

MARCO ANTÔNIO SABÓIA DE MADUREIRA

**A EFICÁCIA DA POLÍTICA FISCAL E O DESTINO DAS SUAS PRESCRIÇÕES:
HÁ UMA REGRA IDEAL PARA A SUA CONDUÇÃO?**

Monografia apresentada ao Curso de
Ciências Econômicas, Setor de
Ciências Sociais Aplicadas,
Universidade Federal do Paraná
Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta
Correia

CURITIBA

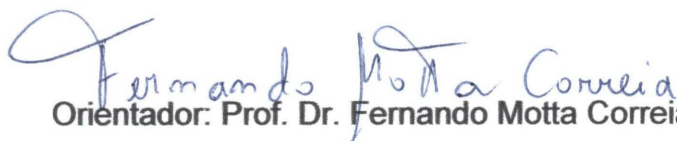
2011

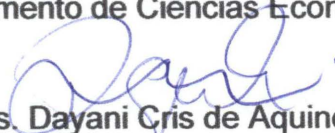
TERMO DE APROVAÇÃO

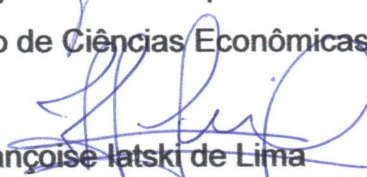
MARCO ANTÔNIO SABÓIA DE MADUREIRA

**A EFICÁCIA DA POLÍTICA FISCAL E O DESTINO DAS SUAS PRESCRIÇÕES:
HÁ UMA REGRA IDEAL PARA A SUA CONDUÇÃO?**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná – UFPR, pela seguinte banca examinadora:


Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta Correia
Departamento de Ciências Econômicas UFPR


Prof^a. Ms. Dayani Cris de Aquino
Departamento de Ciências Econômicas UFPR


Prof^a. Ms. Francoise Iatski de Lima
Departamento de Ciências Econômicas UFPR

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	REVISÃO DA LITERATURA	8
2.1	ASPECTOS TEÓRICOS	8
2.2	ASPECTOS EMPÍRICOS	13
3	OS EFEITOS DA POLÍTICA FISCAL ANTICÍCLICA	18
4	O PAPEL DA POLÍTICA FISCAL NA ATUALIDADE	24
5	POLÍTICA FISCAL E SEUS ASPECTOS INSTITUCIONAIS	31
6	UMA REGRA CLARA PARA A POLÍTICA FISCAL	35
7	CONSIDERAÇÕES FINAIS	39
	REFERÊNCIAS	41

Resumo

O presente trabalho procura verificar para onde caminham as prescrições para a política fiscal, frente às eventuais necessidades de implementação de ajustes fiscais e aos seus efeitos convencionais e não convencionais, com o intuito de verificar se seria possível identificar uma regra clara para a condução da política fiscal dado o ambiente institucional e político. Conclui-se que os formuladores das políticas econômicas enfrentam uma série de *trade-offs* na elaboração das regras fiscais, pois os níveis de gastos e de financiamento públicos estão muito atrelados à situação econômica, às prioridades e objetivos políticos, e a inúmeros outros fatores que fogem ao controle dos governos, tornando a tarefa de determinar uma regra fiscal clara que atenda a todos os requisitos praticamente impossível. Apesar disso, pode-se concluir também que os formuladores das políticas precisam ter em mente que uma regra de política fiscal efetiva deve ser bem definida, transparente, simples, flexível, adequada, exequível, coerente e eficiente.

Palavras-chave: Política macroeconomia; política fiscal; regras de política fiscal.

Abstract

The present paper seeks to determine where the requirements for fiscal policy are heading to, confronted to the possible needs to implement fiscal adjustments and to their conventional and unconventional effects over the economy, questioning whether it would be possible to identify a clear rule for fiscal policy given the institutional and political environment. It concludes that the economic policy-makers face a series of trade-offs in the development of fiscal rules, since the levels of spending and public financing are very tied up to the country's economic situation, government priorities and political goals, besides a numerous of other factors that escape from the policy-makers' control, making the task of determining a clear fiscal rule that fulfills all requirements virtually impossible. Nevertheless, one can also conclude that policy-makers must keep in mind that an effective fiscal policy rule should be well defined, transparent, simple, flexible, appropriate, feasible, consistent and efficient.

Key words: Macroeconomic policy; fiscal policy, fiscal rules.

1 INTRODUÇÃO

As discussões e controvérsias em torno da política fiscal têm permeado os debates econômicos desde os princípios da teoria econômica, ganhando maior ênfase com a publicação da Teoria Geral de Keynes, até os dias de hoje. Com o passar dos anos, foram apresentadas inúmeras propostas, tentando determinar qual a política fiscal mais adequada para cada um dos novos fenômenos que têm ocorrido na economia ao longo do tempo.

Como se isso não fosse bastante, a recente crise econômica global promoveu um desafio adicional aos formuladores das políticas econômica com relação a como conduzir as políticas macroeconômicas de maneira eficaz para combatê-las e proporcionar uma resposta eficiente ao desafio da incerteza internacional, ultrapassando as dificuldades resultantes da necessidade de uma gestão ainda mais integrada das políticas macroeconômicas, com uma maior simplificação e otimização dos recursos, a uma maior atuação da política fiscal.

O interesse em encontrar estímulos fiscais mais eficientes na recuperação de economias que enfrentam períodos de crise tem aumentado à medida que a política monetária expansionista, promovida pela maioria dos bancos centrais, não tem gerado o aumento esperado do consumo e dos investimentos privados. Mesmo representando a solução keynesiana para a recuperação de economias afetadas por crises, a expansão fiscal promovida durante períodos de recessão não tem gerado mais os efeitos positivos esperados (elevação do consumo, diminuição do desemprego, aumento dos rendimentos na economia), uma vez que estes estão condicionados à reação dos agentes econômicos privados.

Com este quadro em mente, será realizada neste trabalho, que tem início no capítulo 2, uma apresentação das principais discussões disponíveis na literatura teórica e empírica acerca da eficácia da política fiscal, visando determinar quais são os principais fatores que limitam a sua transmissão, seguido de uma breve descrição da evolução do debate em torno dos efeitos da política fiscal anticíclica, no capítulo 3. Os recentes desenvolvimentos e a convergência atualmente presente no campo teórico do *mainstream* sobre o papel que cabe à política fiscal na gestão da política macroeconômica são avaliados no capítulo 4.

Isso é seguido por uma discussão referente ao papel que as instituições exercem na determinação das políticas fiscais e qual a importância do comportamento dos agentes econômicos frente a estas escolhas (capítulo 5). Isto leva a questão central deste trabalho que tentar identificar para onde caminham as prescrições da política fiscal, tendo vista as eventuais necessidades de implementação de ajustes fiscais e os seus efeitos convencionais e não convencionais¹, procurando saber se seria possível identificar uma regra clara de condução da política fiscal dado o ambiente institucional e político, que é o tema principal do capítulo 6. Finalmente, o capítulo 7 resume o argumento e apresenta algumas considerações finais.

¹ Os efeitos convencionais da política fiscal expansionista podem ser representados pela elevação proporcional do produto frente à elevação dos gastos do governo. Já os efeitos não convencionais são aqueles em que o produto não acompanha a política expansionista de aumento dos gastos.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Mesmo numa análise superficial da literatura teórica e empírica disponível sobre a eficácia da política fiscal para estimular a atividade econômica, já se pode observar que, em geral, a política fiscal obteve efeitos keynesianos² sobre a atividade econômica, porém esse efeito multiplicador é pequeno. No entanto, também se pode reconhecer a existência de efeitos não-keynesianos (HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002).

2.1 ASPECTOS TEÓRICOS

A abordagem da escola keynesiana disponível na literatura teórica argumenta que a política fiscal pode ter efeitos poderosos sobre a demanda agregada, a produção e o emprego quando a economia está operando bem abaixo da sua capacidade total da produção, e onde há uma necessidade de fornecer um estímulo à demanda da economia. Keynesianos acreditam que há um papel claro e justificado para o governo de fazer uso ativo das medidas de política fiscal para controlar o nível da demanda agregada (KEYNES, 1996).

Segundo Keynes (1996), o efeito mais imediato da política fiscal é a alteração da demanda agregada de bens e serviços. Uma expansão fiscal, por exemplo, aumentaria a demanda agregada por meio de um dos dois canais. Primeiro, se o governo aumenta suas compras, mas mantém impostos constantes, aumenta a demanda diretamente. Segundo, se o governo corta os impostos ou aumenta os pagamentos de transferência, a renda disponível das famílias se eleva, elevando consigo o consumo. Este aumento do consumo, por sua vez, eleva a demanda agregada.

De acordo com a teoria keynesiana tradicional do modelo IS-LM³, o impacto de um déficit fiscal sobre a atividade econômica depende da

² Blanchard & Perrot (2002) e Ramey & Shapiro (1998) encontram evidências de que os gastos públicos estimulam investimento e reduzem consumo.

³ O aspecto mais significativo do modelo IS-LM é a "tradução" do nexos causal proposto por Keynes na Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda num sistema de equações simultâneas, complementado por uma representação gráfica. Este é também o principal objeto da maioria das críticas ao modelo, seja por parte dos que não o consideram um representante legítimo das idéias de Keynes (ou dos "clássicos"), seja por aqueles que consideram o modelo incapaz de representar qualquer teoria.

sensibilidade dos investimentos e da demanda por dinheiro ao nível da taxa de juros. Quanto mais sensíveis forem os investimentos e menos sensível for a demanda por dinheiro ao nível da taxa de juros, maiores serão os efeitos da exclusão do setor privado (*crowding out*). Já em uma economia aberta (modelo Mundell-Fleming), a política fiscal torna-se ineficiente quando a taxa de câmbio é completamente flexível e há a perfeita mobilidade de fluxo de capitais. Uma taxa de juros mais elevada induz o aumento dos fluxos de capital que, por sua vez, aprecia a taxa de câmbio. Com uma taxa de câmbio fixa, a política fiscal é mais eficiente porque a oferta monetária aumenta, a fim de manter a taxa de juros em seu nível anterior ao aumento da demanda interna, derivado da expansão fiscal (SARGENT, 1981).

O efeito *crowding-out*, por sua vez, é influenciado por certas características da estrutura IS-LM, tais como:

- os determinantes do investimento privado, que podem fazer com que o seu efeito se eleve à medida que os investimentos ficam mais sensíveis às taxas de juros;
- a demanda por moeda e a política monetária, pois a tendência das taxas de juro ao subir em resposta a uma expansão fiscal pode ser compensada por uma expansão monetária;
- a abertura econômica e a implantação de um regime cambial, que, por meio da promoção de uma perfeita mobilidade de capitais e taxas de câmbio flexíveis, tornam a política fiscal ineficaz (HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002).

A flexibilidade de preços também é um canal pelo qual o multiplicador fiscal pode ser reduzido. Em uma economia fechada, a expansão fiscal eleva o nível de preços que acabam reforçando o efeito *crowding-out* por meio da taxa de juros. Este canal também está presente em modelos neo-keynesianos, mesmo com a rigidez nominal dos preços que impede a completa compensação do mercado. No entanto, em uma economia aberta, com taxa de câmbio e níveis de preços flexíveis, a política fiscal pode ser mais eficiente, caso o efeito dos repasses dos movimentos cambiais sobre os índices domésticos de preços seja alto. A

apreciação da taxa de câmbio leva a preços mais baixos e limita o efeito *crowding-out* por meio da taxa de juros (MANKIW, 1985).

A extensão dos efeitos de exclusão por meio da taxa de juros e da taxa de câmbio depende também do efeito-riqueza do comportamento de consumo⁴. O aumento na taxa de juros reduz o valor nominal dos ativos financeiros, o que leva a um efeito-riqueza negativo, caso as famílias sejam credores líquidos. Além disso, o efeito *crowding-out* é reforçado por meio da valorização do câmbio, caso partes dos ativos financeiros encontrem-se detidos em moeda estrangeira.

Segundo alguns autores, como Villareal (1984), a abordagem keynesiana apresenta alguns problemas, principalmente no que se refere a sua falta de fundamentos microeconômicos. Para preencher esta lacuna, modelos não-keynesianos surgiram com importantes pressupostos e efeitos da política fiscal, com implicações sobre a demanda, tais como expectativas racionais e equivalência ricardiana, além de outros efeitos sobre o lado da oferta.

Segundo os pressupostos não-keynesianos, quando as expectativas são racionais, o efeito da política fiscal depende da sua duração. Uma contração fiscal transitória não afeta as expectativas, pois não tem efeitos no longo prazo. No entanto, o efeito de uma medida de longa duração seria diferente. O setor privado percebe que a consolidação orçamentária implica em menos impostos no futuro, já que o governo enfrentará um custeio menor da dívida. Este efeito ricardiano é, entretanto, mais provável de se aplicar quando a expansão fiscal é percebida como não-sustentável, no sentido de que exigirá um aumento dos impostos no futuro para servir à dívida pública. O efeito de uma despesa pública temporária depende da forma como é financiada. Se ela é financiada por uma redução nos gastos futuros do governo, os rendimentos permanentes não são modificados. No entanto, um aumento temporário nos gastos financiados por impostos futuros reduz a renda e o consumo, de maneira que o multiplicador pode se tornar negativo (HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002).

A equivalência ricardiana prevê que algumas famílias podem ser incapazes de diminuir seu consumo quando enfrentam um aumento de impostos, pois estão

⁴ A hipótese teórica do *crowding-out* foi questionada pela escola novo-clássica a partir do trabalho seminal de Barro (1974). Para ele, os agentes econômicos não deveriam reagir ao aumento da taxa de juros porque saberiam que, no futuro, a autoridade fiscal deveria aumentar os impostos para resgatar os títulos emitidos no presente.

com restrições de liquidez. As famílias deverão, então, reduzir seu consumo quando os impostos são elevados. Outro aspecto da equivalência ricardiana baseia-se no horizonte finito para as famílias e no desejo altruísta de não passar o fardo fiscal para futuras gerações. Ainda assim, é provável que os agentes privados possam adotar algum comportamento de diminuição do consumo em certas circunstâncias, pelo menos, de forma menos radical. É o que acontece, por exemplo, quando a dívida do governo é insustentável e exige um ajuste fiscal em curto prazo. É também o caso quando as regras fiscais limitam o déficit ou a razão dívida/PIB. Se a orientação da política orçamentária está perto do limite, os agentes privados, mesmo que tenham pouco tempo, podem ajustar seu comportamento de poupança para fazer frente a futuros aumentos de tributos (HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002).

A estrutura do modelo IS-LM é baseada no pressuposto da rigidez dos preços e ignora o lado da oferta da economia. Esta suposição se torna questionável mesmo no curto prazo, quando a utilização da capacidade é elevada. Já de acordo com o modelo novo clássico - que foca os efeitos da política fiscal do lado da oferta - os preços e os salários são totalmente flexíveis. Uma implicação deste modelo é a de que políticas fiscais plenamente antecipadas não têm efeitos de curto nem de longo prazo no produto real (LUCAS, 1975 e SARGENT e WALLACE, 1975). Portanto, uma maior flexibilidade de preços e salários reduziria não só a eficácia da estabilização fiscal, mas também a sua necessidade, quando a economia é atingida por choques. O rápido ajuste de preços reduziria a extensão das mudanças nos níveis de produção.

Ainda de acordo com o modelo novo clássico, quando a economia opera em plena capacidade de produção, uma expansão fiscal pode provocar a exclusão do setor privado por meio de preços mais altos, caso a medida não obtenha efeito algum sobre a produção potencial. No entanto, se um corte de impostos ou um aumento nos gastos do governo (investimentos) promove um aumento da oferta, então expectativas de crescimento em longo prazo podem levar em curto prazo a efeitos positivos sobre a demanda, bem como a um multiplicador fiscal positivo (Alesina e Perotti, 1997, *apud* HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002).

Já no caso dos processos de negociação salarial, um corte nos impostos sobre o trabalho (mão de obra) pode ter um efeito positivo sobre a oferta. De fato, os funcionários consideram impostos como deduções, ao invés de uma contrapartida pela prestação ou fornecimento de serviço público. Assim, a diminuição dos impostos sobre o trabalho reduziria o custo da mão de obra. No entanto, quando a negociação salarial é baseada no valor do salário antes de impostos, um corte nos impostos sobre o trabalho não tem nenhum efeito positivo no lado da oferta porque o custo do trabalho permanece inalterado (Lane e Perotti, 1996, *apud* HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002).

Para o modelo, a redução dos impostos sobre os lucros das empresas pode levar a maiores efeitos sobre a produção potencial do que uma diminuição dos impostos sobre os encargos trabalhistas, porque tem um impacto direto sobre o investimento proveniente de um menor custo de capital.

Quando um governo enfrenta uma dívida alta, a taxa de juros passa a incorporar um prêmio de risco que reflete o risco de inadimplência, ou seja, a expansão fiscal pode resultar em um maior endividamento, elevando o prêmio de risco e reforçando o efeito *crowding-out* por meio da taxa de juros. Nesse contexto, o governo tem de retrair a política fiscal, a fim de reduzir a taxa de juros e promover o consumo e o investimento⁵.

A incerteza que paira sobre os rendimentos futuros também pode levar os consumidores a acumular uma poupança de precaução e as empresas a adiar investimentos. A variabilidade da taxa de desemprego e a viabilidade do sistema de pensões são importantes fontes de incerteza para as famílias. Mais genericamente, a postura fiscal influencia as decisões dos agentes privados. Desta forma, tanto o consumo quanto o investimento dependem dos níveis de confiança e credibilidade por parte das famílias e das empresas frente às políticas fiscais do governo (LUCAS, 1975 e SARGENT e WALLACE, 1975).

Finalmente, a política fiscal também pode apresentar efeitos sobre a oferta por afetar os preços relativos. Por exemplo, uma redução temporária dos impostos reduz o preço relativo dos gastos hoje em comparação com os gastos no futuro, quando os impostos retornam ao nível inicial. Esta medida provoca

⁵ No entanto, mesmo num contexto de elevada dívida pública, pode ocorrer que uma expansão fiscal temporária e associada a uma crível contração no futuro não leve a um aumento no prêmio de risco.

sobre as famílias um impulso a consumir mais hoje e menos no futuro. Efeitos similares deverão ser observados na linha temporal dos investimentos no caso de uma redução dos impostos sobre os investimentos de curta duração (ou em caso de um aumento temporário nos subsídios).

Com relação aos aspectos institucionais, que serão abordados mais longamente adiante, é importante destacar que as defasagens entre as tomadas de decisão e a aplicação das políticas fiscais podem reduzir a extensão do multiplicador fiscal. A defasagem entre a efetiva percepção da crise por parte das autoridades e a implementação da medida fiscal depende essencialmente do processo de decisão política. Os governos têm de elaborar projetos de lei orçamentária que, por sua vez, têm de ser apresentados a parlamentos que podem aprová-los, modificá-los ou mesmo rejeitá-los. Muitas vezes, quando finalmente aprovadas, as medidas só vêm a atingir a atividade econômica após a recuperação da mesma, não apresentando o efeito esperado. Assim, um ajuste *ex ante* visando uma política discricionária anticíclica poderia se tornar pró-cíclico (*ex post*). Além disso, este efeito pró-cíclico pode ser reforçado por meio da realocação intertemporal das decisões de gastos privados, devido às medidas fiscais implementadas. Como resultado, os estabilizadores automáticos levam menos tempo para facilitar a atividade econômica, tornando-se menos eficientes que as medidas fiscais discricionárias (GUARDIA, 1992).

2.2 ASPECTOS EMPÍRICOS

Muitos estudos empíricos sobre as economias avançadas procuram estudar a eficiência da política fiscal analisando o multiplicador fiscal por meio de três enfoques importantes. Primeiramente, os efeitos de choques fiscais têm sido estudados por meio das estimativas dos multiplicadores fiscais derivadas de simulações de modelos macroeconômicos e de equações de forma reduzida. Em segundo lugar, estão os modelos menos teóricos baseados no exame de episódios de contração fiscal, com o objetivo de determinar o tamanho e o sinal do multiplicador fiscal. Já o terceiro método de estudos procura identificar os fatores que determinam os multiplicadores fiscais, tais como as relações entre a

política fiscal, as taxas de juros, os investimentos e o câmbio, e realizar testes de equivalência ricardiana (HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002).

As estimativas a partir de simulações de modelos macroeconômicos podem ser obtidas por meio de dois tipos de modelos: os grandes modelos macroeconômicos estimados empiricamente (como o MULTIMOD, do FMI) ou os modelos menores de equilíbrio geral. Entretanto, a autora alerta que não há maneira de derivar um multiplicador fiscal definitivo a partir destas simulações, pois os modelos têm como resultado uma faixa de valores estimados e não um valor único para o multiplicador.

Os modelos do primeiro tipo apresentam multiplicadores fiscais positivos no curto prazo e são menores no caso de mudanças nos impostos do que no caso de mudanças nos gastos, com pouca evidência de multiplicadores negativos. Entretanto, o valor dos multiplicadores diminui ao decorrer do tempo, aproximando-se do zero e até mesmo tornando-se negativo no longo prazo, devido ao efeito *crowding-out*.

Já quase todos os estudos empíricos com os modelos do segundo tipo, de equilíbrio geral, mostram que a produção reage positivamente a um aumento inesperado dos gastos públicos, com multiplicadores maiores em longo prazo (aumento do estoque de capital) do que no curto prazo (crescimento do investimento e da produção), que, no entanto, cai à medida que cresce o efeito negativo sobre o consumo privado. Além disso, as mudanças permanentes no consumo do governo provocam efeitos maiores sobre a produção do que as mudanças temporárias, mas para tanto necessitam que o aumento dos impostos seja maior do que os dos gastos. Alguns estudos baseados em uma abordagem com equações reduzidas sobre os multiplicadores fiscais dos EUA, Japão e outras economias avançadas mostraram que os choques nos gastos públicos produzem efeitos de impacto positivos, ao passo que os efeitos de cortes nos impostos são menores.

O segundo grupo de estudos, que tem como objetivo determinar o tamanho e o sinal do multiplicador fiscal por meio do exame de episódios de contração fiscal, apresentou uma quantidade considerável de resultados que indicam um impacto expansionista e de curto prazo, onde o tamanho e a composição da consolidação apresentaram-se mais eficazes. Além disso, as análises também

mostraram que certas condições fiscais iniciais como a depreciação cambial, a restrição de salários e a reação dos investimentos, constituem fatores determinantes sobre o crescimento e sobre a taxa de desemprego.

Embora a maioria desses estudos destaque o impacto positivo de episódios de contração fiscal expansionista, seus autores apontam para o fato de que é necessário ter cautela na generalização desses resultados. Primeiramente, porque há um possível viés de seleção da amostra, pois os episódios selecionados são aqueles menos onerosos para o crescimento. Em segundo lugar, há o possível viés de simultaneidade dos eventos, na medida em que tanto o crescimento econômico pode reduzir o déficit fiscal, quanto o déficit fiscal pode reduzir o crescimento. E por fim, a aparente correlação entre o ajuste fiscal e o crescimento econômico pode ser explicado por variáveis omitidas ou problemas na medição.

O terceiro método de estudos tenta avaliar quais são os fatores que determinam os multiplicadores fiscais, por meio das relações entre a política fiscal, as taxas de juros, os investimentos e o câmbio. Alguns estudos empíricos sobre a exclusão do setor privado feitos com esse método avaliam, por um lado, a sensibilidade da taxa de juros frente à expansão fiscal, refletindo a elasticidade-juro, e por outro lado, a sensibilidade do investimento ou do consumo à taxa de juros, refletindo a elasticidade-renda da demanda por moeda. As evidências levantadas apontam para o fato de que se as taxas de juros forem sensíveis à política fiscal e se o investimento reagir às taxas de juros, o efeito *crowding-out* pode ser significativo. No entanto, ao que parece, o impacto da política fiscal sobre as taxas de juros é bastante pequeno e os efeitos da mobilidade do capital tampouco são claros. O único impacto positivo encontrado nesses estudos foi os dos gastos públicos sobre o excesso de retorno.

De acordo com tais estudos, em primeiro lugar, não se pode comprovar que haja uma forte sensibilidade entre o déficit orçamental e as taxas de juros. Em segundo lugar, o investimento parece depender, principalmente, da demanda e de outras variáveis como a taxa de lucro e não do custo de capital, que parece ser insignificante. A exclusão do setor privado por meio da taxa de câmbio tende a ser fraca e nenhuma conclusão clara emerge a partir de estudos sobre esta

questão, a não ser o fato de que os multiplicadores fiscais são reduzidos de forma proporcional à flexibilidade da taxa de câmbio e à mobilidade do capital.

Os estudos empíricos indiretos de equivalência ricardiana rejeitam a existência de sua forma plena, porém o comportamento do consumo privado comporta-se com uma compensação ricardiana parcial. No entanto, os autores Hemming, Kell e Mahfouz (2002) apontam para o problema da heterogeneidade das evidências que ainda não possibilitam conclusões claras. A raiz desta dificuldade encontra-se no fato dos resultados obtidos serem muito sensíveis à medição, às especificações incorretas, variáveis omitidas, problemas de endogeneidade e outras questões metodológicas.

Por fim, os outros fatores que influenciam os multiplicadores fiscais são: o nivelamento do consumo, a exclusão direta do setor privado, a flexibilidade de preços e as defasagens. Entretanto, não foram encontrados exemplos de grandes variações com coeficientes expressivos em nenhum dos casos.

Nos estudos empíricos aplicados aos países em desenvolvimento que abrangem as estimativas dos multiplicadores, os fatores que determinam o efeito *crowding-out* e os testes de equivalência ricardiana apresentaram bem menos evidências de efeitos em curto prazo da política fiscal sobre a atividade econômica em comparação com os países desenvolvidos. No caso de economias emergentes, a coleta de dados tem sido o grande obstáculo à obtenção de estimativas mais precisas dos multiplicadores fiscais, porém puderam ser identificados alguns resultados importantes, tais como:

- a resposta da produção ao aumento nos gastos do governo é menor no impacto e muito menos persistente nos países em desenvolvimento do que nos países de alta renda;
- os multiplicadores fiscais são muito maiores em economias que operam sob regimes de taxa de câmbio predeterminada do que nas que operam sob taxas de câmbio flexíveis;
- as economias relativamente fechadas têm multiplicadores muito maiores do que as economias relativamente abertas;
- a resposta de saída a um aumento nos gastos do governo é de curta duração e muito menos persistentes nos países altamente

endividados do que em países com uma dívida baixa em relação ao PIB.

Os testes que determinam o efeito *crowding-out* mostraram que existe em alguns países emergentes uma relação positiva entre os déficits fiscais e as taxas de juros. Já em outros, esta relação se torna frágil devido ao controle sobre as taxas de juros ou a expectativa sobre a política fiscal futura. No entanto, a exclusão do setor privado também depende da relação entre os juros e o investimento, cujo principal empecilho nestes países é a disponibilidade do financiamento e não o seu custo. Levando isso em consideração, as evidências empíricas identificaram que as economias emergentes também possuem uma elasticidade-juro de investimento negativo, ainda que pequena, indicando que o efeito de exclusão por meio dos juros é fraco.

Com relação aos testes de equivalência ricardiana, alguns autores, como Barro e Seater (1989 e 1993 *apud* HEMMING, KELL e MAHFOUZ, 2002, p.32), indicam que a probabilidade de se satisfazerem as condições necessárias para obtê-la é bem menor nos países emergentes, pois neles os sistemas financeiros são pouco desenvolvidos, os mercados de capitais são reprimidos e apresentam graves distorções, e os consumidores estão sujeitos a um alto nível de incerteza frente aos impostos. Entretanto, mesmo nesses casos, a lógica ricardiana se torna mais relevante em períodos de crise. Devido a isto, identifica-se que há evidências apenas de uma compensação ricardiana parcial e também que os cortes nos gastos públicos exercem o mesmo efeito que cortes nos impostos, porém com menor compensação em cortes nos investimentos públicos.

3 OS EFEITOS DA POLÍTICA FISCAL ANTICÍCLICA

Quando as economias do mundo estavam mergulhadas na profunda e prolongada recessão dos anos 1930, conhecida como a Grande Depressão, o economista britânico John Maynard Keynes declarou que os governos deveriam aumentar os impostos e cortar gastos para estimular as suas economias (KEYNES, 1996). Seu argumento foi considerado sem fundamentos pela Escola Clássica⁶, predominante na naquela época, que acreditava que uma economia de mercado iria se recuperar por conta própria, automaticamente, sem a ação do governo (VILLAREAL, 1984).

Keynes (1996), pelo contrário, argumentou que uma economia poderia definir indefinidamente com elevada taxa de desemprego se demanda agregada fosse insuficiente. Para ele, a política monetária era impotente para impulsionar a economia de uma depressão, porque dependia de redução da taxa de juros que, na depressão, já se encontravam próximas a zero. Assim, ainda segundo Keynes, o aumento das despesas públicas, por outro lado, não somente impulsionaria a demanda diretamente, mas também desencadearia uma reação em cadeia de aumento da demanda dos trabalhadores e fornecedores, cuja renda seria aumentada pelas despesas do governo. Da mesma forma, um corte de impostos poderia elevar a renda disponível no bolso dos consumidores, que por sua vez também iria impulsionar a demanda. Sustentava ele, então, que a política fiscal adequada durante períodos de elevado desemprego implicaria recorrer a um déficit orçamental.

Seguindo o modelo keynesiano, a política fiscal, então, se manteve desde meados da década de 1930 até o fim da década 60 como a mais aconselhada ferramenta de gestão da atividade econômica pelo lado da demanda agregada, uma vez que era tida como mais eficaz do que a política monetária. Segundo esta visão, o governo deveria aumentar os seus gastos em direção a um déficit, em períodos de recessão, e reduzi-los, visando superávits, nos períodos em que a inflação fosse um problema causado pelo excesso de demanda. Entretanto, após os anos 1970, tanto a análise de incentivos políticos quanto as experiências do

⁶ Os autores clássicos geralmente são definidos como os autores predecessores de Ricardo e Keynes. (e ele mesmo). Porém, juntamente a estes se poderiam acrescentar alguns autores pós Ricardo, como J. S. Mill e Marshall (Keynes, 1996).

mundo real convenceram muitos economistas de que seria irrealista esperar que as decisões políticas pudessem introduzir, de maneira eficiente e conveniente, mudanças nos modos de estabilização fiscal (HERMANN, 2006).

O maior reconhecimento, obtido por meio de avaliações mais detalhadas dos efeitos secundários dos déficits orçamentais, também fez com que muitos economistas criticassem a real eficiência da política fiscal. Além disso, a persistência de grandes déficits orçamentais e o crescimento da dívida pública como proporção total da economia, a partir dos anos 1970, suscitaram temores de que a condução da economia restritamente por meio da política fiscal na verdade levaria a endividamentos excessivos, que ameaçassem a solvência tanto de países desenvolvidos quanto de países em desenvolvimento (DAVIDSON, 1991).

Nesse período surgiram muitas críticas ao modelo keynesiano encabeçadas pelos “neo-monetaristas” (FRIEDMANN, 1968), e pelos “novo-clássicos” (LUCAS e SARGENT, 1981), que criticavam os efeitos colaterais do déficit público e a sua sustentabilidade política, dando ênfase em especial a três efeitos graves da política fiscal keynesiana: o efeito *crowding-out*, a inflação e as expectativas inflacionárias, e a equivalência ricardiana. Segundo eles, os efeitos distributivos maléficos da política fiscal como instrumento anticíclico sobre a economia, além da constante necessidade do aumento de impostos para saldar a dívida, justificavam a tese de sua ineficácia. No entanto, nem o modelo keynesiano (IS-LM), que acredita em efeitos positivos de uma política fiscal anticíclica, nem o modelo neo-monetarista, que defende a sua extinção, consegue definir qual é a política fiscal ótima para uma economia.

De acordo com a teoria macroeconômica keynesiana, a política fiscal se torna importante em períodos de alto desemprego provocado pela insuficiência de demanda efetiva, interferindo sobre as decisões de consumo e de investimento das economias “sujeitas a incerteza e que contam com a moeda como um instrumento eficaz de proteção” (HERMANN, 2006, p. 04). Isto ocorre porque os agentes econômicos são influenciados pelas expectativas de demanda e pelo grau de confiança, que determinam o nível de preferência pela liquidez e o de investimentos (KEYNES, 1996).

Segundo a visão keynesiana, o elemento fundamental da política fiscal é a administração dos gastos públicos, especialmente em investimentos, e o déficit do orçamento seria recomendável apenas em último caso, como, por exemplo, quando a recessão já está em curso e a capacidade de arrecadação fica comprometida. Para melhor gerência dos gastos públicos, Keynes propôs a divisão dos orçamentos públicos em dois tipos: o “ordinário”, para o custeio do consumo, que deve ser equilibrado ou de preferência superavitário, em períodos de prosperidade; e o “de capital”, para os investimentos, que deverão ser financiados pelos excedentes nos períodos deficientes. Trabalhando desta forma, a política fiscal pode atuar de maneira preventiva, evitando a deficiência da demanda efetiva, como proposto por Keynes (CARVALHO, 1999).

Segundo o estudo de Jennifer Hermann (2002), os gastos públicos exercem um efeito multiplicador sobre a atividade econômica por meio do consumo⁷. No entanto, o efeito expansivo dos gastos sobre a demanda agregada é maior em economias menos desenvolvidas (ou com elevada concentração de renda), pois o efeito do multiplicador é função da reação do consumo (o multiplicador cresce de acordo com a propensão para consumir), o que é mais comum em países mais pobres. Por outro lado, a existência de capacidade ociosa na economia é crucial para validar o pressuposto keynesiano dos efeitos dos gastos públicos sobre o consumo. E, além disso, vale lembrar que o efeito multiplicador é limitado, pois a sucessão de estímulos sobre o consumo é cada vez menor.

Outro mecanismo de interferência sobre a dinâmica econômica da política fiscal é o efeito dos gastos públicos sobre os investimentos privados, que, ao contrário da reação do consumo, é mais lento e necessita de gastos mais elevados. Seu efeito, segundo Keynes (1996), é um dos mais importantes, pois, por meio dos investimentos, a política fiscal sinaliza às empresas certo comprometimento com a administração da demanda agregada no longo prazo. No entanto, esse efeito também pode atuar negativamente sobre os custos de produção e novos investimentos, elevando o preço dos insumos de produção, que passam a ser disputados entre setor privado e o público, e também provocando o

⁷ Para maiores detalhes sobre este efeito multiplicador e seus aspectos aritméticos, ver Jennifer Hermann (2002, p. 05).

aumento dos juros, tanto do crédito quanto dos títulos de capital. No primeiro caso, a política fiscal expansionista não é recomendada, pois desestimula o investimento, e no segundo caso, a eficácia da política é limitada pelo aumento dos juros causados pelo déficit público. Com isto, os gastos públicos estariam substituindo os gastos das empresas, excluindo o setor privado por meio de um efeito *crowding-out*.

O efeito *crowding-out* só ocorre se o governo operar com déficit em seu orçamento. Nesse caso, o efeito é o de "expulsão" tanto dos gastos privados, por meio da competição por recursos escassos provocada pelos gastos do governo, quanto dos empréstimos privados, devido ao aumento dos juros para os tomadores, causado pela elevação dos juros dos títulos públicos que financiam o déficit. Diante de um orçamento deficitário do governo, os juros de títulos públicos se elevarão em três situações:

- durante uma escassez de recursos, provocados por uma economia em crescimento acelerado ou por uma política monetária restritiva;
- durante um período de elevada preferência pela liquidez, causado pelo quadro de incerteza que eleva simultaneamente os juros de títulos públicos e de ativos privados;
- em períodos de rejeição aos títulos públicos pelo mercado, devido à baixa credibilidade do governo, do qual passa a ser exigido um "prêmio" adicional.

As pressões inflacionárias causadas pela política fiscal são consequência da tentativa do governo de evitar o efeito *crowding-out*, por meio da emissão de moeda para financiar o déficit público. Em tal circunstância, têm-se duas fontes de excesso de demanda: a do próprio governo, viabilizada pela expansão monetária, e a do setor privado, estimulada pela mesma. Além disso, existe a própria pressão inflacionária causada pela defasagem do rápido aumento da demanda agregada ser compensado pelo aumento correspondente da oferta agregada. No entanto, esse quadro estaria limitado por aspectos importantes, tais como os fatos de:

- o efeito *crowding-out* não ser necessariamente uma regra de uma política fiscal expansionista;
- a pressão inflacionária não ocorrer em uma economia com capacidade ociosa;
- a inflação ser um processo persistente de aumento generalizado de preços, o que requer a manutenção constante do déficit em condição desfavorável, indo contra a justificativa keynesiana para tal política.

Diante disso, conclui-se que não há um elo direto entre o tamanho do déficit e a taxa de inflação, pois na prática esta relação estaria condicionada ao tipo de financiamento da dívida (neste caso, por meio da sua monetização que por si só exerce pressão), à existência ou não de capacidade ociosa (absorvendo ou não essa pressão), à propensão marginal a consumir (que, como já visto, cria excesso de demanda), e ao estado das expectativas inflacionárias, que poderiam “ler” a própria política fiscal expansiva como mais um foco de inflação (HERMANN, 2006).

O debate sobre a relação entre política fiscal e dívida pública, que foi inaugurado por Keynes e até hoje divide opiniões, é polarizado pelos enfoques keynesiano e novo-clássico. O primeiro defende o déficit fiscal planejado e a dívida pública como instrumentos capazes de contribuir para o crescimento econômico. Para isso, atribui ao governo um papel anticíclico, de caráter permanente, nas economias de mercado, cujos gasto e, principalmente, déficit, aliados a uma política monetária adequada (juros baixos), seriam capazes de reverter situações de desemprego, comuns em tais economias, sobretudo em períodos de recessão da atividade econômica. Desta forma, admite-se que a solvência do governo e a garantia de pagamento da dívida seriam preservadas pela própria recuperação da atividade econômica, que permitiria ampliar a receita tributária e, assim, compensar os encargos da dívida gerada na recessão.

Já o segundo enfoque, sintetizado no modelo da equivalência ricardiana, defende que a dívida pública é na verdade um fator da ineficiência alocativa da política fiscal, capaz de reduzir a capacidade de crescimento da economia. Seu argumento central é o de que o financiamento do gasto público com a emissão de

dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento por meio de impostos. Tal argumento é justificado pelas hipóteses do modelo de expectativas racionais e pelo modelo de ciclo de vida. Frente à informação sobre os déficits governamentais e o aumento da dívida pública, agentes racionais antecipariam a necessidade de aumento futuro dos impostos, retendo o aumento atual da renda e fazendo com que não houvesse efeito algum dos gastos governamentais sobre o consumo. Desta forma, recomenda-se a busca de permanente equilíbrio orçamentário pelo governo.

O modelo novo-clássico de administração da política fiscal e da dívida pública destacou-se nos meios acadêmicos e políticos durante os anos 1990 e 2000, apesar de a prática de orçamentos equilibrados não ter sido observada no mesmo período, principalmente em países em desenvolvimento. A ordem era gerar superávits primários para compensar as despesas com juros da dívida pública, controlando o déficit e a relação da dívida/PIB, visando apenas a garantia da solvência do governo. Tal condição era tida como essencial para o bom funcionamento do mercado de ativos financeiros e, conseqüentemente, para o crescimento econômico. No entanto, Jennifer Hermann (2002) destaca que este modelo “autista” de condução da política fiscal não é o mais adequado, porque pressupõe o superávit primário como o principal instrumento de controle da razão da dívida, negligenciando seus efeitos sobre o PIB. E também porque tem no estoque da dívida o seu indicador de solvência, enquanto que o correto, segundo a autora, tal indicador deveria ser obtido por meio da relação entre fluxos de receita e despesas financeiras.

Assim, uma atuação pró-cíclica da política fiscal se faz necessária para aprofundar as tendências recessivas ou expansivas da economia. Este modelo seria uma antítese do papel estabilizador que, normalmente, se espera da atuação do governo na economia, tendo sua eficácia anulada em relação ao objetivo que persegue, especialmente em ambientes econômicos recessivos. Além disso, caso a política monetária não esteja coordenada com o esforço de ajuste fiscal, a aplicação deste pode se tornar uma luta inglória diante de uma política monetária restritiva.

4 O PAPEL DA POLÍTICA FISCAL NA ATUALIDADE

Para muitos observadores, o atual período de recessão, que teve seu início em 2007 no mercado imobiliário norte-americano e se alastrou globalmente entre 2008 e 2009, oferece circunstâncias mais do que suficientes para a discussão referente à renovação dos conceitos de política fiscal. Ressalte-se, porém, que um forte apoio a uma intervenção na política fiscal já havia aparecido antes mesmo da atual crise, refletindo-se em uma visão renovada no *mainstream*⁸, obrigando os teóricos a questionar os conceitos de política fiscal que vigoravam na visão keynesiana.

A moderação na condução dos gastos de governos sempre acalmou os macroeconomistas keynesianos, bem como os atores políticos, pois fomentava a crença de que os governos tinham total controle sobre a condução da política macroeconômica. No entanto, algumas crises – como a do Japão e de alguns países europeus – claramente nos obrigam a questionar esta avaliação. Com isso, a atual visão do *mainstream* procurou revisar os principais elementos de consenso antes da crise, identificar onde estavam os erros e quais princípios do quadro anterior à crise ainda se mantinham intactos, para com isso tentar definir os contornos de uma nova estrutura política macroeconômica.

Dentre as principais mudanças que ocorreram no plano teórico referentes ao papel da política fiscal destaca-se o “novo consenso”, que diz que a política fiscal não deveria ter nenhum papel macroeconômico em regimes de política econômica calcados em metas de inflação, porém continuaria a ser importante na definição do mix de políticas e na gestão de choques e desequilíbrios. A credibilidade de um regime de metas de inflação deveria ser reforçada, em vez de diminuir, caso a política fiscal desempenhasse o seu próprio papel. Além disso, os custos de focar a política fiscal restritiva sobre as preocupações do setor público poderiam não ser muito grandes na maior parte do tempo (LOPREATO, 2006).

⁸ Segundo Lopreato (2006, p. 3), “a atual visão do *mainstream* realça as inter-relações das variáveis econômicas com os fundamentos fiscais e defende que os problemas só são superados com a restauração da confiabilidade na trajetória sustentável das contas públicas”. Segundo ele, o argumento do *mainstream* se baseia na idéia do “novo consenso teórico”, de Arestis e Sawyer (2003).

Ainda realizando uma análise sobre principais mudanças no campo teórico, pode-se destacar a “crítica de Lucas” (LUCAS, 1975), que rebate o conceito da curva de Phillips⁹ sobre a existência de um *trade-off* entre desemprego e inflação, abrindo o caminho para a revolução das expectativas racionais em macroeconomia e do uso de modelos econométricos para a avaliação política de Sargent e Wallace (1975). Lucas argumentou que as regras de decisão ótima variam sistematicamente de acordo com as mudanças na estrutura das variáveis mais relevantes para otimizar as escolhas dos tomadores de decisão, de modo que qualquer mudança de política irá alterar a estrutura de modelos econométricos em que a mudança de política pode ter sido inicialmente baseada. Como destaca Lopreato (2006, p. 07):

(...) o uso da política fiscal como fiadora do espaço de valorização do capital nesta nova fase do capitalismo mundial, caracterizada pela abertura da conta de capital e pela crescente volatilidade do movimento financeiro (...), tornou-se dominante. A âncora fiscal ganhou o status de fator de redução do risco-país e do efeito contágio das crises internacionais, colocando-se como peça central no esforço de ganhar a confiança dos investidores.

Outro aspecto que requer análise é o da sustentabilidade da dívida e a determinação de seu papel em relação à política econômica. A sustentabilidade da dívida é definida como um processo contínuo, cujos objetivos podem ser constantemente avaliados e eventualmente atingidos. Dentro desta ótica, a solvência de uma economia é obtida por meio da manutenção da dívida, que por sua vez se torna um processo imperativo para a política fiscal.

A política fiscal não é sustentável se, em última análise, leva a uma proporção cada vez maior da dívida em relação à renda. Para avaliar a sustentabilidade fiscal é necessário avaliar se essa relação vai subir, cair ou permanecer estável no próximo período. A função da sustentabilidade da dívida pública é importante porque níveis elevados déficit aumentam o risco de uma

⁹ A inflação era mesmo uma lacuna no modelo IS-LM, que veio a ser, mais tarde, complementado com a Curva de Phillips, onde, de fato, se apontava um trade off entre crescimento econômico e controle da inflação, praticamente confirmando a crítica com A inflação era mesmo uma lacuna no modelo IS-LM, que veio a ser, mais tarde, complementado com a Curva de Phillips, onde, de fato, se apontava um trade off entre crescimento econômico e controle da inflação, praticamente confirmando a crítica com relação efeito inflacionário da PF expansiva. Nessas condições, o máximo que os “keynesianos” puderam fazer, com base no modelo IS-LM, foi argumentar que os efeitos colaterais da PF não eram grandes o suficiente para aniquilar sua eficácia anticíclica.

crise financeira, quer por meio de padrão fixo* ou de fuga de capitais em resposta a uma probabilidade crescente de inadimplência. Elevados níveis de endividamento público também podem expulsar os gastos domésticos à medida que os juros do prêmio de risco sobem e criam pressões monetárias com consequências inflacionárias. Desta forma, investidores nacionais e estrangeiros precisam apenas se antecipar ao processo de monetização da dívida futura para causar uma fuga de capitais imediata e desencadear uma crise financeira.

Com relação à interação entre política fiscal e monetária, a análise mostra que o efeito do compromisso sobre os resultados econômicos da interação política depende crucialmente do tipo do compromisso e dos relativos graus de comprometimento fiscal e monetário. Segundo os argumentos encontrados na visão do *mainstream*, as preocupações relacionadas à política fiscal se justificam desde que o viés inflacionário e a falta de credibilidade possam manter-se em equilíbrio, mesmo sob a atuação de um banco central totalmente independente, responsável e comprometido.

A análise também demonstra que um cenário inflacionário indesejável pode ser prevenido se o compromisso da política monetária for suficientemente forte -- acima de certo limite. Este limite é definido por meio da função dos fatores de desconto dos agentes econômicos, do grau de conservadorismo e da estrutura da economia. Além disso, é mostrado que o compromisso monetário não resiste somente à pressão fiscal, mas também pode disciplinar indiretamente (por meio de incentivos) agentes fiscais ambiciosos e alcançar resultados socialmente desejáveis para ambas as políticas. Deve-se notar que o compromisso é para com o próprio regime e, portanto, os resultados em longo prazo, ao invés de políticas específicas de curto prazo dentro dele, ainda permitem a flexibilidade necessária para estabilizar choques.

Destacam-se duas questões principais referentes à interação das políticas monetária e fiscal. Primeiramente, as políticas monetária e fiscal estão ligados por meio das restrições orçamentárias do setor público, e tanto a senhoriagem como a taxa real de juros possuem a necessidade de ser coordenados no longo prazo. A segunda questão refere-se à adoção de bancos centrais independentes com a estabilidade de preços como principal objetivo. Implicitamente, e às vezes

explicitamente, esta configuração institucional implica que a solvência fiscal deve ser um objetivo primordial da própria política fiscal.

A literatura recente no novo marco teórico dominante sobre política monetária muitas vezes nem assume que a estabilidade dos preços deveria ser o objetivo das autoridades monetárias ou ignora a questão sobre o quanto de estabilidade de preços seria adequado. Segundo a ótica de Sargent e Wallace (1975), a visão monetarista tradicional de controle da inflação possui limitações para enfrentar o problema da estabilidade de preços, pois quando o Banco Central não consegue coletar senhoriagem num determinado momento, o governo tem que tomar emprestado para compensar as receitas perdidas no período seguinte. E quando o Banco Central finalmente recolhe mais senhoriagem, deve pagar o principal mais os juros sobre essa dívida nova.

Da mesma forma, os adeptos da *Fiscal Theory of Price Level*¹⁰ também acreditam que a política monetária sozinha não fornece a devida âncora nominal para uma economia. Ao invés disso, é o emparelhamento de uma determinada política monetária com uma política fiscal especial que determina a trajetória do nível de preços. Assim, a boa coordenação da política monetária e fiscal se torna necessária para a determinação do nível de preços e de seu controle. A ótica inerente à equivalência ricardiana, apresentada por Woodford (1996, *apud* LOPREATO 2006, p.12) como "política fiscal ricardiana", busca ajustar o excedente primário para manter o valor presente dos superávits atuais e futuros igualando-os ao valor real dos passivos do governo independente dos níveis de preços. Conforme escrito por LOPREATO (2006):

A expansão do consumo, além do que a economia tem condições de ofertar, provoca o aumento de preços até o ponto em que a redução do valor real dos ativos nominais mantidos pelas famílias (que, no agregado, correspondem às obrigações nominais do governo) o faça equivalente ao valor esperado dos superávits públicos, permitindo o retorno ao equilíbrio. (LOPREATO, 2006, p.12)

¹⁰ A *Fiscal Theory of Price Level* (FTPL) descreve as regras de política fiscal e monetária de tal forma que o nível de preços é determinado pela dívida pública e pela política fiscal, com a política monetária exercendo um papel indireto. Esta teoria confronta com a visão monetarista, que afirma que oferta de dinheiro é o principal determinante do nível de preços e da inflação. Além disso, muitos autores têm argumentado que as regras fiscais sobre os quais se assenta a FTPL são mal especificadas. (BASSETTO, 2008).

Segundo o atual *mainstream*, a política fiscal é outro instrumento disponível para atenuar os efeitos dos desequilíbrios no balanço de pagamentos causados por crises externas. Os modelos de crise cambial de segunda geração – desenvolvida, por exemplo, por Obstfeld (1994) -- são mais sofisticados do que os modelos anteriores, pois incorporam a expectativa sobre o comportamento futuro da economia. De acordo com os modelos de segunda geração, o governo escolhe defender (ou não) a taxa de câmbio, tendo que enfrentar, assim, um *trade-off* entre flexibilidade macroeconômica de curto prazo e credibilidade de política econômica no longo prazo.

O processo de ajuste fiscal, que visava a corrigir a inconsistência entre a situação fiscal e o regime cambial, adquiriu novos contornos com a abertura financeira e o caráter especulativo das finanças globais. Devido ao caráter especulativo das finanças globais, atualmente presente em todos os mercados, um surto de entradas excessivas pode acarretar consequências prejudiciais à demanda agregada e a taxa de câmbio real de um país. Desta forma, como a política fiscal em mercados emergentes que recebem altos fluxos de capital é tipicamente pró-cíclica, um rápido crescimento da economia gera receitas que alimentam o aumento dos gastos públicos, assim agravando os problemas de superaquecimento, devido ao comportamento *forward-looking* dos investidores¹¹. Esse ataque especulativo pode ser evitado caso os agentes econômicos cumpram o compromisso de pagamento da dívida pública, conseguindo com isso conter o prêmio de risco exigido pelos investidores, afastando as ameaças de desequilíbrio na economia.

Outro aspecto importante da atual discussão em torno do papel da política fiscal é seu comportamento frente às taxas de juros, aos fluxos de capital e ao prêmio de risco, adquirido com o aumento dos fluxos globais de capitais e da incorporação das expectativas racionais aos modelos. Apesar da existência de divergências entre algumas linhas de estudo, há certo consenso entre os teóricos (BLANCHARD, 1984; ELMENDORF e MANKIW, 1998) que se baseiam na equivalência ricardiana de que a política fiscal tem um efeito claro sobre a taxa de

¹¹ Os agentes racionais seguem um comportamento *forward looking*, em que utilizam toda a informação do presente e do passado das políticas para formular suas expectativas sobre o futuro. Assim, as políticas não são exógenas e o seu resultado depende da interação entre *policymakers* e agentes privados, pois as percepções dessas políticas por parte dos agentes podem determinar os seus resultados.

juros. Basicamente, esta visão ricardiana entende que a política fiscal expansionista empurra as taxas de juros para cima, enquanto a política fiscal contracionista puxa as taxas de juros para baixo.

Na visão da equivalência ricardiana, se o déficit vem de uma queda nos impostos, o efeito sobre a taxa real de juros depende da maneira pela qual o mercado espera que a restrição orçamentária do governo seja alcançada: se espera que o governo aumente os impostos, o déficit tem um impacto positivo no longo prazo sobre as taxas de juros por causa do acúmulo esperado da dívida; porém, se o mercado espera uma queda do gasto público no futuro em longo prazo, a taxa de juros deve cair de maneira que o aumento da demanda privada equilibra o corte nos gastos públicos. Desta forma, o aumento da taxa de juros está relacionado à expectativa de comportamento das contas públicas, baseada nas condições de sustentabilidade da dívida.

A visão hoje dominante no *mainstream* também incorporou a expectativa sobre o comportamento futuro da dívida ao comportamento dos fluxos de capitais e do prêmio de risco em uma determinada economia. Segundo a visão atual, os fluxos de capital devem ser acompanhados de uma cuidadosa política fiscal, pois as entradas podem estimular a atividade econômica e ter como resultado um aumento na cobrança de impostos com o objetivo de obter equilíbrio fiscal, com despesas inalteradas. Destaca-se ainda a necessidade de levar em conta os prêmios de risco em relação ao contingente dívida, pois a melhor condição fiscal da dívida pública é tida como um fator importante na redução do prêmio de risco na volatilidade dos fluxos de capital (LOPREATO, 2006).

Com relação à visão da economia política, o mundo das finanças globalizadas exige que a sustentabilidade da dívida seja o principal papel da política fiscal de um país. A perspectiva de uma contração fiscal geralmente cria receios entre políticos devido à probabilidade de se obter uma recessão como consequência. O efeito não-keynesiano denominado “contração fiscal expansionista” deve definir as bases para uma expansão econômica. Seu argumento básico é que as grandes consolidações fiscais levam a uma revisão nas expectativas sobre a carga fiscal futura – os agentes esperam que os impostos futuros sejam menores, garantindo a retomada do crescimento. A questão fundamental é que a consolidação orçamentária é vista como

comprometimento fiscal, deixando claro que a reforma fiscal deverá ser seguida de forma sistemática.

5 POLÍTICA FISCAL E SEUS ASPECTOS INSTITUCIONAIS

A reforma do Estado tornou-se tema central na maioria dos países capitalistas, desenvolvidos e em desenvolvimento, a partir da grande crise que atingiu suas economias na década de 1980. Democracias centralizadas e descentralizadas, tanto desenvolvidas como em desenvolvimento, enfrentaram problemas semelhantes durante a década de 1980: os déficits públicos excessivos e alta inflação agravado por déficits sub-nacionais. Tal cenário impôs aos países afetados pela crise maiores restrições orçamentárias do setor público a nível nacional, exigindo, em parte, maior coesão entre as diversas esferas políticas e um controle fiscal por parte os legisladores nacionais e dos governos sub-nacionais.

A adoção por vários países de novos padrões de relações fiscais intergovernamentais e a correspondente alteração no papel comparativo das esferas de governo têm gerado crescente interesse político e acadêmico, haja vista as implicações de mudanças dos desenhos institucionais na organização fiscal e política dos entes sub-nacionais.

Durante o deslocamento para as finanças públicas descentralizadas, o governo central de um país enfrenta alguns problemas de gestão fiscal. Primeiramente, logo após e durante a transição, a menos que reduza gastos ou aumente os seus recursos próprios por meio de impostos, o governo central tende a ter déficits mais elevados, uma vez que desloca os recursos fiscais para os governos sub-nacionais por meio de transferências. A redução de gastos é em si um problema difícil, não só porque os cortes são sempre difíceis, mas também porque os governos sub-nacionais podem não assumir algumas das suas tarefas esperadas, deixando o governo central arcar quase que totalmente com as obrigações legais ou políticas dos gastos públicos. E em segundo lugar, após a descentralização, o governo, local ou estadual, enfrenta a pressão popular para gastar mais e reduzir os impostos, criando uma tendência de déficits. Esta tendência pode ser um problema caso os governos sub-nacionais e seus credores esperem ou confiem na ajuda do governo central.

A forma de governo também deve ser considerada em relação aos determinantes políticos sobre os resultados dos ajustes fiscais. Conforme aponta

Maria Rita Loureiro (2001), em democracias parlamentares, como nos casos da Holanda e Suécia, os governos são por natureza dependes do apoio de uma maioria legislativa para que possam existir. Em sistemas presidencialistas, como nos casos americano e brasileiro, os governos são eleitos de forma independente das instâncias legislativas e servem por um período fixo de mandato, não estando sujeitos a remoção por um voto de confiança, como no caso anterior. Portanto, as ameaças dos parceiros da coalizão que estão insatisfeitos com as políticas propostas pelo governo não exercem pressão porque eles não podem afetar a sobrevivência do governo, como no sistema parlamentarista. Nesse sentido, os governos presidencialistas podem agir sem entraves pela necessidade de acomodar preferências políticas díspares a fim de sobreviver no cargo.

No caso da Holanda, no período pós-guerra houve avanços surpreendentes na postura fiscal, alcançando um equilíbrio fiscal com uma expansão sistemática dos gastos públicos. No entanto, o setor público expandiu-se rapidamente no período seguinte, devido às oscilações dos preços no mercado internacional. E nos anos que se seguiram, o saldo orçamentário deteriorou-se acentuadamente, o que também foi refletido em um forte aumento da dívida. Durante os anos 1980, as metas criadas para estabilizar o déficit também foram incapazes de evitar que a situação fiscal se deteriorasse rapidamente, devido ao enfraquecimento das estruturas corporativas e ao rompimento do pacto social que havia se estabelecido no período do pós-guerra (LOUREIRO, 2001).

Outro exemplo de ajuste fiscal em um governo parlamentarista é o da Suécia. Durante os anos 1970, uma série de eventos trouxe consequências consideráveis o sistema de *Welfare state* sueco, então controlado pelo Partido Social Democrata (SAP). Depois de perder a eleição em 1976, o partido social-democrata lutava para se restabelecer, ao mesmo tempo em que a estabilidade do sistema político diminuía. Então, no início de 1980, o governo sueco registrou déficits que não ocorriam desde o período de da Segunda Guerra, o que produziu preocupações com relação às crescentes dificuldades do governo em obter novos financiamentos para a condução dos serviços sociais. O modelo de *welfare state* estava profundamente abalado, o que forçou um debate político-partidário na Suécia. Com o retorno do partido social democrata ao poder em 1982, colocou-se em prática uma nova estratégia política, na qual a eficiência e a austeridade dos

gastos públicos tomaram o lugar de alguns dos programas sociais. Por meio de uma negociação com os trabalhadores, o partido social-democrata pode desvalorizar a moeda, possibilitando, assim, a retomada econômica e também a redução do desemprego. As perdas imediatas na renda dos trabalhadores foram somente reajustadas mais tarde de maneira gradual, à medida que as receitas orçamentárias cresciam. Com isso, o governo social-democrata conseguiu conter o desequilíbrio fiscal no final dos anos 1980 (LOUREIRO, 2001).

No caso norte-americano, pode ser observada uma falta de coesão do governo, que explica a dificuldade na obtenção dos resultados fiscais desejáveis. A fragmentação do poder, que é inerente ao sistema norte-americano de separação total entre poderes, é vista como responsável pelos déficits federais e o elevado nível da dívida pública durante tempos econômicos difíceis. Nos governos estaduais, governos divididos e diferenças ideológicas partidárias também desempenham um papel importante nos resultados fiscais. Outros fatores políticos também contribuem para o aumento da dívida: o fortalecimento do poder executivo, com a criação de agências semi-autônomas; o reforço do poder judiciário, que tem tido grande discricção ao rever os sistemas de dívida; e a ausência de poder político para punir os governos que não aplicam restrições orçamentárias constitucionais (LOUREIRO, 2001).

Ao contrário dos EUA, no Brasil é o Senado que tem o poder constitucional de controlar o endividamento público para todos os níveis de governo. É ali que se estabelecem os limites para o endividamento e as condições sob as quais as esferas federais, estaduais, locais e empresas públicas poderão emprestar dinheiro no mercado financeiro interno e externo. A emissão de títulos ou qualquer outra operação de crédito necessita de autorização prévia do Senado. Além disso, nos últimos anos, o Congresso Nacional estabeleceu legislações mais restritivas com relação ao limite do endividamento público. No entanto, as novas regras não geraram os efeitos desejáveis. Pelo contrário, sempre discutindo situações de emergência ou excepcionais, os senadores continuaram aprovando pedidos de autorização de débito, mesmo após a promulgação de novas leis (LOUREIRO, 2001).

Na área fiscal, as realizações mais significativas foram as privatizações de bancos estaduais e a reprogramação das dívidas estaduais, que constituíam um

sério obstáculo para o ajuste fiscal no país. A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) também passou a desempenhar um papel crucial na coesão do governo e no ajuste fiscal, controlando os gastos de outros ministérios por meio do seu poder de liberar e reter recursos orçamentais. Além disso, a STN desempenhou um papel estratégico no processo de escalonamento da dívida do Estado novamente. Como resultado da federalização das dívidas estaduais, a STN centralizou a dívida pública e, portanto, todas as informações sobre as finanças federais, estaduais e locais.

Apesar das inúmeras diferenças, os EUA compartilham um comportamento fiscal semelhante ao do Brasil. Ambos têm também utilizado a prática de inventar mecanismos para contornar as restrições constitucionais e legais sobre o déficit e a dívida. Claro que não é fácil para os políticos eleitos votar aumentos de impostos ou cortes de benefícios, nem limitar as possibilidades de financiamento necessárias para fornecer bens e serviços públicos aos seus eleitores. No entanto, estas escolhas são indispensáveis em períodos difíceis e por isso um governo de coesão se torna imprescindível. Como o sistema americano de separação total de poderes não facilita a coesão do governo, déficits são os resultados mais freqüentes de recessão econômica.

Já na situação política brasileiro, o mesmo quadro institucional de presidencialismo e federalismo, trabalhando de forma diferente, gerou, também em recessão, alguns superávits fiscais. No caso brasileiro, as restrições constitucionais ou legais sobre dívidas têm produzido os efeitos desejados, por meio da coesão do governo. Dito de outra forma, as contingências políticas geram situações em que os custos inerentes às restrições da dívida ou do déficit são transformados em benefícios políticos, como a estabilização monetária duradoura ou o aumento dos fluxos de investimentos externos.

6 UMA REGRA CLARA PARA A POLÍTICA FISCAL

A eficiência da política fiscal há muito tempo vem sendo questionada tanto pelos aspectos teóricos quanto empíricos. No plano teórico, observou-se que multiplicadores fiscais não-keynesianos podem surgir se as expectativas forem racionais, com consumidores conscientes da restrição orçamentária intertemporal do governo e com limitações da oferta. A maioria dos estudos empíricos conclui que há uma tendência de consolidação orçamental expansionista. Estes episódios podem surgir especialmente quando as autoridades fiscais estão altamente endividadas desde o início e também quando a medida ocorre por meio de cortes nos gastos do governo ou com o aumento indireto dos impostos. Neste último caso, as famílias são levadas a consumir mais.

A eficiência da política fiscal também tem sido avaliada sob a perspectiva da estabilização econômica, particularmente por meio do funcionamento dos estabilizadores automáticos. A evidência empírica mostra que os estabilizadores automáticos não compensam integralmente os choques macroeconômicos e, por isso, as medidas discricionárias podem auxiliar a potencializar o efeito estabilizador. No entanto, as ações de estabilização discricionárias podem sofrer defasagens, de modo a parecerem inoportunas e pró-cíclicas.

Também é notório que o papel da política fiscal, mais precisamente da sustentabilidade da dívida pública, é ajustar as decisões de gastos dos agentes privados no sentido de gerar a plena utilização dos recursos produtivos. Sendo assim, o nível de impostos deve ser determinado pelo volume de gastos privados compatíveis com o pleno emprego. A dívida pública, por sua vez, deve ser gerida de maneira que o setor privado possa ajustar seu portfólio à taxa de juros fixada pelo Banco Central, de forma a não haver necessidade de metas fixas na relação entre gastos e arrecadação.

Ao longo do tempo, as experiências concretas de política fiscal e gestão da dívida pública podem ser subdivididas em três períodos distintos, de acordo com o modelo teórico dominante: o de dominância keynesiana, que vai do pós-guerra até fins dos anos 1970, cujo objetivo central era o de obter uma “boa administração” da dívida; o da década de 1980, que visava a redução do déficit

orçamentário no curto prazo, por meio de cortes nos gastos públicos e/ou de aumentos nas alíquotas de impostos; e, por fim, o da década de 1990 em diante, em que houve dominância do enfoque novo-clássico, cujo objetivo era a eliminação do déficit público permanentemente.

Como apontado na seção anterior, durante o deslocamento para as finanças públicas descentralizadas, o governo central de um país enfrenta alguns problemas de gestão fiscal. Primeiramente, logo após e durante a transição, a menos que reduza gastos ou aumente os seus recursos próprios por meio de impostos, o governo central tende a ter déficits mais elevados, uma vez que desloca os recursos fiscais para os governos sub-nacionais por meio de transferências. A redução de gastos é em si um problema difícil não só porque os cortes são sempre difíceis, mas também porque os governos sub-nacionais podem não assumir algumas das suas tarefas esperadas, deixando o governo central arcar quase que totalmente com as obrigações legais ou políticas dos gastos públicos. E em segundo lugar, após a descentralização, o governo, local ou estadual, enfrenta a pressão popular para gastar mais e reduzir os impostos, criando uma tendência de déficits. Esta tendência pode ser um problema caso os governos sub-nacionais e seus credores esperem ou confiem na ajuda do governo central. E, em última instância, os governos precisam considerar a resposta de dois importantes grupos durante o processo de tomada de decisões de financiamento: os eleitores, que carregam o fardo fiscal presente e futuro, e os mercados, que emprestam o dinheiro e compartilham as consequências de um comportamento fiscal insustentável. A política fiscal falha quando eles são ignorados.

Como se pode observar, em contraste com a política monetária, não há consenso econômico ou político claro sobre quais devem ser os objetivos de uma política fiscal ótima. O debate, portanto, não pode ser reduzido a uma discussão tecnocrática sobre quais são ou deveriam ser as melhores práticas para a sua condução. No entanto, isso não significa que é impossível distinguir entre os bons e os maus modelos de condução da política fiscal, pois a maneira com a qual o governo equilibra as suas contas possui, em geral, um grande impacto sobre economia, bem como sobre a sua própria condição financeira futura.

De maneira geral, o que pode ser feito é descrever o que se deve esperar de uma boa gestão fiscal por parte do governo. Primeiramente, conseguir empréstimos de baixos custos, pois os empréstimos imprevistos e de alto custo prejudicam a confiança dos mercados financeiros, que acabam punindo o governo por meio da cobrança de taxas de juros maiores para cada empréstimo. Em segundo lugar, é evidente que a necessidade de se evitar um "viés deficitário" é extremamente importante, pois os benefícios de curto prazo de uma gestão fiscal pródiga geralmente favorecem o atual governo, mas prejudica as administrações futuras, uma vez que arcarão com o pagamento de dívidas. Isso pode até produzir uma distorção favorável aos déficits e também permitir que as preocupações relacionadas ao período presente superem injustamente as obrigações com o período, minando a equidade entre as gerações.

Outra prática importante de uma política fiscal eficiente é a busca por uma suavização do ciclo econômico, pois, mesmo quando a estabilidade macroeconômica é delegada a um banco central independente, os déficits orçamentais excessivos podem comprometer a sua independência, forçando-o a elevar as taxas de juros para evitar uma ameaça de inflação. Por fim, espera-se que uma condução eficiente das políticas fiscais vise o estímulo ao investimento por parte do governo, pois os investimentos públicos oferecem benefícios que se acumulam ao longo dos anos. Além disso, governos que se encontram em dificuldade financeira optam com maior facilidade em realizar cortes nos investimentos (potencialmente benéficos) do que de seus gastos correntes.

A importância de se estabelecer uma regra (ou várias) é buscar vincular ao governo um comportamento responsável e um nível de comprometimento que nem sempre podem ser de seu interesse em curto prazo. As regras têm como propósito resolver o problema da "inconsistência temporal" e suavizar o teor discricionário envolvido no gerenciamento da política fiscal, sobretudo no lado dos gastos públicos, de maneira que as escolhas preferidas de ação por parte de um governo estejam voltadas para o longo prazo. Dito de outra maneira, as regras fiscais devem incentivar os governos a se aterem aos seus planos originais de tributação e de gastos, elevando o custo político com que arcarão caso quebrem os compromissos estabelecidos, ou até mesmo tornando-se uma exigência legal com a aplicação de sanções devido ao seu não cumprimento.

Há muitos exemplos de regras fiscais em operação no mundo, aplicadas em todos os níveis de governo a partir das autoridades locais até aos estados nacionais. Tais regras procuram, comumente, controlar o nível anual ou corrigido das variações cíclicas dos empréstimos do governo, ou seja, o montante total da dívida ou o saldo das despesas. O método de execução também varia bastante, desde uma restrição ao empréstimo por parte de conselhos locais até uma exigência legal para se trazer os níveis globais da dívida para baixo sobre um extenso período de tempo, como é o caso da Lei de Responsabilidade Fiscal implantada no Brasil desde 2000 (LC n. 101, de 4/5/2000).

Como dito no início deste capítulo, podemos identificar um consenso em torno de uma regra clara para a política monetária, tendo a estabilidade de preços como um objetivo importante e exequível. No entanto, o mesmo não pode ser observado quando se trata de uma regra clara para a condução da política fiscal – e tampouco é provável que algum dia haverá. E a dificuldade de se obter tal consenso ocorre, pois os níveis de gastos fiscais e de financiamento do governo estão muito atrelados à situação econômica de um país, e também às prioridades e dos objetivos políticos de um governo, tais como programas sociais em andamento, e a inúmeros outros fatores que fogem ao controle dos formuladores das políticas econômicas e fiscais.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A recente crise econômica global mostrou que não só o atual, mas também o futuro papel da política fiscal estão em jogo, pois o modelo de política fiscal baseado no novo consenso, que diz que a política fiscal não deveria ter nenhum papel macroeconômico, parece estar em cheque. Com isto em mente, o presente trabalho procurou reunir alguns dos principais temas e debates acerca dos efeitos convencionais e não convencionais da política fiscal com o intuito de identificar para onde podem caminhar as suas prescrições, haja vista as eventuais necessidades de implementação de ajustes fiscais e procurando saber se seria possível identificar uma regra clara de condução da política fiscal dado o ambiente institucional e político.

Tentando responder a esta pergunta, no presente trabalho pode-se observar que a ênfase da literatura teórica e empírica recai sobre a eficácia da política fiscal, analisando o tamanho dos multiplicadores fiscais e a possibilidade de se tornarem negativos (ou seja, de as contrações fiscais serem expansionistas), que, como visto, são na sua maioria positivos, porém pequenos. Além disso, verificou-se que o debate em torno dos efeitos da política fiscal anticíclica argumenta que, tanto o modelo IS-LM, que expõe os seus efeitos benéficos, quanto o modelo neomonetarista, que prega o seu fim, possuem visões limitadas. Também se pode identificar que a atual visão do *mainstream* diz que a política fiscal assumiu um papel muito importante, embora subordinado a outras políticas macroeconômicas. E por fim, destacou-se que as instituições têm importância, porém não explicam inteiramente os resultados das ações governamentais, pois alguns fatores políticos, sociais, e institucionais, que não podem ser determinados a priori, exercem um efeito contínuo que os tornam sempre contingentes.

Pode-se concluir que o que se tem observado é que os formuladores das políticas econômicas e fiscais enfrentam uma série de potenciais *trade-offs* na elaboração das regras fiscais. Realizando uma análise breve, pode-se concluir também que uma regra de política fiscal efetiva deve atender as seguintes propriedades: deve ser bem definida, transparente, simples, flexível, adequada, exeqüível, coerente e eficiente. Mesmo assim, é impossível criar uma regra fiscal

que atenda a todos os requisitos possíveis. Uma regra simples, transparente e exeqüível como, por exemplo, "os governos que não conseguirem atingir um excedente orçamental ao longo do ano serão indeferidos" claramente peca em flexibilidade. No entanto, caso houvesse alguma flexibilidade que permitisse alguma discricionariedade para uma eventual crise, deixaria de ser bem definida, simples e até transparente.

REFERÊNCIAS

BARRO, R. J. **The Ricardian approach to budged deficits**. *Journal of Economic Perspective*, v. 3, n. 2, 1989.

BASSETTO, M. **Fiscal Theory of the Price Level**. *The New Palgrave Dictionary of Economics*, University of Minnesota, 2008.

BLANCHARD, O. **Current and anticipated deficits, interest rates and economic activity**. National Bureau of Economic Research, 1984. (NBER Working Paper n. 1265). Disponível em: <www.nber.org>.

BLANCHARD, O. & PERROT, R. **An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output**, *The Quartely Journal of Economics* 117, p. 1329–1368, 2002

CARVALHO, F. J. Cardim de. **Políticas Econômicas para Economias Monetárias**, in G. T. Lima, J. Sicsú e L. F. R. de Paula, *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 12, p. 258-283, 1999.

DAVIDSON, P. **The Neoclassical vs. Post Keynesian View of Government**. In: *Controversies in Post Keynesian Economics*. Aldershot, UK: Edward Elgar, 1991.

ELMENDORF, D. W.; MANKIW, N. G. **Government debt**. *National Bureau of Economic Research*, 1998. (NBER Working Paper n. 6470). Disponível em: <www.nber.org>.

FRIEDMAN, M. **The Role of Monetary Policy**. *American Economic Review*, 1968.

GUARDIA, ER (1992). **Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente, 1985-1991**. Dissertação de mestrado em Economia, Universidade de Campinas, nov. 1992.

HEMMING, R.; KELL, M.; MAHAFOUZ, S. **A Eficácia da Política Fiscal no Estímulo à Atividade Econômica – Um Exame da Literatura**. IMF Working Paper, p.1-51, dez. 2002.

HERMANN, J. **Ascensão e Queda da Política Fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos. 1990-2000**. In: XXXIV Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2006, Salvador. Anais. p. 1-16, dez. 2006.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Ed. Os Economistas, 1996.

LOPREATO, F. L. C. **O papel da política fiscal: um exame da visão convencional**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 119, p. 1-33, fev. 2006.

LOUREIRO, M. R. **Instituições, política e ajuste fiscal: O Brasil em perspectiva comparada**. RBCS Vol. 16, nº 47, p. 75-97, out. 2001.

LUCAS, R. **An Equilibrium Model of the Business Cycle**, Journal of Political Economy, vol. 83, p. 1113-1144, 1975.

LUCAS, R; SARGENT, T. **Rational Expectations and Econometric Practice**. Minneapolis, University of Minnesota Press, 1981.

MANKIW, N. G. **Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly**, Quarterly Journal of Economics, vol. 100, p. 529-537, 1985.

MANKIW, N. G. Política Econômica em Debate. In: MANKIW, N. G., **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: LTC, p. 278-307, 1997.

OBSTFELD, M. **The logic of currency crises**. National Bureau of Economic Research, Feb. 1994. (NBER Working Paper n. 4640). Disponível em: <www.nber.org>.

RAMEY, V. A. e SHAPIRO M. D., **Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending**, NBER Working Paper nº 6283 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), 1997.

SARGENT, T. J. **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic**. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, n. 3, Witter, 1981.

SARGENT, T. J; WALLACE, N. **Rational expectations, the optimal monetary instruments, and the optimal money supply rule**. Journal of Political Economy, v. 83, abr. 1975.

VILLARREAL, R. **A Contra - Revolução Monetarista**. São Paulo, Record, p. 33-109, 1984.