito do SCN, *vd. SEC 2010* (5.12-5.15).

²⁹ Recorde-se que o *Sistema Europeu de Contas (SEC 2010)* define [i] uma operação de receita como aquela que aumenta o património líquido do Sector Público e possui um impacte positivo no respetivo endividamento líquido (cf. 20.76) e [ii] uma operação de despesa como aquela que tem uma repercussão negativa no endividamento líquido daquele sector (cf. 20.91).

²¹ Cf. n.º 3 do artigo 126 do TFUE. Veja-se, neste sentido, por todos, OTT, A. (1993).

²² Vejam-se, por exemplo, MODIGLIANI, F., *et al.* (1998), FITOUSSI, J.-P.; CREEL, J. (2002) ou BLANCHARD, O.; GIAVAZZI, F. (2004).

²³ Vejam-se BALASSONE, F.; FRANCO, D. (2000).

²⁴ Daí que, por vezes, este indicador seja designado por *Saldo Efetivo*. Cabe recordar que, entre nós, a LEO adota o referido conceito de *Saldo Global*, esclarecendo que, no seu cálculo, não são consideradas as receitas e as despesas relativas a ativos e a passivos financeiros, nem o saldo da gerência anterior apurado na contabilidade orçamental (cf. artigo 27 da Lei n.º 151/2015, de 11 de Setembro). Refira-se que a versão anterior da LEO esclarecia que «as receitas e as despesas efetivas são as que alteram definitivamente o património financeiro líquido» e que este, por sua vez, é «constituído pelos ativos financeiros detidos, nomeadamente pelas disponibilidades, pelos depósitos, pelos títulos, pelas ações e por outros valores mobiliários, subtraídos dos passivos financeiros» — cf. artigo 9.º da Lei n.º 91/2001, de 20 de Agosto, republicada em anexo à Lei n.º 41/2014, de 10 de Julho.

²⁵ Cf. FELDSTEIN, M. (1980).

pois, que o critério básico de divisão é o tipo de incidência patrimonial das operações em causa, uma vez que, se à partida todas as receitas e todas as despesas se repercutem no património financeiro da entidade envolvida, tanto num caso, como noutro, é, todavia, possível descortinar duas formas distintas de incidência: enquanto umas operações alteram o *valor líquido* do património, outras limitam-se a modificar a sua *composição*. Assim:

- Quanto às receitas: [1] há casos em que elas implicam uma melhoria da situação líquida do património financeiro — são as *receitas efetivas*: representam um acréscimo definitivo de recursos porque não têm associada qualquer contrapartida futura (*v.g.* a arrecadação de um imposto); e [2] há outros casos em que elas não alteram o património financeiro líquido — são as *receitas não efetivas*: não constituem um acréscimo definitivo de recursos dado que à entrada de dinheiro nos cofres públicos corresponde, seja [2.1] o nascimento de uma obrigação financeira de igual valor que o ente beneficiário deve satisfazer no futuro (*v.g.* a contração de um empréstimo), seja [2.2] a redução dos seus ativos financeiros por um valor equivalente (*v.g.* a venda de ações).
- Quanto às despesas: [1] há casos em que elas agravam a situação líquida do património financeiro — são as *despesas efetivas* que representam uma redução definitiva de recursos, por não terem associada qualquer contrapartida financeira (*v.g.* o pagamento de um salário); e [2] há outros casos em que elas não alteram o património financeiro líquido — são as *despesas não efetivas* que não implicam um agravamento patrimonial porquanto, à saída de dinheiro dos cofres públicos corresponde, para a entidade envolvida, seja [2.1] a redução equivalente dos seus passivos (*v.g.* a amortização de um empréstimo³⁰), seja [2.2] o

³⁰ Note-se que, neste plano, a amortização da dívida pública é substancialmente diferente dos respetivos juros, pois estes, entendidos como remuneração de um fator produtivo, são considerados uma despesa efetiva, dado implicarem uma diminuição definitiva de recursos — e, portanto, agravarem a situação líquida do património financeiro da entidade que os paga. Subsiste, aliás, uma lógica económica subjacente à divisão feita por este critério: enquanto os juros da dívida pública afetam a procura agregada, dado serem um rendimento *novo*, gerado no período financeiro em causa, as amortizações não têm esse cunho, pois são a devolução de um capital já existente, pelo

aumento de igual montante nos seus ativos (*v.g.* a compra de ações).

Esta divisão no âmbito das receitas e das despesas públicas é, entretanto, decisiva para o calibre do Saldo Global, desde logo porque retira do seu cômputo os *Ativos Financeiros* e os *Passivos Financeiros*. Concebido nestes termos, o Saldo Global corresponde ao *endividamento líquido*, corrigido pela variação dos saldos de caixa. Dado, porém, que esta variação tende a apresentar, em termos práticos, uma ordem de grandeza relativamente reduzida, pode-se dizer que, à luz deste critério, as contas públicas estão equilibradas quando o endividamento líquido é nulo, isto é, quando o valor da dívida pública é idêntico no princípio e no fim do período financeiro em causa — daí que o critério em apreço seja vulgarmente conhecido por *Critério da Dívida Pública*³¹.

O *endividamento líquido*, quando positivo, traduz um excedente ou *superavit* que se denomina *capacidade líquida de financiamento* e representa o montante que o sector das Administrações Públicas dispõe para propiciar recursos aos outros sectores (*v.g.*, reembolso da dívida pública, concessão de crédito); quando negativo, corresponde a um défice que se designa *necessidade líquida de financiamento* e indica o valor dos empréstimos que têm de ser contraídos junto dos outros sectores para financiar as suas operações não financeiras³². De referir que, como o conceito não abrange as verbas destinadas à amortização da dívida pública, se estas forem adicionadas à *necessidade*

que, em princípio, o seu valor não vai alimentar a procura agregada.

³¹ Não há um critério único: outro, por exemplo, é o chamado *Critério das Políticas Públicas*, segundo o qual uma operação é classificada como receita ou como despesa quando visa a prossecução de um objetivo definido pelos decisores políticos, não configurando, pois, um simples ato de gestão da liquidez do Sector Público. Embora a maior parte das operações tenha a mesma classificação qualquer que seja o critério utilizado, não deixam de subsistir algumas diferenças significativas — cf. BLEJER, M.; CHEASTY, A. (1991). Este facto alarga, pois, o espaço para a eventual manipulação da classificação das operações, de modo a afeioar os números a interesses de ordem política, o que já levou a afirmar que «o défice é uma construção contabilística arbitraria cujo valor depende da forma como o governo escolhe rotular as suas receitas e os seus pagamentos» — cf. KOTLIKOFF, L. (1989).

³² Cf. SEC 2010 (20.112). Refira-se que uma *necessidade líquida de financiamento* define um orçamento deficitário — mas não é incompatível com uma poupança líquida: basta, para tal, que, no período em causa, o investimento exceda o défice. Isto é: um sector deficitário pode ser um aforrador líquido — cf. BOSKIN, M. (1987).

líquida de financiamento, obtém-se o conceito mais amplo de *necessidade bruta de financiamento*³³.

Delimitado nestes termos, o Saldo Global é vulgarmente tomado como indicador da orientação da política orçamental: atendendo às incidências que o orçamento tem na procura agregada, considera-se que um défice denota um estímulo expansionista (na medida em que implica uma injeção de poder de compra na economia) e um excedente indicia uma influência contracionista (porquanto reflete uma remoção de dinheiro do circuito económico). Importa reter, porém, que a linearidade deste raciocínio suscita algumas reservas no plano teórico — basta atentar no *Teorema de Haavelmo*, segundo o qual, mesmo com o orçamento em equilíbrio, um aumento da despesa pública financiado por igual aumento de impostos tem um efeito expansionista³⁴.

Acresce que, independentemente dos aprofundamentos teóricos em que se possa envolver aquela interpretação, na prática, não é fácil retirar conclusões definitivas tendo como base exclusiva um valor determinado do Saldo Global. É certo que, por exemplo, um défice exerce um efeito expansionista na procura agregada — mas o acréscimo desta tanto pode ser dirigido a bens e serviços produzidos no país como no exterior, isto é, tanto pode ter um impacte positivo no nível de atividade como limitar-se a reflexos negativos na Balança de Pagamentos³⁵. Torna-se, pois, claro que, para interpretar

³³ De realçar que, em termos gerais, o conceito de *necessidade/capacidade líquida de financiamento* pode-se considerar o equivalente em Contabilidade Nacional (base de acréscimo) àquilo que o Saldo Global representa em Contabilidade Pública (base de caixa) — cf. IMF (2007), 245.

³⁴ Cf. HAAVELMO, T. (1945). O epónimo homenageia o economista norueguês Trygve Haavelmo (1911-1999), Prémio Nobel da Economia em 1989. Refira-se que o facto de o *Teorema de Haavelmo* sustentar que um aumento da despesa pública financiado por igual aumento de impostos não é neutro do ponto de vista macroeconómico permite inferir que a *dimensão* do orçamento é, só por si, um determinante do nível de atividade — uma conclusão que põe em causa a utilidade do Saldo Global enquanto indicador da política orçamental [cf. SHAW, G. (1972)]. Já foi, aliás, afirmado que «o saldo orçamental, no seu significado habitual, tem geralmente pouco interesse quando se trata de julgar os efeitos da política orçamental» — cf. HANSEN, B. (1955).

³⁵ Vale por dizer que, numa economia fechada, o efeito expansionista de um défice beneficia exclusivamente a atividade económica do país onde ele ocorre; numa economia aberta, porém, se há uma parte desse efeito benéfico que fica no país, outra parte (tanto maior quanto maior for o grau de abertura da economia) tende a ser canalizada para o exterior através das importações.

um saldo, o seu valor deve ser confrontado com informação relevante sobre as circunstâncias concretas em que ele ocorre.

Deste modo, o saldo global, só por si, é um indicador rudimentar da política orçamental, «não podendo constituir um substituto definitivo da informação quantitativa dos efeitos das variações nos instrumentos orçamentais que só um modelo econométrico pode fornecer»³⁶. Ainda assim, «é geralmente considerado um útil instrumento para interpretar a evolução da economia e para expressivos debates sobre as escolhas políticas»³⁷. Sobra, aliás, uma razão para o seu uso corrente: na arena política exige-se um número que, de forma simples, permita avaliar a política orçamental e, «se os economistas não avançarem com um, a opinião pública ou o Parlamento inventarão certamente o seu próprio indicador e é improvável que a escolha seja a melhor»³⁸.

d. O saldo operacional

Como atrás se viu, o saldo global é usado como indicador do impacte líquido que a atividade do Sector Público tem na procura agregada. Daí que as amortizações da dívida pública não entrem no seu cálculo, uma vez que se pressupõe que constituem o *reembolso* do capital mutuado, e não um rendimento que dele emana, pelo que o seu valor não vai ser aplicado em consumo — admite-se que seja reinvestido no mercado de capitais, nomeadamente na subscrição de novos empréstimos públicos. Coisa diferente são os juros da dívida pública,

³⁶ Cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992). Importa não perder de vista que «as experiências econométricas válidas para analisar a forma como os défices afetam a atividade real são difíceis de encontrar. Muitas das variações nos défices públicos, tanto ao longo do tempo como transversalmente aos países, são devidas à variação das condições cíclicas ou a outros acontecimentos específicos, tais como a eclosão de guerras. Nenhuma delas propicia uma experiência válida para estudar a forma como os défices afetam a atividade real» — cf. Rudiger Dornbusch e James Poterba, *Debt and Deficits in the 1990s*, in MAKIN, J. et al. — Eds. (1990).

³⁷ Cf. Vito Tanzi et al., *Effects of Inflation on Measurement of Fiscal Deficits: Conventional versus Operational Measures*, in BLEJER, M.; CHEASTY, A. — Eds. (1993).

³⁸ Cf. Alan Blinder e Robert Solow, *Analytical Foundations of Fiscal Policy*, in BLINDER, A. et al. (1974). Parcialmente reproduzido em TEIGEN, R. — Ed. (1978). No entender daqueles autores, «o público parece necessitar de um número, tradicionalmente um défice orçamental, para encarar com orgulho ou com alarme, consoante o caso» (*ibidem*).

porquanto, uma vez que representam a *remuneração* do capital em jogo, constituem um rendimento que é suposto ser canalizado para o consumo, gerando, pois, uma pressão adicional sobre a procura agregada.

Ora, esta lógica perde alguma da sua validade se for inserida num contexto inflacionário. De facto, a inflação reduz o valor real dos títulos de dívida pública, pelo que, para compensar os credores desta erosão do valor dos seus ativos, a taxa de juro nominal tende a sofrer o correspondente acréscimo³⁹. Assim, o aumento nominal dos juros pagos não representa uma transferência real de poder de compra para os seus beneficiários — enquanto a taxa de juro *real* se mantiver, esse aumento limita-se a ressarcir o credor pela perda de valor do seu capital associada à subida da inflação. Nestas condições, é possível distinguir duas parcelas no valor dos juros pagos:

[1] A que se limita a compensar o credor pela erosão monetária sofrida pelo capital mutuado, pelo que, não podendo ser considerada um rendimento novo, deve fazer parte da amortização;

[2] A que corresponde à taxa de juro real e representa, pois, um rendimento novo para o credor, destinado, por definição, a ser aplicado em consumo sem reduzir o valor real do seu património líquido.

Como se compreende, só esta última componente dos juros tem repercussão na procura agregada, pelo que, de harmonia com o critério pré-definido, só ela deve entrar no cômputo do Saldo Global. Todavia, o cálculo deste, nos moldes convencionados, não reconhece a distinção em apreço, pelo que leva em conta a totalidade dos juros

³⁹ Em clima inflacionário, quem pede dinheiro emprestado tem a vantagem de, quando reembolsar o empréstimo, usar uma moeda que vale menos do que aquela que inicialmente obteve; o credor, pelo contrário, tem a desvantagem correspondente: o dinheiro que emprestou é-lhe devolvido, mais tarde, numa moeda desvalorizada em relação àquela que cedeu. Conhecedor desta realidade, quem tem dinheiro para emprestar só o fará se, entretanto, a taxa de juro for aumentada de forma a compensar esta previsível perda que a erosão monetária implica. Deste modo, «a inflação eleva o preço nominal dos empréstimos, tal como o de todas as outras coisas, mas pode não aumentar o custo real — isto é, o custo de recorrer ao crédito *comparado* com o custo de tudo o mais», pelo que «tem de se aplicar um ajustamento inflacionário à dívida pública — ou a qualquer dívida — tal como tem de se aplicar aos preços da habitação, da alimentação e de tudo o mais se quisermos ver quanto os seus valores reais se alteraram num dado espaço de tempo» — cf. HEILBRONER, R.; BERNSTEIN, P. (1989).

pagos, independentemente de o seu objetivo ser o de restituir o valor da depreciação sofrida pelo capital ou o de remunerar esse ativo. Deste modo, o cálculo estritamente convencional do Saldo Global introduz um enviesamento no valor resultante, tanto maior quanto mais intensa for a inflação⁴⁰.

Ora, é para corrigir esta insuficiência do Saldo Global, que se perfila o *Saldo Operacional*, caracterizado por um método de cálculo em tudo semelhante ao Saldo Global exceto no seguinte detalhe: não considera como despesa efetiva a parcela dos juros induzida pela inflação, isto é, a parte do valor pago em juros que excede o produto da dívida pública pela taxa de inflação *real*⁴¹. A lógica desta exclusão é a de que os efeitos que aquela parcela dos juros tem na economia são praticamente análogos aos produzidos pelas amortizações — bem se pode dizer que, «no fundo, ela equivale a uma amortização forçada, devido à inflação»⁴².

Delimitado nestes termos, o Saldo Operacional mede a variação do valor *real* da dívida pública no decurso do período financeiro em análise⁴³. O interesse do

⁴⁰ Assim, por exemplo, em ambiente inflacionário, o valor de um défice apurado pelo Saldo Global tende a estar sobreavaliado, na medida em que conta como despesa efetiva a parcela dos juros que compensa a depreciação do capital, pelo que, em bom rigor, constitui amortização, devendo, pois, figurar abaixo da linha. Daí que se possa distinguir o *defícite nominal* (aquele que se observa nas contas públicas) do *defícite real* (cujo montante é o do défice nominal corrigido do efeito da inflação no valor da dívida pública, isto é: o valor do défice real obtém-se subtraindo do défice nominal o produto da taxa de inflação pelo total da dívida pública). Imagine-se uma situação em que o défice nominal e a dívida pública são de 20 e de 100 milhões de euros, respetivamente, e a taxa de inflação é de 5% — nestas condições, o défice real seria de 15 milhões de euros [pois $20 - (100 \times 0.05) = 15$]. Deste modo, é concebível que, em casos extremos, a inflação possa fazer com que, a um défice nominal, corresponda um excedente real — cf. COLANDER, D. (1993).

⁴¹ Cf. Vito Tanzi *et al.*, *op. cit.*

⁴² Cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992). Note-se que esta “amortização forçada” pode atingir níveis elevados: de facto, «uma inflação *não antecipada* é potencialmente o mais importante meio através do qual um governo pode reduzir o valor real da sua dívida nominalmente denominada, se excluirmos o repúdio formal ou o incumprimento» — cf. BUITER, W. (1990).

⁴³ Cf. James Barth *et al.*, *The Effects of Federal Budget Deficits on Interest Rates and the Composition of Domestic Output*, in PENNER, R. — Ed. (1991). Importa ter presente que o Sector Público, como qualquer outro devedor, beneficia da inflação, dado que a subida do nível de preços provoca a diminuição do valor real dos títulos de dívida pública anteriormente emitidos. Esta redução do valor da dívida pode, aliás, ser vista como um aumento das receitas do Sector Público, dando lugar ao chamado *imposto-inflação*.

apuramento do Saldo Operacional é tanto maior para os decisores políticos quanto mais elevada for a taxa de inflação, na medida em que é esta variável que determina o grau de enviesamento que aquele saldo corrige. Compreende-se, pois, que o FMI, no seu *Manual on Fiscal Transparency*, defenda a conveniência do apuramento deste saldo nos países em que se regista um surto inflacionário.

e. O saldo primário

O Saldo Global inclui no seu cálculo o valor dos juros pagos pela dívida pública o que pode provocar algumas distorções — desde logo a que surge em contexto inflacionário e que, como se viu no ponto anterior, é corrigida pelo Saldo Operacional. Contudo, esta correção apenas elimina uma parcela dos juros pagos, pelo que o saldo resultante continua a incluir uma parte que corresponde a esta categoria de encargos. Ora, se um saldo for usado para qualificar a política orçamental de um determinado período financeiro, a simples presença de juros da dívida pública no seu cômputo vai provocar um enviesamento na análise, independentemente de a lógica que lhes subjaz ser o reembolso ou a remuneração do capital mutuado.

De facto, os juros da dívida pública pagos num determinado ano resultam, em grande medida, de empréstimos contraídos no passado para financiar os défices que então se registaram. O governo atual recebe este legado cujo valor escapa, praticamente, à sua capacidade de decisão, quer dizer, o montante que é obrigado a despender para pagar os juros não depende da sua vontade⁴⁴ — trata-se de uma despesa que, em condições normais, não está nas mãos do governo evitar ou, sequer, reduzir significativamente, pelo que lhe falta o carácter discricionário que é típico das variáveis utilizadas para estabelecer a política orçamental⁴⁵.

⁴⁴ Os juros a pagar num dado ano dependem do montante da dívida pública (resultante de sucessivos défices registados no passado) e das taxas de juro praticadas (decorrentes da orientação da política monetária) — qualquer delas variáveis que, pelo menos no curto prazo, escapam ao controlo das autoridades.

⁴⁵ Recorde-se que a política orçamental é definida como a «utilização *deliberada* das receitas e despesas do sector público para alcançar objetivos específicos» — cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992). O itálico foi adicionado.

Assim, um saldo orçamental destinado a qualificar a orientação da política orçamental num determinado ano, deve excluir do seu cálculo os juros da dívida pública, uma vez que estes não resultam de uma opção do governo em funções nesse ano, mas sim de sucessivas decisões políticas tomadas no passado. Para responder a esta exigência lógica define-se o *Saldo Primário*, cujo valor é dado pela diferença entre as receitas e as despesas efetivas do Sector Público, excluindo das últimas o valor dos juros da dívida pública⁴⁶. Ou seja: o Saldo Primário obtém-se do Saldo Global retirando do cálculo deste a totalidade dos juros pagos no ano em causa⁴⁷.

Nestes termos, o Saldo Primário de um dado ano mede a variação do endividamento líquido do Sector Público que é devida, exclusivamente, à política orçamental prosseguida nesse período. Assim, por exemplo, um Saldo Primário positivo indica que a política orçamental desenvolvida no período em causa contribuiu para reduzir a importância da dívida pública — o que, sublinhe-se, não impede que, no mesmo período, o Saldo Global apresente um valor negativo, mostrando que, de facto, a dívida pública aumentou: só que a causa deste aumento são os juros pagos, cujo montante resulta de políticas orçamentais levadas a cabo no passado.

Acresce que, para além de constituir um indicador mais fiável da orientação da política orçamental no período a que diz respeito, o Saldo Primário permite também analisar a sustentabilidade dos défices do Sector Público.

⁴⁶ Esta é a forma habitual de calcular o Saldo Primário. Todavia, usando um estrito rigor conceptual, apenas o montante *líquido* dos juros pagos pelo Sector Público deveria ser removido (tenha-se presente que o legado recebido por cada governo inclui, não só empréstimos contraídos, mas também empréstimos concedidos) — cf. BLEJER, M.; CHEASTY, A. (1991).

⁴⁷ Note-se que, se representarmos por *SG* o Saldo Global, por *SP* o Saldo Primário, por *R_c* as receitas correntes, por *R_k* as receitas de capital, por *D_c* as despesas correntes, por *D_k* as despesas de capital e por *J* os juros, o valor daqueles dois saldos é obtido nos seguintes termos:

$$SG = (R_c + R_k) - (D_c + D_k)$$

$$SP = (R_c + R_k) - [(D_c - J) + D_k]$$

Assim, a relação aritmética que estes saldos estabelecem entre si é, como facilmente se deduz,

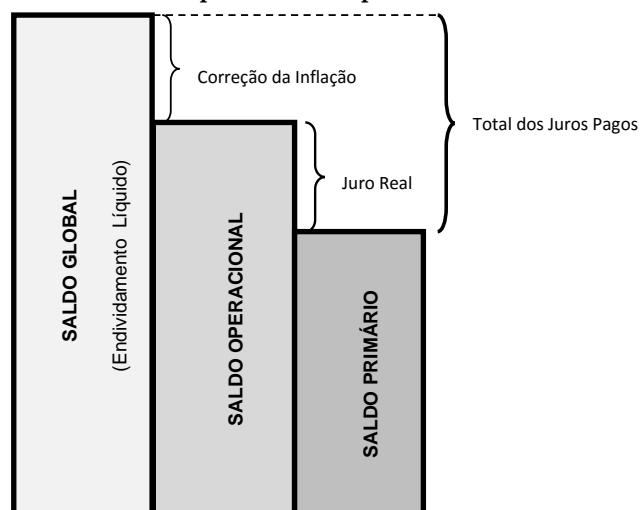
$$SP = SG + J$$

Cumprе chamar a atenção para o carácter “enganador” desta expressão, dado que, simplesmente lida, parece indicar que os juros são uma componente do saldo primário — o que não corresponde à realidade, como mostra a dedução da fórmula e acima foi sublinhado.

Com efeito, «se há dívida pública, um orçamento primário equilibrado implicará que, no seu todo, o orçamento seja deficitário»⁴⁸. Vale por dizer que, no caso de um país endividado, um Saldo Primário em equilíbrio denuncia a necessidade de contrair empréstimos para pagar os juros, o que pode precipitar a dívida pública num efeito de bola de neve — uma circunstância que alerta para a premência de se alcançar um excedente primário capaz de, pelo menos, compensar o montante dos juros a pagar⁴⁹.

Posto isto, facilmente se reconhece que os três saldos acima delimitados acabam por se distinguir entre si pela forma como tratam os juros da dívida pública: o *Saldo Global* inclui a totalidade do valor pago nesta categoria de despesa; o *Saldo Operacional* exclui a parte dos juros pagos que se limita a corrigir os efeitos da inflação no valor do capital mutuado; e o *Saldo Primário* exclui do seu cálculo qualquer quantia referente a juros pagos. A figura seguinte⁵⁰ ilustra esta relação entre os saldos em causa (claro que as proporções relativas dos retângulos justapostos não têm qualquer significado — basta pensar que nada impede que um saldo global negativo possa coexistir com um saldo primário positivo).

Fig. 4 - Distinção entre os saldos global, operacional e primário



⁴⁸ Cf. EISNER, R. (1986).

⁴⁹ Compreende-se, pois, que o FMI preconize que o reporte do saldo primário deve ser uma rotina nos países em que a dívida pública apresenta um elevado valor ou mostra uma tendência para o agravamento – cf. IMF (2007), 247.

⁵⁰ Adaptada do *World Development Report 1988*, do Banco Mundial.

f. O saldo estrutural

Como se tem vindo a referir, a variação anual do saldo global apurado através da conta consolidada das Administrações Públicas é um dos indicadores mais utilizados para avaliar o efeito contracionista ou expansionista que a política orçamental exerce no nível de atividade económica⁵¹. A tradicional preferência por este saldo assenta na relativa simplicidade do seu cálculo (subtração do total da despesa efetiva ao total da receita efetiva) e no carácter intuitivo da grandeza que mede: o endividamento líquido gerado pelo conjunto de entidades incluídas no perímetro orçamental.

Trata-se, porém, de um indicador sofrível, capaz de levar a análises incorretas quanto à orientação da política orçamental. De facto, o saldo global reflete, não só as medidas discricionárias tomadas pelos responsáveis públicos (*v.g.*, redução das taxas dos impostos, aumento das pensões), mas também as flutuações cíclicas do nível de atividade económica, a que os governos são alheios: se a conjuntura é favorável, o saldo melhora espontaneamente, pois há receitas que aumentam (*v.g.*, cobrança de impostos sobre o rendimento) e despesas que diminuem (*v.g.*, despesa com o subsídio de desemprego)⁵²; se a conjuntura é negativa, o saldo piora em função de variações opostas daquelas receitas e despesas⁵³.

Assim, o Saldo Global não é uma grandeza que o governo possa controlar diretamente: «tem de ser encarado como uma entidade determinada pelo conjunto do sistema económico, isto é, como uma variável endógena»⁵⁴. De

⁵¹ Refira-se que os autores dividem-se quanto à questão de saber se o impacto do saldo na política orçamental depende do seu *nível* ou da sua *variação*. Assim, por exemplo, enquanto alguns defendem que a variação do saldo é o tópico relevante [*v.g.*, SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992)], outros sustentam que, em parte, a questão é semântica, pois a resposta depende do objetivo com que se analisa o saldo [*v.g.*, CHELLIAH, R. (1973)].

⁵² Deste modo, o efeito prático de uma conjuntura favorável equivale à entrada de um dinheiro extra nos cofres públicos, como se o crescimento do PIB pagasse dividendos ao Estado – daí que, na circunstância, se use a expressão *dividendo orçamental*.

⁵³ As receitas e despesas deste género, cujo valor varia automaticamente em função da conjuntura económica, são vulgarmente conhecidas por *estabilizadores automáticos* dado que, sem qualquer intervenção das autoridades competentes, atenuam as flutuações do nível de atividade económica.

⁵⁴ Cf. HANSEN, B. (1955). Recorde-se que, num modelo econométrico, uma variável diz-se endógena (ou dependente) se o seu valor é explicado por esse modelo, nomeadamente através

facto, qualquer valor que ele assuma pode ser o reflexo de duas circunstâncias distintas e com significados bem diferentes: [1] a orientação que os responsáveis políticos quiseram imprimir à política orçamental através de medidas discricionárias⁵⁵; ou [2] a evolução da conjuntura económica com as suas repercussões automáticas nas contas públicas.

Nestas condições, bem se pode dizer que «o saldo orçamental efetivo é ambíguo porque pode refletir dois fenómenos ou duas políticas contraditórias: a influência do orçamento na economia ou a influência da economia no orçamento»⁵⁶. Daí a fraca qualidade deste saldo quando tomado como indicador da orientação da política orçamental — ao usá-lo para este efeito faz-se completa abstração das conhecidas incidências que a conjuntura económica tem no valor do saldo, o que pode provocar graves enviesamentos na análise.

Deste modo, para uma correta classificação da política orçamental, bem como para a conveniente avaliação da sustentabilidade das Finanças Públicas, é fundamental que o valor do saldo global seja decomposto em duas componentes: a que representa a reação automática das contas públicas às variações do nível de atividade que acompanham o ciclo económico (e que, por isso, é designada *componente cíclica*, vincando a sua natureza conjuntural); e a que reflete o impacte das medidas de política económica tomadas por deliberação das autoridades competentes (e que, por contraponto com a anterior, é chamada de *componente estrutural*, dada a sua relativa perenidade). Isto é: há que distinguir entre

do comportamento das chamadas variáveis exógenas (ou independentes). Assim, «se a receita dos impostos ou o montante das despesas públicas depende do nível do produto nacional, o saldo efetivo do orçamento não é uma grandeza controlada diretamente pelo Governo, mas uma variável endógena. Um aumento do produto, por exemplo, reduz automaticamente o défice ou aumenta o excedente» — cf. SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992).

⁵⁵ As medidas discricionárias são sempre consideradas como não cíclicas, ainda que possam ser tomadas como resposta direta a flutuações cíclicas da economia. Recorde-se que estas medidas tanto podem configurar uma política orçamental *pró-cíclica*, (amplia as flutuações próprias do ciclo económico — *v.g.*, redução dos impostos numa fase expansiva) como *anti-cíclica* (procura reduzir aquelas flutuações — *v.g.*, programa de obras públicas numa fase recessiva).

⁵⁶ Cf. RIVOLI, J. (1975). O Autor dá o seguinte exemplo: «em situação de subemprego, um défice orçamental pode refletir uma política orçamental audaciosa cujo objetivo é o de estimular a economia, ou uma ausência de política que se traduz então por uma redução das receitas fiscais».

a influência da economia no orçamento e a influência do orçamento na economia.

A fim de satisfazer esta exigência metodológica, começa por surgir o conceito de *Saldo Corrigido das Variações Cíclicas*, obtido por simples subtração ao Saldo Global do valor apurado para a sua componente cíclica⁵⁷. Alcança-se, deste modo, um grau superior de precisão, dado que os efeitos do ciclo económico são removidos. Mas subsistem, ainda assim, eventuais fatores de enviesamento, nomeadamente os que resultam da possibilidade de os governos recorrerem a medidas excecionais — e, quantas vezes, irrepetíveis — que alteram transitivamente o saldo (*v.g.*, perdão fiscal que, no ano em que é concedido, gera um expressivo aumento de receita e a consequente baixa do défice)⁵⁸.

O intuito de acautelar este último tipo de medidas levou, enfim, à definição de um novo conceito — o de *saldo estrutural* que corresponde ao saldo global corrigido das variações cíclicas e líquido de medidas extraordinárias e temporárias⁵⁹. Trata-se de uma grandeza residual que pretende indicar o valor que o saldo global teria no caso de se verificarem, conjuntamente, duas condições: (1) a atividade económica permanecer ao nível do PIB potencial, livre de flutuações conjunturais; e (2) não serem tomadas medidas excecionais com incidência nesse saldo. Pressupõe-se que, uma vez removidos estes fatores de enviesamento, o valor remanescente traduz a orientação intencionalmente dada pelos governos à política orçamental⁶⁰.

Ora, importa não perder de vista que, delimitado nestes termos, o saldo estrutural não é diretamente observável nas contas públicas — o seu valor só pode ser obtido por

⁵⁷ As primeiras tentativas remontam aos anos 50 do século passado — cf. BROWN, E. (1956). As vantagens do conceito foram bem sublinhadas por Alan Blinder e Robert Solow — cf. *Analytical Foundations of Fiscal Policy*, in BLINDER, A. *et al.* — Eds. (1974).

⁵⁸ Aliás, não é difícil de imaginar a situação em que uma melhoria ocasional de um défice tenha por consequência o seu agravamento no futuro: a transferência para o Estado do fundo de pensões de uma empresa privada, por exemplo, baixará o défice no ano em que se realiza; porém, caso esse fundo esteja deficientemente provisionado, aquela melhoria vai ter por contrapartida, *ceteris paribus*, o agravamento do défice no futuro.

⁵⁹ A lógica de isolar estas medidas de efeito transitório é a de permitir identificar as tendências orçamentais subjacentes, com carácter mais permanente.

⁶⁰ Cf. Peter Jackson, *Budget Deficits: Cyclical or Structural*, in SNOWDON, B.; VANE, H. (2002).

estimativa, o que cria um espaço para alguma margem de incerteza. Para se avaliar o alcance da controvérsia que o valor deste saldo pode suscitar, basta ter presente que o seu cálculo envolve os seguintes passos, nenhum deles isento de dificuldades⁶¹:

- [i] Avaliação do PIB potencial⁶² a fim de determinar o ponto do ciclo económico em que a economia se encontra e proceder ao cálculo do hiato do produto (*HP*) que lhe está associado. Importa reter que este conceito corresponde à diferença entre o PIB apurado nas contas nacionais — dito PIB efetivo ou observado (*Y*) — e o PIB potencial (*Y_P*), sendo normalmente expresso em percentagem deste último, isto é,

$$HP = \frac{dY}{Y_P} = \frac{Y - Y_P}{Y_P}$$

Das metodologias disponíveis para a avaliação do PIB potencial⁶³ (todas elas implicando alguma simplificação da realidade e, desse modo, condicionando o resultado obtido), a opção prevalecte no âmbito da UE recai no uso de uma função de produção⁶⁴:

⁶¹ Cf. MOURRE, G. *et al.* (2013). Para uma análise da metodologia anteriormente seguida, ver GIROUARD, N.; ANDRÉ, C. (2005).

⁶² Recorde-se que o PIB potencial representa o nível máximo de produção que, dados os recursos disponíveis, uma economia pode gerar sem acelerar a inflação. É vulgarmente tomado como equivalente ao nível de produto correspondente à clássica “taxa natural de desemprego”, modernamente substituída pelo conceito de NAIRU (acrónimo de *non accelerating inflation rate of unemployment*) ou de NAWRU (acrónimo de *non accelerating wage rate of unemployment*) — basicamente, a menor taxa de desemprego que uma economia pode sustentar a longo prazo sem provocar tensões inflacionistas.

⁶³ As mais comuns são o cálculo do PIB tendencial através de técnicas estatísticas de alisamento de séries cronológicas, como o filtro de Hodrick-Prescott [cf. HODRICK, R.; PRESCOTT, E. (1997)] ou o recurso a uma função de produção que relaciona o produto com os fatores de produção e a respetiva produtividade, nomeadamente do tipo Cobb-Douglas [cf. COBB, C.; DOUGLAS, P. (1928)].

⁶⁴ A decisão de adotar esta metodologia foi tomada em 2002 (Conselho ECOFIN de 12 de Julho). Optou-se por uma função do tipo Cobb-Douglas que decompõe o PIB potencial (*Y_P*) nos fatores produtivos Trabalho (*L*) e Capital (*K*), multiplicando-os pelo fator residual Produtividade Total dos Fatores (*PTF*) que representa o nível tecnológico, isto é,

$$Y_P = L^\alpha K^{1-\alpha} PTF$$

onde α e $1-\alpha$ figuram como a elasticidade do produto relativamente aos fatores Trabalho e Capital, respetivamente. Para uma análise detalhada desta função, veja-se D'AURIA, F. *et al.* (2010).

- [ii] Cálculo do *parâmetro de ajustamento cíclico do saldo orçamental* (ϵ)⁶⁵ que quantifica a reação do saldo global às variações da conjuntura económica representadas pelo hiato do produto. O valor deste parâmetro, aplicado ao referido hiato, proporciona uma estimativa para a componente cíclica (*CC*) daquele saldo, nos seguintes termos:

$$CC = \epsilon * HP$$

Com a subtração desta componente cíclica ao saldo global observado nas contas públicas e expresso em percentagem do PIB efetivo (*B/Y*) obtém-se, entretanto, o que começou por ser designado por *Saldo Potencial de Pleno Emprego*,⁶⁶ designação entretanto substituída por *Saldo Corrigido das Variações Cíclicas* (*SCC*), isto é:

$$SCC = (B/Y) - CC$$

- [iii] Identificação das medidas extraordinárias e temporárias tomadas no período em causa, cujo valor global (*ME*), expresso em percentagem do PIB, será retirado do cômputo do Saldo Estrutural (*SE*). Dado que o impacte destas medidas no saldo orçamental tanto pode ser positivo (*v.g.*, imposto extraordinário) como negativo (*v.g.*, aquisição incomum de dispendioso equipamento militar), o valor *ME* será, consoante o caso, adicionado ou subtraído ao *SCC*,⁶⁷ isto é, em termos gerais:

⁶⁵ O valor deste parâmetro é dado pela semi-elasticidade do saldo global (expresso em percentagem do PIB) em relação ao hiato do produto — conceito que captura a reação daquele saldo em resposta à variação cíclica do PIB [recorde-se que, por definição, a semi-elasticidade de *y* em relação a *x* é a variação percentual de *y* em resposta ao aumento de uma unidade de *x* — cf. WOOLDRIDGE, J. (2013)]. Note-se que o cálculo de ϵ exige a prévia estimação das elasticidades em relação ao hiato do produto para cinco categorias de receita (imposto sobre o rendimento pessoal, imposto sobre o rendimento coletivo, impostos indiretos, contribuições para a Segurança Social e receitas não tributárias) e uma de despesa (os gastos com o desemprego), todas elas ponderadas pelo seu peso nos totais da receita e da despesa. Estes totais, por sua vez, são ponderados pelo seu peso no PIB — cf. MOURRE, G. *et al.* (2013).

⁶⁶ Esta designação foi muito usada nas décadas de 60 e 70 do século passado; perdeu, contudo, popularidade devido a alguma arbitrariedade na escolha da taxa de pleno emprego — cf. OTT, A. (1993).

⁶⁷ Claro que, na maioria dos casos, estas medidas têm um efeito positivo sobre o saldo orçamental, uma vez que estão associadas à conhecida tentação dos decisores políticos de melhorarem a

$$SE = SCC \pm ME$$

Não há, entretanto, uma definição precisa deste tipo de medidas — a que existe no âmbito da UE qualifica-as como «medidas que têm um efeito orçamental transitório que não leva a uma mudança sustentada na situação intertemporal das Finanças Públicas».⁶⁸ Daí que, na prática, a sua identificação seja feita caso a caso — o que abre espaço para alguma margem de interpretação⁶⁹.

Em face do exposto é fácil reconhecer que, a despeito do seu recorte conceptualmente atraente, o saldo estrutural envolve questões práticas de medida nos vários passos que o seu cálculo exige⁷⁰. O aspeto mais crítico destas dificuldades será, porventura, o de o saldo ser fortemente tributário do PIB potencial, cuja grandeza, não podendo ser obtida diretamente, é suscetível de ser calculada através de vários métodos que geram estimativas divergentes, sem que nenhuma delas se imponha como terminante. Aliás, mesmo fixando um determinado método, a amplitude da diferença entre as

imagem do défice, Vale por dizer é mais frequente a situação em que o valor *ME* se soma ao saldo corrigido.

⁶⁸ Cf. código de conduta que, sob o título *Specifications on the Implementation of the Stability and Growth Pact*, foi publicado em 3 de Setembro de 2012. Para se ter uma ideia do alcance destas medidas, apresentam-se os seguintes exemplos (circunscritos a casos expressamente referidos na CGE): do lado da receita, a transferência para o Estado dos fundos de pensões da Portugal Telecom (2800 milhões de euros, o equivalente a 1.6% do PIB, em 2010) e dos Bancários (5993.2 milhões de euros, *idem* 3.5% do PIB, em 2011); do lado da despesa, a assunção de dívidas da R.A. da Madeira (707.4 milhões de euros, *idem* 0.4% do PIB, em 2011) e uma injeção de capital na Caixa Geral de Depósitos reclassificada como despesa não-financeira (750 milhões de euros, *idem* 0.5% do PIB, em 2012). Cabe referir que a transferência para o Estado de fundos de pensões deixou de ser considerada como receita com a instituição do *SEC 2010* pelo Regulamento (UE) n.º. 549/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Maio de 2013.

⁶⁹ Em EUROPEAN COMMISSION (2006) indicam-se os principais traços que caracterizam as medidas em causa e apresenta-se uma lista indicativa com os casos mais frequentes que divide consoante reduzem o défice (*v.g.*, venda de ativos não financeiros) ou o aumentam (*v.g.*, custos com auxílio de emergência às vítimas de uma catástrofe). De qualquer modo, alcançar um entendimento consensual quanto a este conceito nem sempre é fácil: de facto, «ainda que aparentemente simples, não há um critério universalmente aceite para identificar medidas extraordinárias e temporárias» — cf. BORNHORST, F. *et al.* (2011). Sobre este tipo de medidas, veja-se, também, KOEN, V.; van den NOORD, P. (2005).

⁷⁰ Importa não perder de vista que a relativa complexidade desse cálculo não é isenta de consequências: «quanto mais complicada é a regra, mais difícil se torna a sua aplicação» — cf. ALESINA, A.; PEROTTI, R. (1994).

sucessivas revisões do PIB potencial para um dado ano mostra bem o alcance do inconveniente em causa.

Acresce que os passos subsequentes do cálculo do Saldo Estrutural também geram resultados com algum grau de incerteza: por um lado, o parâmetro que mede a reação do Saldo Global ao ciclo económico (crucial para avaliação da sua componente cíclica) assenta no pressuposto de que as elasticidades dos impostos em relação ao PIB são constantes, quando a realidade mostra que elas podem ter flutuações significativas; por outro lado, a identificação das medidas extraordinárias que devem ser excluídas do cômputo do Saldo Estrutural é feita com base num critério que comporta uma componente subjetiva dificilmente negligenciável. Percebe-se, pois, que este tipo de saldos já tenha merecido a designação de “construções hipotéticas”⁷¹.

Posto isto, importa sublinhar que o elenco das limitações que se apontam ao Saldo Estrutural (aquelas que acima se registam estão longe de ser exaustivas) não implica que ele deva ser posto de parte, nomeadamente no âmbito dos mecanismos de vigilância orçamental vigentes na UE — aconselham, tão-só, que o uso deste indicador seja rodeado de uma razoável dose de prudência. Em boa verdade, a despeito das suas imperfeições, o Saldo Estrutural, no âmbito referido, acaba por proporcionar melhor orientação que o Saldo Global. É, aliás, de considerar a hipótese de boa parte dos defeitos apontados ao Saldo Estrutural representarem, apenas, as inevitáveis manifestações da chamada *Lei de Goodhart*⁷².

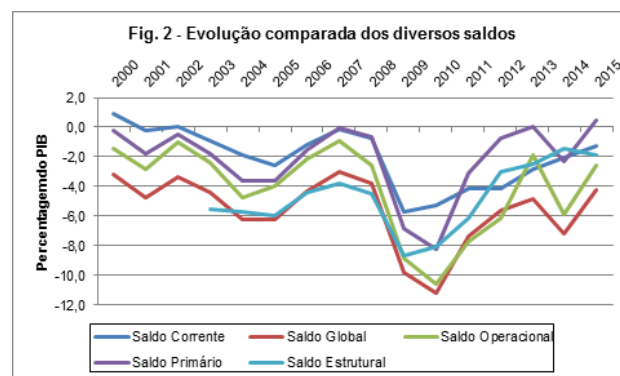
⁷¹ Cf. OTT, A. (1993).

⁷² Do nome do economista britânico Charles Goodhart (1936-), esta lei sustenta que, sempre que um indicador quantitativo de ordem económica ou social se torna um objetivo político, perde o conteúdo informativo que o qualificava para esse fim e deixa de ser uma medida útil [cf. GOODHART, C. (1975)]. Esta perversão decorre do risco de os responsáveis, uma vez obrigados a atingir determinados objetivos, passarem a usar todos os artifícios que a imaginação consente para que os seus números atinjam as metas fixadas. Isto é: uma *cultura do resultado* pode levar os dirigentes a focar principalmente a medida, abstraindo-se do objetivo real e, desse modo, a seu “sucesso” acabará por traduzir-se em estatísticas vazias de sentido.

g. A expressão numérica dos diversos saldos

Uma vez delimitados os principais saldos utilizados para, sucintamente, analisar em moldes quantitativos a situação das contas das Administrações Públicas, interessa ver o alcance das diferenças que estes indicadores estabelecem entre si. Neste sentido, a Fig. 2, elaborada com base no Quadro 2, mostra a evolução comparada dos valores que estes saldos registam em Portugal no decurso da primeira década do presente século. Perante estes números, torna-se evidente que, em determinadas situações, estes indicadores podem apresentar diferenças significativas entre si, levando, por vezes, a conclusões distintas — daí ser aconselhável que a análise de um saldo seja acompanhada de informação suplementar, nomeadamente o valor de saldos alternativos⁷³.

A necessidade de compulsar informação adicional para retirar conclusões definitivas de um saldo orçamental foi bem vinculada nos seguintes termos: «a observação do défice e da dívida do sector público contém informação sobre o estado atual e a evolução futura da economia; são indícios dos quais o profissional aplicado pode extrair conhecimento. O problema prático é que os défices e a dívida (as suas variações) podem significar quase tudo, dependendo da natureza dos choques exógenos que perturbam o sistema e da estrutura do resto do mecanismo de transmissão»⁷⁴. Afigura-se, pois, razoável concluir pela necessidade de usar uma prudente reserva na análise de um saldo orçamental, independentemente da maior ou menor sofisticação que o seu cálculo envolva.



⁷³ O FMI, por exemplo, aconselha que o saldo global seja acompanhado, consoante a situação: do saldo primário nos casos de uma dívida pública elevada ou inserida numa dinâmica de agravamento; do saldo operacional quando se verifique uma inflação elevada; e do saldo estrutural quando o objetivo for o de avaliar a orientação da política orçamental – cf. IMF (2007).

⁷⁴ Cf. BUITER, W. (1990). O Autor exemplifica, aliás, que, se é verdade que um défice elevado tende a significar um *alívio* da política orçamental, também o é que pode estar associado a um *aperto* dessa política em resposta a uma quebra da procura externa ou a um colapso da confiança dos agentes económicos nacionais (indicando, pois, que, sem esse aperto, o défice teria atingido valores ainda maiores).

Quadro 2 – Comparação dos diversos saldos das contas públicas

(Em percentagem do PIB)

ESPECIFICAÇÃO	ANO															
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo Corrente	0,9	-0,2	0,0	-0,9	-1,9	-2,5	-1,2	-0,2	-0,7	-5,7	-5,2	-4,1	-4,2	-2,8	-2,0	-1,3
Saldo Global	-3,2	-4,8	-3,3	-4,4	-6,2	-6,2	-4,3	-3,0	-3,8	-9,8	-11,2	-7,4	-5,7	-4,8	-7,2	-4,2
Saldo Operacional	-1,5	-2,8	-1,0	-2,4	-4,7	-4,0	-2,1	-1,0	-2,5	-8,9	-10,6	-7,7	-6,2	-1,9	-5,9	-2,6
Saldo Primário	-0,2	-1,8	-0,5	-1,8	-3,6	-3,6	-1,6	-0,1	-0,7	-6,8	-8,2	-3,1	-0,8	0,0	-2,3	0,5
Saldo Estrutural	n.d.	n.d.	n.d.	-5,5	-5,7	-6,0	-4,4	-3,8	-4,5	-8,7	-8,0	-6,2	-3,0	-2,5	-1,4	-1,9

OBS.: Os valores do *Saldo Estrutural* têm uma quebra de série entre 2009 e 2010.Fonte: AMECO (Exceto *Saldo Operacional*, obtido por cálculo do Autor).

Bibliografia

- ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto (1994), *The Political Economy of Budget Deficits*, Working Paper nº. 4637, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, EUA.
- ARROW, Kenneth; BOSKIN, Michael – Eds. (1988), *The Economics of Public Debt*, St. Martin's Press, Nova Iorque.
- AUERBACH, Alan; KOTLIKOFF, Laurence (1987), *Dynamic Fiscal Policy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- AUERBACH, Alan *et al.* (1999), *Generational Accounting Around the World*, University of Chicago Press, Chicago.
- BALASSONE, Fabrizio; FRANCO, Daniele (2000), Public Investment, the Stability Pact and the "Golden Rule", *Fiscal Studies*, vol. 21, nº. 2.
- BLANCHARD, Olivier; GIAVAZZI, Francesco (2004), *Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment*, CEPR Discussion Paper, nº. 4220.
- BLEJER, Mario; CHEASTY, Adrienne (1991), The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues, *Journal of Economic Literature*, vol. XXIX, nº. 4.
- BLINDER, Alan *et al.* (1974), *The Economics of Public Finance*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- BLEJER, Mario; CHEASTY, Adrienne – Eds. (1993), *How to Measure the Fiscal Deficit. Analytical and Methodological Issues*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- BORNHORST, Fabian *et al.* (2011), *When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances*, IMT Technical Notes and Manuals, 11/02.
- BOSKIN, Michael (1987), *Concepts and Measures of Federal Deficits and Debt and Their Impact on Economic Activity*, NBER Working Paper nº. 2332. Reproduzido em ARROW, K.; BOSKIN, M. – Eds. (1988).
- BROWN, E. Cary (1956), Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal, *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 5.
- BUITER, Willem (1990), *Principles of Budgetary and Financial Policy*, Harvester Wheatsheaf, Nova Iorque.
- BURKHEAD, Jesse (1956), *Government Budgeting*, John Wiley & Sons, Inc., Nova Iorque.
- CEBULA, Richard (1987), *Federal Budget Deficits. An Economic Analysis*, Lexington Books, Lanham MD, EUA.
- CHELLIAH, Raja (1973), Significance of Alternative Concepts of Budget Deficit, *IMF Staff Papers*, vol. XX, nº. 3.
- COBB, Charles; DOUGLAS, Paul (1928), A Theory of Production, *American Economic Review*, 18 (Suplemento).
- D'AURIA, Francesca *et al.* (2010), *The Production Function Methodology For Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps*, European Commission, *European Economy*, Economic Papers, 420, julho.
- EISNER, Robert (1986), *How Real Is the Federal Deficit?*, The Free Press, Nova Iorque.
- EISNER, Robert (1994), National Saving and Budget Deficits, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 76, no. 1, fevereiro.
- FELDSTEIN, Martin (1980), *Government Deficits and Aggregate Demand*, Working Paper No. 435, National Bureau of Economic Research.
- FITOUSSI, Jean-Paul; CREEL, Jérôme (2002), How to Reform the European Central Bank, *CER Pamphlet*, Center for European Reform, Londres.
- GIROUARD, Nathalie; ANDRÉ, Christophe (2005), Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 434, julho.
- GOODHART, Charles, (1975), Monetary Relationships: A View from Threadneedle Street, *Papers in Monetary Economics*, vol. I (Reserve Bank of Australia). Reproduzido em GOODHART, Charles, (1984).

- HAAVELMO, Trygve (1945), Multiplier Effects of a Balanced Budget, *Econometrica*, vol. XIII, outubro. Reproduzido em SMITHIES, A.; BUTTERS, J. (1955).
- HANSEN, Bent (1955), *Finanspolitikens Ekonomiska Teori*, Statens Offentliga Utredningar, Almquist & Wiksell, Uppsala, Suécia. Tradução inglesa, sob o título *The Economic Theory of Fiscal Policy*, Routledge, Londres, 1958. Re-impressão, 2003.
- HART, Marjolein't *et al.* (1997), *A Financial History of the Netherlands*, Cambridge University Press, Cambridge, RU.
- HEILBRONER, Robert; BERNSTEIN, Peter (1989), *The Debt and the Deficit*, W. W. Norton & Company, Nova Iorque.
- HODRICK, Robert; PRESCOTT, Edward (1997), **Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation**, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, nº. 1.
- HUART, Florence (2012), *Économie des Finances Publiques*, Dunod, Paris.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007), *Manual on Fiscal Transparency*, Fiscal Affairs Department, Washington, D.C.
- JÈZE, Gaston (1912), *Cours Élémentaire de Science des Finances et de Législation Financière Française*, M. Giard & E. Brière, Paris.
- KOEN, Vincent; van den NOORD, Paul (2005), Fiscal Gimmickry in Europe: One-off Measures and Creative Accounting, *OECD Economics Department Working Papers*, nº. 417
- KOTLIKOFF, Laurence (1989), *From Deficit Delusion to the Fiscal Balance Rule: Looking For an Economically Meaningful Way to Assess Fiscal Policy*, NBER Working Paper No. 2841. Reproduzido em AUERBACH, A. *et al.* (1999).
- KOTLIKOFF, Laurence (1992), *Generational Accounting: knowing Who Pays, and When, for What We Spend*, The Free Press, Nova Iorque.
- LEROY-BEAULIEU, Paul (1877), *Traité de la Science des Finances*, 2 volumes, Guillaumin et Cie., Libraires, Paris, 4ª. Edição, 1888.
- LINDAHL, Erik (1939), *Studies in the Theory of Money and Capital*, George Allen & Unwin, Ltd., Londres. Reimpressão pela editora Augustus M. Kelley, Publishers, Nova Iorque, 1970.
- MAKIN, John *et al.* – Eds. (1990), *Balancing Act – Debt, Deficits and Taxes*, The AEI Press, Washington, D.C.
- MODIGLIANI, Franco *et al.* (1998), Manifesto Contro la Disoccupazione nell'Unione Europea, *Moneta e Credito*, vol. 51, nº. 203, Setembro.
- MOURRE, Gilles *et al.* (2013), *The Cyclically-adjusted Budget Balance used in the EU fiscal framework: an Update*, European Commission, *European Economy*, Economic Papers, 478, março.
- MUSGRAVE, Richard (1939), The Nature of Budgetary Balance and the Case for a Capital Budget, *The American Economic Review*, vol. 29, nº. 2, junho.
- MUSGRAVE, Richard; PEACOCK, Alan (1958), *Classics in the Theory of Public Finance*, Macmillan & Co. Ltd., Londres.
- OTT, Attiat (1993), *Public Sector Budgets. A comparative Study*, Edward Elgar Publishing, Ltd., Aldershot.
- PENNER, Rudolph – Ed. (1991), *The Great Fiscal Experiment*, The Urban Institute Press, Washington, D.C.
- POTERBA, James (1995), Capital budgets, borrowing rules and state capital spending, *Journal of Public Economics*, vol. 56, nº. 2, fevereiro.
- PREMCHAND, A. (1983), *Government Budgeting and Expenditure Controls: Theory and Practice*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- RIBEIRO, J. Teixeira (1995), *Lições de Finanças Públicas*, 5ª. edição, Coimbra Editora, Limitada, Coimbra.
- RIVOLI, Jean (1975), *Le Budget de l'État*, Éditions du Seuil, Paris.
- ROBINSON, Marc (1998), Measuring compliance with the golden rule, *Fiscal Studies*, vol. 19, nº. 4.
- SHAW, G. (1972), **Fiscal policy**, Macmillan Studies in Economics, The Macmillan Press, Ltd., Londres.

SILVA, A. Cavaco; NEVES, J. César (1992), *Finanças Públicas e Política Macroeconómica*, Universidade Nova de Lisboa, Lisboa.

SMITHIES, Arthur; BUTTERS, J. – Eds. (1955), *Readings in Fiscal Policy*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL, EUA.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard (2002), *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Edward Elgar Publishing, Inc., Northampton, MA, EUA.

STEIN, Lorenz von (1885), *Lehrbuch der Finanzwissenschaft*, Leipzig. Tradução de um excerto em língua inglesa, sob o título *On Taxation*, em MUSGRAVE, R.; PEACOCK, A. (1958).

TEIGEN, Ronald – Ed. (1978), *Readings in Money, National Income and Stabilization Policy*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL, EUA.

WOOLDRIDGE, Jeffrey (2013), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 5ª. edição, South-Western, Mason, OH, EUA.

