

**O papel da política fiscal:
um exame da visão convencional**

Francisco Luiz C. Lopreato

Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 119, fev. 2006.

ISSN 0103-9466

O papel da política fiscal: um exame da visão convencional

Francisco Luiz C. Lopreato¹

Resumo

O trabalho chamou a atenção para a convergência atualmente presente no campo teórico do *mainstream* sobre o papel que cabe à política fiscal na gestão da política macroeconômica. A expansão das finanças globalizadas colocou em voga o conceito de sustentabilidade da dívida pública e alçou a questão da solvência da situação fiscal como pilar da estabilidade macroeconômica. A confiança na trajetória sustentável das contas públicas é vista como peça central na determinação das inter-relações com a política monetária, a política cambial, os fluxos de capitais e o risco-país. Nestas condições, a política fiscal assumiu, no campo convencional, papel subordinado, embora central, na política econômica, em nada lembrando a proposta de Keynes.

Palavras-chave: macroeconomia, política fiscal; sustentabilidade da dívida pública.

Abstract

The paper points out the current convergence inside the mainstream concerning the role of fiscal policy in the conduct of macroeconomic policy. The growth of (so-called) globalised finance brought to the fore the concept of public debt sustainability and elected the issue of the solvency of the fiscal situation as the pillar of macroeconomic stability. Confidence in a sustainable path of public finance is seen as the key aspect of the (virtuous) interactions of fiscal policy with monetary and exchange rate policies, as well as with both capital flows and country risk. Under these conditions, in conventional economics fiscal policy has been given a subordinate role, although central, in the conduct of economic policy. It has no resemblance or trace of Keynes's proposals on the subject.

Key words: Public debt sustainability; Macroeconomic policy; Fiscal policy.

JEL: E61, H30.

Introdução

O debate recente sobre a política fiscal ganhou novos contornos em relação ao que vigorava quando a visão keynesiana centralizava a discussão. Naquele

(1) Professor do Instituto de Economia (IE) da Unicamp e Pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do IE.

tempo, a posição tradicional inseria-se no quadro teórico dominado pelo debate entre a síntese neoclássica e os monetaristas. As discussões centravam-se, de um lado, nos efeitos do déficit público sobre a inflação e o balanço de pagamentos (os chamados déficits gêmeos) e, de outro, no impacto do gasto público na demanda agregada e nos investimentos privados, em decorrência do *crowding out*. Atualmente, a análise trilhou outros caminhos, afastando-se da posição keynesiana e concentrando os esforços na questão da sustentabilidade da dívida, na busca da credibilidade da política econômica e na definição de regras fiscais de controle das contas públicas.

As questões anteriores, embora ainda presentes no debate, ganharam outra roupagem com as mudanças teóricas e a conjuntura internacional observadas nos anos 1970. No plano teórico, a aceleração inflacionária e a expansão do déficit público impulsionaram a crítica aos modelos de inspiração keynesiana e abriram campo ao domínio das expectativas racionais e, em particular, da escola novo clássica. No plano internacional, a liberalização financeira deu novos contornos analíticos à política fiscal. As aplicações financeiras ao redor do mundo e as constantes reavaliações de *portfólios* redefiniram os espaços de valorização do capital e acentuaram o seu caráter especulativo.

Os capitais ganharam maior autonomia. Com isto, a crescente volatilidade e a sensibilidade ao risco tornaram-se mais relevantes na economia mundial. Os Estados nacionais colocaram-se na defensiva e as políticas fiscal e monetária ficaram condicionadas pelos interesses e expectativas de risco dos agentes. A política fiscal ocupou papel central nesse jogo. O setor público atuou garantindo a rentabilidade dos títulos da dívida pública usados como espaço de valorização do capital privado, bem como oferecendo salvaguardas aos bancos e empresas nas crises e defendendo a lucratividade de outros ativos atraentes ao capital.

A idéia de *sustentabilidade da dívida pública*, no que se pode chamar de novo consenso teórico,² ganhou destaque e ocupou o espaço de balizadora das

(2) A idéia de “novo consenso teórico” é tomada de Arestis e Sawyer (2003, p. 2): “*The Keynesian endogenous money approach has tended to accompany a general view that monetary policy (in the form of interest rate changes) is relatively ineffectual and that fiscal policy is relatively effective (in the Keynesian tradition). However, the ‘new consensus’ in macroeconomics which has emerged and which has been particularly applied in the discussion of monetary policy, treats money as endogenously created, though the terminology of endogeneity is not generally used. Money is treated as a ‘residual’ in the sense that the stock of money has no causal significance within the approach (e.g. changes in stock of money do not cause inflation) and the rate of interest is treated as set by the Central Bank and is not market determined. King (2002) has noted that “as price stability has become recognized as the central objective of central banks, the attention actually paid to money stock by central banks has*

expectativas dos agentes. Em condições de abertura financeira e de mobilidade do capital cresceu a obrigatoriedade de controle das contas públicas e o papel da política fiscal de defesa da valorização do capital. A *trajetória esperada* da situação fiscal, na perspectiva dos agentes com comportamento compatível com os padrões previstos nos modelos de expectativas racionais, assumiu o *status* de fator crucial nas decisões privadas, responsável por desencadear constantes reavaliações das posições ativas e bruscos movimentos de capital.

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. Nesta perspectiva, o papel da política econômica “responsável” é assegurar a credibilidade da política fiscal, como condição *sine qua non* ao restabelecimento da confiança dos investidores. Pois, só assim, os agentes, vistos como atores que agem de acordo com as expectativas racionais, aceitam reduzir o prêmio de risco e retomar os investimentos, favorecendo o financiamento do balanço de pagamentos e a estabilidade da taxa de câmbio.

O objetivo do texto é mostrar como vários autores, em diferentes campos analíticos, delimitam o espaço da política fiscal, defendendo o processo de consolidação fiscal e negando a visão de Keynes de uso da política fiscal. A idéia fundamental é mostrar a convergência existente no campo teórico do *mainstream* sobre o papel reservado à política fiscal. A proposta da sustentabilidade da dívida e da vigência de regras fiscais implica, ao menos nos países emergentes, manter elevados superávits primários e conter a ação discricionária da política fiscal. O tratamento dispensado a política fiscal é diferenciado de acordo com o país, mas, no plano teórico, é essencial a contraposição à proposta keynesiana do uso da política fiscal.

O trabalho possui a seguinte estrutura. As seções 1 e 2 discutem as alterações no plano teórico e a idéia de sustentabilidade da dívida, que respaldaram a proposta de política fiscal de diferentes autores. Nas seções 3, 4 e 5, a análise

declined.” Surprisingly perhaps, “as central banks became more and more focused on achieving price stability, less and less attention was paid to movements in money. Indeed, the decline of interest in money appeared to go hand in hand with success in maintaining low and stable inflation” (p. 162). However, in this ‘new consensus’ little attention is paid to the process by which loans and deposits are created and destroyed. The causal links between investment expenditure and loan creation and between inflation and the creation of money, which feature strongly in the endogenous money literature, are rather overlooked in this ‘new consensus’. Further, within the ‘new consensus’ there is barely mention of fiscal policy-presumably with the implication that fiscal policy does not matter, whereas the focus is on monetary policy and the use of interest rate policy to target inflation.”

recai sobre a interação da política fiscal com diferentes questões da política macroeconômica, com ênfase na articulação com a política monetária, o balanço de pagamentos e a crise cambial, os fluxos de capital e o prêmio de risco. Na seção 6, é discutida a linha teórica conhecida como a economia política dos ajustes fiscais. Os seus adeptos defendem a consolidação fiscal porque acreditam que os efeitos da ação restritiva não são necessariamente keynesianos, negando a visão de que os cortes fiscais levam a economia à recessão. Finalmente, nas considerações finais procura-se resgatar alguns pontos apresentados no decorrer do trabalho.

1 Mudanças no plano teórico

A idéia central é identificar os marcos teóricos que respaldaram a visão hegemônica no tratamento da política fiscal no período pós 80. A construção desse movimento teve início com a crítica das políticas de inspiração keynesiana embasadas na curva de Phillips. O *mix* de política monetária e fiscal usado na arbitragem entre o pleno emprego e a estabilidade de preços, já questionado pelos monetaristas, perdeu influência teórica a partir das idéias desenvolvidas por Lucas (1972 e 1976) e da introdução da hipótese das expectativas racionais nos modelos macroeconômicos (Sargent; Wallace, 1975). No que ficou conhecido como a *crítica de Lucas*, o autor desafiou o procedimento utilizado nos modelos da síntese neoclássica de origem keynesiana, segundo o qual o padrão de comportamento das pessoas não seria alterado no caso de ocorrer mudanças na política econômica.³ A partir do princípio da expectativa racional é aceito que as mudanças nas ações governamentais ou nas regras do jogo econômico são entendidas e os agentes alteram seu comportamento em conformidade com as novas condições vigentes. (Lucas; Sargent, 1994).

A abordagem das expectativas racionais estabeleceu certo consenso teórico no *mainstream* em torno da idéia de que as autoridades econômicas, na escolha das medidas adotadas, têm de levar em conta o impacto das decisões nas expectativas dos agentes. Estes reagem assumindo posições baseadas na avaliação do regime de política econômica e do ambiente econômico *esperados*, com respostas diferentes conforme a *leitura* da política vigente e a confiança na continuidade da estratégia adotada.

(3) Como colocou Sargent (1994, p. 32) “The assumption has been, that is, that people will act under the new rules just as have under the old, so that even under new rules past behavior is still a reliable guide to future behavior.”

A análise baseada nas expectativas racionais questionou a viabilidade da construção de uma política ótima, capaz de maximizar em dado momento a função objetivo da política econômica, e de interferir na sua trajetória ao longo do tempo. O desdobramento lógico foi a negação das medidas de administração da demanda e a defesa da idéia de que os dirigentes econômicos deveriam estar comprometidos com as regras do jogo ou com a estratégia da política econômica (Mishkin, 1995). Nas palavras de Sargent (1994, p. 37):

(...) the rational expectations approach directs attention away from particular isolated actions and toward choices among feasible rules of the game, or repeated strategies for choosing policy variables.

O foco de atenção deixou de ser a seleção de ações específicas e voltou-se para a escolha do *regime de política econômica*, definido, de acordo com Chari (1994, p. 42), como:

*(...) the expectations of future policies can easily be predicted in situations where the government chooses an entire **sequence** of policies today (or possibly, **rules** describing policy choices in various contingencies) and people believe those policies will be implemented in the future. Such a sequence of policies is called a **policy regime**.*

A definição do regime de política econômica é o elemento chave dessa perspectiva teórica porque sinaliza como deve ser a condução da política econômica, permitindo, assim, reduzir a instabilidade e alcançar os ganhos decorrentes de políticas com regras fixas e bem entendidas.

A análise do regime de política econômica incorporou outro elemento à discussão teórica. O texto pioneiro de Kydland e Prescott (1994) destacou que a adoção do regime de política está freqüentemente sujeito a problemas de inconsistência intertemporal (*time-inconsistency*) porque interfere no comportamento dos agentes que agem baseados em expectativas sobre as políticas futuras. No caso de acreditarem que o governo deixará de seguir as políticas definidas anteriormente, irão alterar as suas decisões e os efeitos esperados com as medidas de política econômica não serão alcançados. A gestão da política econômica defrontar-se-ia, então, nesta perspectiva analítica, com uma clara restrição, qual seja, o desenho da política corrente deve ser consistente com a futura política de equilíbrio e para que o regime de política econômica seja *time consistent* o governo tem de manter-se fiel ao plano original (Kydland; Prescott, 1994). Em outras palavras, o caminho exigido na superação da inconsistência intertemporal é o inelutável compromisso com a política econômica anunciada.

A questão recolocou, em novas bases, o debate a respeito da disjuntiva sobre regras *versus* discricção. A percepção anterior de que deveria haver flexibilidade para a reação do governo diante de alterações no cenário econômico foi abandonada. A literatura sobre consistência temporal defendeu a submissão dos dirigentes a princípios pré-estabelecidos, acreditando que a obediência a *regras* em todos os períodos, irá, a cada período, validar as expectativas e permitir que se alcancem os resultados desejados (Barro; Gordon, 1994). O outro caminho de defesa do regime de política econômica é o desenho de um quadro institucional adequado, capaz de sustentar a política adotada, isto é, garantir a regulação das áreas de interesse e o comprometimento com a estabilidade dos preços através da independência de atuação do Banco Central.

A questão da *credibilidade* ganhou destaque quando o *mainstream* incorporou as expectativas racionais como determinante do comportamento dos agentes e passou a defender a adoção de um regime de política econômica. A idéia de que o simples anúncio de mudanças não é suficiente para ganhar a confiança dos agentes privados reforçou a premissa de que a credibilidade deve ser construída e transformar-se em meta a ser alcançada. A política econômica deve ser vista como um processo contínuo, de modo a criar um ambiente em que os agentes privados crêem na manutenção futura das políticas correntes. A presença de *descontinuidades* pode afetar o ambiente esperado, ampliar o risco de turbulências e prejudicar os resultados desejados. Nesta perspectiva teórica, os dirigentes, tentando minimizar o risco, devem manter a *consistência intertemporal* das ações e comprometer-se hoje com a política *esperada* no futuro, conseguindo, assim, alcançar *credibilidade* e estabelecer a *reputação* da política econômica. (Persson; Tabellini, 1994).

Esta visão teórica foi, de certa forma incorporada, em diferentes graus, na gestão da política econômica de vários países. As políticas ativistas perderam força e recebeu atenção a proposta de construção de um regime de política econômica, com a definição de regras e de instituições responsáveis por manter políticas sem problemas de consistência temporal, ou seja, em condições de convalidar as expectativas e estabelecer o ambiente propício à ação dos agentes privados. Pois, caso as medidas não correspondam ao que o mercado espera do movimento futuro da economia, crescem as turbulências e a política econômica é colocada em xeque.

2 A tarefa da sustentabilidade da dívida

A maior integração mundial deu força ao movimento de capitais, incorporando os países emergentes ao circuito de valorização do capital internacional e ampliando a ação especulativa dos agentes financeiros no mercado global. A inserção no mercado financeiro internacional pôs fim ao isolamento das políticas domésticas e requereu a adequação da estrutura institucional local à lógica de valorização dos *estoques*. A liberalização financeira colocou-se como *rito de passagem* no credenciamento das nações como receptoras das aplicações financeiras. Este processo, no entanto, não se esgotou na alteração institucional. A gestão macroeconômica teria como obrigação manter a estabilidade e o retorno esperado do capital, defendendo a lógica financeira internacional em favor da continuidade das políticas adotadas, isto é, deve haver o compromisso com o regime de política econômica capaz de oferecer um horizonte que dê aos investidores condições de traçarem cenários e avaliarem os riscos da escolha do *portfolio*. O caminho da credibilidade e da reputação da política macroeconômica só estará consolidado quando houver a crença no comprometimento com a manutenção das regras, independentemente da ocorrência de turbulências financeiras e de alternância no poder político.

O domínio deste novo cenário de gestão macroeconômica trouxe desdobramentos no debate sobre o papel da política fiscal. O mais imediato é 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. A preocupação com o aumento do esforço fiscal, sinalizando a ausência do risco de *default*, 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. (Heller, 1997).

A tarefa da política fiscal mereceu atenção especial nos países emergentes. O retorno ao mercado financeiro internacional, após a crise da dívida dos anos 1980, elevou a cobrança de controle das contas públicas. A nova forma de inserção externa exigia o encaminhamento de mudanças na área fiscal diante do relaxamento dos controles de capital, das alterações na aversão ao risco dos investidores e da rolagem da dívida pública a taxa de juros mais elevada, que se colocou a partir do fim do sistema de juros seletivos imposto pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais. (Mihaljek; Tissot, 2003).

O outro desdobramento analítico foi o debate em torno dos elos da política fiscal com as demais políticas macroeconômicas. A literatura econômica convencional trabalha com a idéia de *centralidade* da política fiscal, que não tem a ver com a possibilidade dela desempenhar papel ativo na gestão da demanda agregada e do ciclo econômico, reservado, no atual pensamento do *mainstream*, à política monetária. O relevante é a posição crítica que ocupa como âncora da estabilidade macroeconômica (Dihn, 1999). A tarefa que lhe cabe é servir de pilar de sustentação e *farol* do comportamento *esperado* de outras variáveis macroeconômicas. Não se trata apenas de relembrar a discussão tradicional do déficit público e as implicações sobre inflação, déficit externo e o *crowding out*. O resultado das contas públicas passou a ser visto como o indicador central usado na orientação dos investidores em suas decisões de investimentos, isto é, as mudanças na percepção da *trajetória* da situação fiscal servem de sinalização para os agentes reorientarem a composição das aplicações, gerando movimentos de capitais, com repercussões no prêmio de risco, bem como nas taxas de câmbio e de juros dos países vistos como de maior fragilidade. Esta visão reforçou a certeza dos que defendem a ampliação do ajuste fiscal como forma de sustentar às expectativas dos investidores, uma vez que alterações na forma de perceber a trajetória da política fiscal servem ao questionamento de outras variáveis e impulsionam o risco de crise financeira. Como colocaram Mihaljek e Tissot (2003, p. 16):

(...) public finance fragility is often considered a warning indicator, ie a sign of other – and perhaps hidden – fragilities in the rest of the economy. Hence, markets attach specific importance to fiscal credibility when judging the soundness of macroeconomic indicators. For instance, they tend to be less tolerant of current account deficits if the country is characterized by large fiscal fragilities. Or they will scrutinize more rigorously the health of the corporate and banking sectors. Moreover, worries about public finances can jeopardize institutional commitments and make them unsustainable. For instance, fixed exchange rate arrangements will not look credible and can be attacked in case of fiscal profligacy.

A aceitação desses argumentos não deixa muita margem, no plano teórico, à gestão da política econômica.⁴ A centralidade da política fiscal torna inelutável o esforço fiscal capaz de incutir confiança aos investidores e de atender os interesses de valorização financeira. A *crença* na trajetória de solvência da situação fiscal emerge como o pilar da estabilidade macroeconômica, que é a base a partir da qual

(4) Certamente, há diferenças entre os argumentos no plano teórico e a prática da política econômica. As margens de atuação das autoridades econômicas nos países avançados são bem maiores do que aquelas existentes nos países emergentes, mas, este ponto é pouco explorado na literatura.

os investidores definem as suas ações, responsáveis, de acordo com essa visão, por impulsionar o crescimento.

Os investidores têm de ter à disposição um indicador da saúde financeira do setor público que permita avaliar a trajetória das finanças públicas em cenários prováveis. O conceito tradicional de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), ao refletir movimentos fiscais já realizados, não cumpre esta exigência, pois não revela o percurso fiscal provável no futuro. A introdução do conceito de sustentabilidade da dívida ocupou essa lacuna (Blanchard, 1990). O indicador do comportamento esperado da relação dívida/PIB sinaliza a trajetória da situação fiscal e serve de alerta ao mercado no caso da dívida crescer rapidamente ou atingir nível considerado elevado. Se os cenários mais prováveis apontarem riscos, a política fiscal teria de sofrer alterações, buscando, de um lado, obter o superávit primário requerido para a estabilização do indicador dívida/PIB e, de outro, garantir a continuidade da política necessária à sustentação da estabilidade.

A natureza prospectiva em que se baseia o princípio da sustentabilidade da dívida, no entanto, o deixa aberto à ampla gama de incertezas econômicas, principalmente em economias emergentes. As constantes alterações no mundo das finanças globais e a própria instabilidade interna provocam variações na taxa de câmbio e de juros, na inflação e no PIB, modificando, *subitamente*, as avaliações acerca da trajetória até então considerada sustentável (Mihaljek; Tissot, 2003). O consenso hoje presente é de que, mesmo assim, é preciso garantir a *solvência* do setor público, isto é, ampliar o esforço fiscal e evitar que as expectativas sobre o comportamento da política fiscal afetem outras variáveis-chaves da economia.

O risco de crises externas, diante de alterações súbitas das condições de sustentabilidade da dívida, fez com que se ampliasse a investigação da trajetória das finanças públicas. A análise da estrutura da dívida pública (Giavazzi; Missale, 2004), a qualidade da receita e do gasto público e as obrigações potenciais do setor público – como a crise eventual do sistema bancário, as operações fiscais não registradas em balanço, o suporte às corporações, futuras obrigações previdenciárias, etc. – passaram a fazer parte do conjunto de informações cruciais sobre a situação fiscal.

Além disso, a tentativa de melhorar o conhecimento da situação do setor público levou à adoção de métodos como o *Value-at-Risk* (VaR) de avaliação do *risco fiscal*, a ser calculado, sobretudo, nos países emergentes, particularmente vulneráveis às mudanças súbitas nos “sentimentos” do mercado (Barnhill Jr.; Kopits, 2003). A ampla margem de incerteza na construção dos cenários prováveis,

segundo a proposta, limita o uso do método de sustentabilidade da dívida, pois, de acordo com os autores:

(...) the user is left with the task of ascertaining the margin of error (in both intensity and direction) around such scenarios or indicators ... it is necessary to develop an approach that captures the distribution of potential public sector net worth by valuing the main categories of assets and liabilities, incorporating an explicit quantification of the underlying sources of risk ... [it] simulates a distribution of possible future financial conditions of the government and assesses the probability of financial failure, that may entail loss of access to financing. Ultimately, application of such an approach should be helpful for determining the fiscal adjustment that is necessary for risk and thus ensure fiscal sustainability at a prescribed confident level. (p. 3, 4, 8).

A idéia por trás desta proposta é olhar de modo mais adequado o risco fiscal e evitar que o tratamento pouco cuidadoso das contas públicas possa agravar a volatilidade das variáveis macroeconômicas e dificultar o crescimento.

3 A interação da política fiscal e política monetária

A análise da interação entre a política monetária e fiscal é um ponto de destaque na literatura convencional. Os argumentos apontam grande consenso em torno da obrigatoriedade de manter o ajuste da política fiscal como forma de garantir a efetividade da política monetária. Na visão do *mainstream* dominada pelas proposições de Milton Friedman, a inflação era vista como problema estritamente monetário, resultante do uso crescente da senhoriação no financiamento do déficit público. O controle da inflação dependia, desse modo, do poder das autoridades em conter a taxa de crescimento da oferta monetária e de manter a política monetária até alcançarem o objetivo. O debate não colocava em dúvida, ao menos no longo prazo, a força do controle monetário. Os limites da política monetária estavam no fato das autoridades defrontarem-se com o dilema de decidir entre o ritmo de redução da inflação com a contração monetária e os custos do desemprego, isto é, as discussões giravam em torno do processo de ajustamento e de como minimizar os custos de emprego e produção decorrentes do combate à inflação (Snowdon et al., 2000).

Já no novo marco teórico dominante, Sargent e Wallace (1994) apontaram as limitações da visão monetarista tradicional de controle da inflação. A tese proposta é que o poder da autoridade monetária poderia não ser suficiente no combate à inflação. Seria preciso ver como se estabelece a coordenação entre a

política fiscal e a política monetária, considerando duas formas polares básicas. Na primeira, a trajetória da política monetária é determinada pela ação do Banco Central independente, sem a interferência de outras esferas de governo, que prevalece sobre a política fiscal, tornando viável, desse modo, definir os valores da senhoriagem e controlar a inflação. Na segunda, a autoridade fiscal, ao definir o orçamento, determina o valor do financiamento, via dívida pública e/ou senhoriagem, necessário à manutenção dos gastos, configurando a situação de “dominância fiscal” (*fiscal dominance*). Neste caso, o poder da autoridade monetária é limitado e a senhoriagem terá, cedo ou tarde, de ser usada na cobertura da diferença entre o valor fixado para a receita fiscal e a demanda do mercado por títulos. Pois, vigorando a dominância fiscal, se o governo usar títulos da dívida pública com taxa de juros reais (r) maior do que a taxa de crescimento da economia (g) no financiamento do déficit, o resultado será o aumento da relação dívida/PIB, fazendo com que, em algum momento, ocorra a ampliação da base monetária e a elevação da inflação.

O problema da dominância fiscal, na visão dos autores, não se resume ao fato de se trocar com a austeridade monetária a redução da inflação no presente por inflação mais elevada no futuro. O ponto central é outro: o uso de uma política monetária restritiva, com $(r) > (g)$, leva os agentes com expectativas racionais a anteciparem os níveis futuros de expansão monetária e a definirem níveis mais elevados de preços mesmo no presente.⁵ O sucesso da política monetária no controle da inflação, nessas circunstâncias, está diretamente ligada à capacidade do Banco Central – o que implicaria em ser independente – de impor a disciplina fiscal. Como colocam os autores:

By doing this in a binding way, the monetary authority forces the fiscal authority to choose a $D(t)$ sequence consistent with the announced monetary policy. This form of permanent monetary restraint is a mechanism that effectively imposes fiscal discipline. (Sargent; Wallace, 1994, p. 112).⁶

A ação firme da autoridade monetária leva à adoção de uma política fiscal consistente com os objetivos da política monetária, sem o que não é viável manter o

(5) Segundo os autores: “the current price level depends on the current level and all anticipated future levels of the money supply ... this sets up a force whereby high rates of money creation anticipated in the future tend to raise the current rate of inflation.” (p. 109).

(6) Os autores explicam: “we will refer to $D(t)$ as the deficit, but keep in mind that equals the real deficit as ordinarily measured less real interest payment”. (p. 106).

combate à inflação.⁷ Assim, na perspectiva teórica de Sargent e Wallace, o controle *intertemporal* da política fiscal é a âncora da política monetária e peça central da política macroeconômica comprometida na luta contra a inflação.

Os adeptos da *Fiscal Theory of Price Level* (FTPL) também questionam a prática baseada na visão monetarista de que o controle inflacionário depende da evolução da oferta monetária.⁸ Entretanto, não aceitam a proposição de Sargent e Wallace de que a independência e a ação dura do Banco Central são garantias suficientes da estabilidade dos preços. Eles postulam a idéia de que caso não se assegure uma política fiscal apropriada, a estabilidade dos preços não será obtida, pois acreditam que a restrição orçamentária intertemporal do setor público é uma condição de equilíbrio e, quando isso não ocorre, o mercado ajusta-se movendo os preços até que o equilíbrio se restabeleça.

Desse modo, na visão da FTPL a estabilidade dos preços depende das condições da política fiscal, ou seja, *unless steps are taken to ensure appropriate fiscal policies, the goal of price stability may remain elusive no matter how tough and independent the central bank is* (Christiano; Fitzgerald, 2000, p. 2). A hipótese com que trabalham é que o impacto sobre o nível de preços, devido à deterioração das condições do setor público, não é resultado da decisão de monetizar o déficit público e, por isso, não pode ser eliminado mesmo se o Banco Central adotar regras estritas de política monetária. O mecanismo econômico básico é o efeito riqueza provocado pela situação fiscal *esperada* sobre as decisões de gastos do setor privado. A antecipação de que os superávits primários devem cair e provocar a elevação do valor presente do déficit governamental, leva as famílias a se sentirem mais ricas (graças à expectativa de maiores gastos dos setores público e privado) e a ampliarem a demanda de bens e serviços, dado aquele nível de preços. (Woodford, 1996).

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. Isto é, o equilíbrio requer que o ajustamento de preços e/ou taxa de juros seja de tal ordem que preserve a igualdade entre o

(7) Sargent (1999) afirma: “with a tight fiscal policy that hands the monetary authority a small portfolio of government debt to manage, it is easy to run a noninflationary monetary policy; but under a persistent deficit-spending policy, it is impossible to run a noninflationary monetary policy.” (p. 1476).

(8) Ver, entre outros, Woodford (1996; 1998), Christiano e Fitzgerald (2000) e Canzoneri et al. (2002).

montante das obrigações governamentais e o valor presente dos superávits esperados do governo. Neste sentido, se o Banco Central, em resposta ao aumento de preços, adotar uma política monetária agressiva terá como resultado a expansão do custo real da dívida e maior demora em voltar ao equilíbrio, sem, no entanto, evitar os efeitos do choque fiscal; ou seja, o caminho de combate à aceleração dos preços não está na política monetária, mas na ação da política fiscal.

O aumento do nível dos preços só deixa de se verificar quando o governo mantém, na denominação de Woodford (1996, p. 22), uma política fiscal “ricardiana”:

*I shall call fiscal policy “Ricardian” if it is determined by a rule that adjusts the size of the real primary budget deficit so as to prevent the real value of outstanding government debt from exploding, **regardless** of the paths of prices, interest rates, output, or the money supply* (Grifo no original).

A adoção de uma política fiscal ricardiana é a garantia de que, mesmo na ocorrência de choques exógenos nas contas públicas, é possível escolher a política monetária em condições de estabilizar os preços. O sucesso da ação do Banco Central depende, então, do uso da restrição orçamentária capaz de sempre anular o crescimento da dívida, independente da trajetória dos preços e da taxa de juros. Não se trata, portanto, de optar entre uma política fiscal sustentável ou não-sustentável, mas definir a política fiscal comprometida com uma restrição orçamentária intertemporal que impeça a expansão da dívida em todos os momentos.

A análise da relevância da política fiscal e dos limites da política monetária é retomada por Blanchard (2004) para discutir o regime de metas de inflação no Brasil. A abordagem da *fiscal dominance of monetary policy*, presente em Sargent e Wallace (1981) e Woodford (2003), é lembrada pelo autor no questionamento da idéia, comumente aceita, de que o aumento da taxa de juros real é importante instrumento no controle da inflação.

A sua proposição é que o aumento da taxa de juros real, como meio de combater a alta da inflação, pode ser perverso se a elevação dos juros reais comprometer a sustentabilidade da dívida pública. A maior probabilidade de *default*, dependendo da aversão ao risco dos investidores externos, provoca a redução do fluxo de capitais e a depreciação do câmbio, com impacto negativo na inflação. O autor acredita que o regime de metas de inflação, por defender o aumento da taxa de juros reais no caso de não cumprimento da meta de inflação estabelecida, pode implicar em mais inflação em vez de menos. Defende, então, que, se o aumento dos juros afetar a credibilidade da dívida, as autoridades não

devem usar a política monetária como forma de controlar os preços. A alternativa é ampliar o esforço fiscal necessário ao ajustamento *intertemporal* das contas públicas como elemento central da política econômica. A âncora fiscal é o meio capaz de afastar a ameaça de *default* e reverter a percepção de risco dos investidores, fatores cruciais na manutenção da atratividade dos títulos públicos e do fluxo de capitais externos.

A proposta da política monetária baseada em metas de inflação parte de outra perspectiva analítica. O foco central é o debate em torno da idéia de adoção de regras *versus* políticas discricionárias. A partir da literatura sobre *time-consistency*, a visão teórica dominante formou relativo consenso de que a adoção de regras na condução da política monetária tem enormes vantagens. O ganho de credibilidade favorece o desempenho econômico e elimina o viés inflacionário atribuído às políticas discricionárias. A efetividade das metas programadas, entretanto, requer a presença de um Banco Central em condições de conduzir a política monetária com elevado grau de independência. Além disso, não deve prevalecer sintomas graves de dominância fiscal (Masson et al., 1997). A consequência é que o modelo de metas de inflação, para ganhar credibilidade, exige ações capazes de eliminar a dominância fiscal, envolvendo a busca de melhores resultados e a criação de instituições responsáveis pelo controle das contas públicas (Eichengreen, 2002).⁹

A política fiscal, nessas abordagens teóricas, ocupa posição subordinada, embora central, e perde a função de elemento ativo da política macroeconômica. É a política monetária que exerce a função de instrumento responsável pela estabilidade da economia e manipulação da demanda agregada. Taylor (2000) defende, no caso americano, que a política monetária cumpre essa tarefa com mais eficiência, uma vez que os efeitos da política fiscal levam longo tempo até se concretizarem e as medidas adotadas são de difícil reversão e estão sujeitas às incertezas do processo legislativo. Além disso, alerta para o fato de que, mesmo se a morosidade for superada com proposições do executivo, é pouco provável que as medidas discricionárias tenham efeito positivo sobre a demanda agregada neste mundo dominado pelas expectativas racionais. Acredita, então, que a ação da política fiscal através do estabilizador automático é mais efetiva e consistente com os objetivos de controle inflacionário, além de atender o requisito fundamental de

(9) Como coloca o autor: “*In particular, inflation targeting must be supported by the reform and reinforcement of fiscal institutions as a way of delivering better fiscal outcomes. Fiscal-policy making processes and procedures should be centralized to reduce free riding. Vertical fiscal imbalances should be reduced. The budget constraints facing sub-central governments should be hardened.*” (p. 37).

ser claramente definida e sistemática. À política fiscal discricionária restaria, desse modo, o papel de responder questões de longo prazo que requerem mudanças menos freqüentes.

A ação fiscal anti-cíclica nos países emergentes é vista com olhos ainda mais críticos. A análise de Gavin et al. (1996), que mostra o efeito pró-cíclico e amplificador das flutuações do produto da política fiscal na América Latina e no Caribe, serviu de indicação a Perry (2002) de que as autoridades econômicas desses países não deveriam gozar de liberdade nas decisões orçamentárias. As pressões de ordem política e a falta de instituições orçamentárias fortes seriam os fatores responsáveis pela falta de superávits na fase de crescimento e pelos resultados fiscais insustentáveis, com implicações negativas na credibilidade da política fiscal. O autor propõe que é preciso restringir o espaço de decisão das autoridades orçamentárias, adotando regras fiscais e estabelecendo metas de superávits estruturais capazes de eliminar o viés deficitário e o caráter pró-cíclico da política fiscal, para só então criar as condições de uso dos estabilizadores automáticos.

4 Política fiscal, balanço de pagamentos e crise externa

A discussão das relações entre a política fiscal e a crise externa recebeu enorme destaque na literatura convencional corrente. Os modelos mudaram ao longo do tempo, procurando incorporar as diferentes características das crises cambiais mais recentes. Os modelos tradicionais, conhecidos atualmente como modelos de primeira geração, tinham o objetivo de responder às crises cambiais dos países em desenvolvimento nos anos 1970 e 1980.¹⁰ Estes modelos destacavam a inconsistência entre a política cambial e uma política fiscal expansionista. A existência de déficit fiscal e o seu financiamento por meio da expansão do crédito doméstico estavam na raiz da perda gradual das reservas internacionais e do ataque especulativo responsável pelo colapso cambial. Isto é, a crise ocorria devido à existência prévia de políticas inconsistentes. A proposta ortodoxa de prevenção era, portanto, promover o ajuste fiscal, envolvendo o setor público como um todo, de modo a corrigir a inconsistência entre a situação fiscal e o regime cambial. (Kopits, 2000).

Esta visão ganhou novos contornos com a abertura financeira e o caráter especulativo das finanças globais. A expectativa sobre o comportamento *futuro* da economia ganhou destaque neste novo contexto e incorporou-se aos modelos de

(10) Ver o modelo de Krugman (1979) e de Flood e Garber (1984).

crise cambial de segunda geração. O ataque especulativo, responsável por levar à crise cambial, continuou vinculado aos *fundamentos* da economia, mas, diferentemente dos modelos anteriores, não tinha a inevitabilidade da crise determinada pela presença prévia de déficits fiscais. A partir da idéia de que os investidores são *forward-looking*, o processo poderia ser precipitado por *sentimentos* desfavoráveis a respeito do comportamento da economia, desencadeados no momento em que, na *percepção* dos investidores, surgissem sinais da *futura* ocorrência de políticas inconsistentes, colocando em risco a sustentabilidade intertemporal da política fiscal. A mudança de humor dos agentes poderia ser deflagrada por problemas decorrentes de atividades quase-fiscais ou da ampliação das obrigações do setor público relacionadas a outra ordem de problemas, como, por exemplo, a assunção de dívidas de outras esferas de governo, a presença de garantias implícitas ao setor bancário e às corporações ou as dificuldades relacionadas aos inativos e pensionistas. (Kopits, 2000; Flood; Marion, 1998).

A motivação da crise cambial seria a presença de déficits *prospectivos* associados às garantias oferecidas ao sistema bancário ou às corporações, que se concretizariam quando ocorresse a desvalorização cambial. A expectativa em relação às futuras formas de assunção de dívidas não necessariamente depende da existência de medidas explícitas do governo, mas, segundo essa visão, poderiam, a partir de expectativas racionais, ser antecipadas e servir de base à ação dos agentes (Corsetti; Presenti; Roubini, 1999, p. 4). O problema colocado nesses termos desloca a discussão do porquê da crise cambial. A causa deixa de ser a situação fiscal atual, mas o que mercado financeiro *suspeita*, baseado em novas informações, que venha a ser a ação do governo em caso de turbulências no mercado (Krugman, s.d.). Assim, apesar das condições fiscais favoráveis, a expectativa de que o governo venha a assumir dívidas coloca em dúvida a situação fiscal futura e provoca a reação dos agentes.

Os modelos de crise cambial com essa visão enfatizam as obrigações *potenciais* do setor público e destacam o risco de financiamento inflacionário após a desvalorização cambial. Os investidores, diante do aumento potencial das obrigações do setor público, reagiriam, alterando sua conduta. Na tentativa de evitar perdas, desencadeiam o movimento especulativo contra a moeda e detonam a crise cambial.¹¹ A fragilidade dos fundamentos – como a posição fiscal, o volume de reservas internacionais ou o comprometimento com o regime cambial – também é

(11) Cf. Burnside et al. (2000; 2001a, 2001b), Marini e Piersanti (2003) e Corsetti et al. (1999).

vista como elemento determinante da crise nos modelos com características de *self-fulfilling crises*. O ataque especulativo poderia ser evitado caso os agentes se convencessem do efetivo compromisso com o pagamento da dívida pública, permitindo, desse modo, conter o prêmio de risco exigido pelos investidores e afastar a ameaça de *default*. Entretanto, o país estaria potencialmente vulnerável ao ataque especulativo quando, na percepção dos investidores, o eventual sucesso da corrida contra a moeda explicitaria a fragilidade dos fundamentos, ou seja, a expectativa de comprometimento *ex-post* dos fundamentos *empurra* a economia para a crise cambial. (Obstfeld, 1994).

Os modelos de segunda geração não apontam o corte abrupto do déficit público e a contração de investimentos e da renda como medida de enfrentamento da crise cambial. O caminho desejado é a persistência e a busca de *credibilidade* na formulação da política fiscal, com a definição de *regras* permanentes e a realização de reformas estruturais capazes de assegurar, no tempo, a sustentabilidade fiscal. Estas medidas são preferíveis à adoção de cortes imediatos e profundos. Além disso, corrigem a situação fiscal *future* e garantem a solvência do setor público, mesmo em caso de ocorrência da desvalorização cambial, produzindo impacto positivo nas expectativas dos agentes e melhoria nas condições de desempenho econômico. (Kopits, 2000).

A crise da Ásia colocou sérias dúvidas sobre o papel da política fiscal, de um lado, como fator de determinação dos problemas cambiais e, de outro, como elemento central da abordagem adotada para a administração dos distúrbios financeiros. O descontentamento com o quadro analítico anterior deu origem ao que Krugman (1997; 1999) denominou de modelos de terceira geração. Alguns desses modelos, mesmo mantendo as características de *self-fulfilling*, deslocaram o núcleo da questão para as dificuldades do sistema bancário (Radelet; Sachs, 2001). A corrida bancária provocada pela perda de confiança na liquidez dos depósitos é apontada como fator determinante das crises dos regimes de câmbio fixo. Os países estariam sujeitos à crise quando as obrigações potenciais do sistema bancário em moeda estrangeira, no curto prazo, fossem maiores do que o valor dos recursos externos passíveis de serem acionados de imediato. Desse modo, a existência da crise dependeria, em última instância, das condições de liquidez da economia (Chang; Velasco, 1998a, 1998b). Por outro lado, o impacto da política fiscal na crise cambial não teria a ver com a perspectiva de *monetização* do déficit público. O elemento a ser considerado é o efeito da dificuldade de financiamento da dívida pública – especialmente a de curto prazo – na situação de liquidez do sistema

financeiro do país; isto é, na hipótese de que os credores externos se recusem a rolar a dívida pública, a crise pode atingir o mercado interno e provocar a liquidação de ativos, afetando tanto o sistema bancário como a condição de liquidez externa do país. Assim, é fundamental a condição da dívida pública na análise do risco, potencial, de crise de liquidez. Esta visão dá algum suporte à crítica da política de contração fiscal imposta pelo FMI aos países em crise, pois, ao condicionar os empréstimos ao ajuste do setor público, pode ter acentuado as dificuldades e contribuído para a crise, que poderia ser evitada caso os empréstimos não estivessem condicionados. Entretanto, a crítica não afasta a ênfase que é dada ao controle fiscal, sobretudo, quando a dívida é crescente e ocorram elevados gastos com o socorro financeiro emergencial aos bancos (*bank bailouts*). (Chang; Velasco, 1999, p. 50-55).

Outra linha de modelos de terceira geração propõe, como Krugman (1999), que os problemas nucleares não estão nas dificuldades do sistema bancário. O elevado volume de maus empréstimos é antes consequência do que causa da crise, ou seja, é o resultado da recessão e da depreciação cambial que se seguem ao colapso do fluxo internacional de capitais. Logo, o valor *ex-post* dos empréstimos problemáticos não pode ser tomado como indicação das dificuldades *ex-ante*. O autor definiu a falta de confiança na economia, em função do elevado déficit em conta corrente, como o mecanismo propulsor da crise. A obrigação de reverter o déficit em transações correntes provocou forte depreciação real do câmbio que, por sua vez, deteriorou os balanços das empresas domésticas e validou a perda de confiança dos investidores.

O ponto de vista dos modelos críticos colocou em xeque a política econômica aplicada no enfrentamento da crise. O uso de medidas contracionistas inibiu a possibilidade de ajuste moderado e aprofundou a recessão. O caminho alternativo de como lidar com a crise – a provisão de linhas de crédito de emergência com o objetivo de repor os recursos de investimentos das empresas e a capitalização dos bancos – foi desconsiderado nos programas do FMI dos anos 1990. A instituição pautou-se pelos modelos de segunda geração e defendeu a idéia de que os críticos falhavam ao não olhar as evidências de descontrole fiscal para além das estreitas definições das contas públicas oficiais. Na opinião de um membro do FMI:

(...) in general terms, vulnerability to a currency crisis is enhanced not only by a large explicit or recorded fiscal imbalance, but equally by a perceived implicit lack of fiscal sustainability. ... the attack can take place when investors obtain new information that the government's net liabilities exceed

a certain threshold, or when the government decides to extract seigniorage, instead of embarking on a fiscal adjustment, to meet the intertemporal budget constraint (Kopits, 2000, p. 8).

Justifica-se, assim, o uso da contração fiscal como elemento estratégico da política econômica concebida nos acordos com os países em crise e como fator chave na credibilidade geral do programa (Radelet; Sachs, 2001). O FMI apelou a crescente número de *condicionalidades*, definindo as metas fiscais e as reformas estruturais de médio prazo, como meio de garantir a sustentabilidade intertemporal da dívida pública e o papel da política fiscal como âncora das expectativas dos investidores. (Lopreato, 2004).

A obrigatoriedade da disciplina fiscal nas crises cambiais ganhou força na visão dos adeptos da *Fiscal Theory of Level Price*. Eles realçam a força da política fiscal na determinação da crise e mostram que a política monetária só é consistente com a viabilidade de longo prazo do regime de câmbio fixo quando se adota, como se mostrou acima, a política fiscal ricardiana. A restrição fiscal, vista como condição de equilíbrio, aponta que o nível de preços e o valor da taxa de câmbio mantêm-se apenas quando o valor presente *esperado* dos superávits primários fiscais correntes e futuros for igual ao valor presente real das obrigações governamentais a um dado nível de taxa de câmbio. Assim, o sentido da disciplina da política fiscal é claro: o valor corrente e/ou futuro do superávit primário deve sempre atender a restrição fiscal do setor público, qualquer que seja o valor real das obrigações governamentais correntes. Isto inibe a ação fiscal discricionária, pois, no caso de inconsistência entre o valor presente dos superávits fiscais e a taxa de câmbio, a autoridade monetária é forçada a lançar mão das receitas de senhoriagem para garantir a solvência do setor público e abandonar a taxa de câmbio. (Daniel; 1997; 2001, Canzoneri et. al., 2001).

5 Política fiscal: taxa de juros, fluxos de capital e prêmio de risco

A discussão sobre o papel da política fiscal nas taxas de juros, nos fluxos de capital e no prêmio de risco ganhou destaque com a ampliação do movimento de capitais e a presença dominante das expectativas racionais. As questões não são novas, mas seriam repensadas para incorporar as tendências teóricas recentes e as características do mundo dominado pelas finanças especulativas. Apesar das

divergências dos estudos empíricos,¹² há relativo consenso, não compartilhado por aqueles que acreditam na equivalência ricardiana, em relação à idéia de que o resultado do aumento do déficit público, no longo prazo, é a elevação da taxa de juros. A existência de déficit público implica em poupança pública negativa e redução do valor da poupança nacional. O efeito *crowding-out* explica o menor valor dos investimentos e, por outro lado, ocorre a deterioração do saldo da conta corrente graças à valorização da taxa de câmbio induzida por taxas de juros mais elevadas.¹³ Assim, o efeito positivo do aumento do déficit público no consumo e na renda não se mantém no longo prazo. O aumento do déficit público e, conseqüentemente, a menor taxa de poupança nacional reduz o crescimento do investimento e do estoque de capital, deixando como resultado apenas o aumento da taxa de juros.¹⁴

Na visão da equivalência ricardiana, no entanto, o corte de impostos, com o conseqüente aumento do déficit público, não terá qualquer efeito sobre o consumo, as condições de acumulação de capital ou o crescimento econômico. O argumento central é que o menor valor dos impostos e os déficits de hoje irão requerer maiores impostos no futuro, de modo que o uso da dívida pública no financiamento do corte de impostos está apenas postergando o pagamento dos tributos.¹⁵ De acordo com esta visão, o contribuinte, se for suficientemente *forward-looking*, é capaz de entender que a carga total de impostos não está sendo alterada e não elevará o consumo em resposta ao corte de impostos. O valor total do corte de impostos será poupado para fazer frente ao aumento esperado dos tributos no futuro. De modo que, os defensores da equivalência ricardiana, negando a visão mais aceita no *mainstream*, acreditam que a queda da poupança do setor público será compensada por um aumento equivalente da poupança do setor privado, sendo que a redução da receita pública financiada com a expansão da dívida irá manter inalterado o valor da poupança nacional; portanto, o produto, a taxa de juros e o saldo de transações correntes não são afetados.¹⁶

(12) Alguns estudos, como Plosser (1987) e Evans (1987a; 1987b) apontam que o déficit público não tem efeito sobre a taxa de juros. Outros, como Gale e Orszag (2002; 2004) e Ardagna et al. (2004), sustentam que os déficits públicos implicam em maiores taxas de juros. Há ainda os que, como Barth (1991), mostram que as evidências são contraditórias e não se pode afirmar com certeza qual é o comportamento dos juros frente ao déficit público.

(13) Ver Ball e Mankiw (1995).

(14) Cf. Elmendorf e Mankiw (1998).

(15) Cf. Barro (1989).

(16) Cf. Elmendorf e Mankiw (1998, p. 40).

Não obstante a importância teórica atribuída à equivalência ricardiana, são poucos os que a defendem.¹⁷ O pensamento atualmente aceito – concordando com a visão monetarista – vê no controle do déficit público o caminho necessário à redução da taxa de juros, porém, vai além e estabelece o elo entre as taxas de juros esperadas e as do presente. Esta trajetória já havia sido delineada por Blanchard (1984), quando deixou de estabelecer a relação da taxa de juros com os valores dos fluxos (déficit público) e destacou o problema da sustentabilidade, centrando a análise da determinação da taxa de juros no valor da dívida pública, variável de estoque. Entretanto, o autor chamou a atenção – apesar da ênfase atribuída ao montante da dívida – para o caráter essencial do nível do déficit corrente. O valor do déficit é crucial porque afeta a taxa de juros real longa, cujo valor depende da *expectativa* sobre o comportamento da dívida ou, de modo equivalente, do montante inicial da dívida e da seqüência de déficits esperados. A seqüência de déficits mais altos provoca, inicialmente, a elevação da taxa de juros longa, mas, com o tempo, leva a maiores taxas de juros curta e longa.

A visão hoje dominante seguiu nessa perspectiva. O aumento da taxa de juros está relacionado à expectativa de comportamento das contas públicas baseada nas condições de sustentabilidade da dívida, que, por sua vez, depende da determinação do déficit público que é o fator responsável por estabelecer o elo entre a dívida corrente e a dívida futura. A incerteza sobre o futuro da situação do setor público realçou o papel da expectativa e da relação da taxa de juros com o déficit futuro esperado.¹⁸ O debate sobre a influência da política fiscal na taxa de juros incorporou a leitura prospectiva que o mercado faz da política econômica e deu destaque ao papel da credibilidade no compromisso das autoridades de controlar a dívida. Assim, o movimento da taxa de juros vincula-se à confiança na política de contenção do déficit. Os agentes, baseados em expectativas racionais, no caso de acreditarem na redução do déficit e na sustentabilidade da dívida, prevêm a queda dos juros no futuro e antecipam os resultados, aceitando juros menores no presente.¹⁹

(17) Como colocam Elmendorf e Mankiw (1998), o conceito de equivalência ricardiana apesar de pouco aceito entre os economistas é relevante por duas razões: “1) *this small group has provided a useful reminder to the rest of the profession that the conventional view of government debt is far from a scientific certitude* e 2) *even if Ricardian Equivalence does not describe the world, it can be viewed as one natural starting point in the theoretical analysis of government debt.*” (p. 44).

(18) Como colocam Gale e Orszag (2003, p. 26): “*A final issue worth emphasizing is that long-term deficits create significant uncertainty, since an unsustainable fiscal policy must ultimately be addressed in some way. After all, the government cannot continue to run deficits so large that the public debt grows faster than output.*”

(19) Ver Feldstein (1986) e Gale e Orszag (2002).

A perspectiva analítica de que a ação corrente dos agentes depende da expectativa sobre o comportamento futuro da dívida incorporou-se às discussões a respeito dos fluxos de capitais e do prêmio de risco atribuído a cada economia, bem como às propostas de política econômica dos organismos multilaterais. A visão mais aceita é que a abertura da conta financeira elevou a pressão por um ajuste fiscal estrutural de maior fôlego como meio de fazer frente à incerteza e à volatilidade dos fluxos de capital. Embora os fatores internos não sejam os únicos responsáveis por alterações nos fluxos de capital, os analistas lhes atribuem papel crucial. O princípio geral é que os países com elevado volume de dívida ou situação fiscal pouco consistente são olhados como de maior risco e sujeitos a altas taxas de juros, isto é, pagam maiores *prêmios de risco* nas operações financeiras e estão sujeitos à maior volatilidade dos fluxos de capital (Heller, 1997). Justifica-se, assim, a proposição em favor da ampliação do ajuste estrutural. Os que defendem essa posição consideram que, no atual momento das finanças globais, não é suficiente os países, sobretudo os emergentes, apresentarem condições fiscais sem desequilíbrios. O mercado requer um esforço adicional que o convença de que há firme compromisso com a disciplina fiscal, o que só seria alcançado com o aumento do superávit estrutural capaz de sinalizar, de um lado, o comprometimento com a sustentabilidade de médio a longo prazo e, de outro, a capacidade do governo de adotar a política fiscal *apropriada* em caso de alterações bruscas na economia mundial ou no plano doméstico. A vigência de *regras fiscais* facilitaria a obtenção das metas desejadas e daria confiança aos investidores de que a política adotada não sofreria descontinuidade a cada novo momento de turbulência, podendo, desse modo, servir de âncora das expectativas do mercado.²⁰ A melhor condição fiscal, medida pelo valor do superávit primário e pelo tamanho da dívida pública, seria o fator crucial na redução do prêmio de risco na volatilidade dos fluxos de capital, cumprindo a tarefa de garantir a estabilidade e as condições favoráveis de crescimento.²¹

6 A visão da “economia política” do ajuste

A análise dos itens anteriores destacou o consenso hoje existente sobre o papel da política fiscal no contexto da política macroeconômica e sobre a

(20) De acordo com Heller (1997, p. 14) “*fiscal policy can thus play the role of an “anchor” stabilizing market expectations with respect to both the underlying tightness of the fiscal position and to the potential swings in a country’s fiscal position that are seen as acceptable and consistent with the rules of prudent fiscal policy management.*”

(21) Ver Loureiro e Barbosa (2004) para uma discussão da questão do prêmio de risco tomando o caso do Brasil e Afonso e Strauch (2004) para a análise do caso europeu.

sustentabilidade da dívida como caminho inelutável na busca da estabilidade exigida no mundo das finanças globalizadas. O objetivo de consolidação das finanças públicas tornou-se ponto fundamental da agenda dos anos 1990 e ganhou corpo a cobrança por superávits *estruturais* capazes de atender as expectativas dos investidores, independentemente dos valores assumidos pelas variáveis que influenciam a evolução da dívida pública. O compromisso das autoridades econômicas de pautarem as suas ações levando em conta as expectativas sobre a dinâmica das contas públicas definiu o caráter *passivo* da política fiscal, apesar da centralidade que ocupa no seio da política macroeconômica.

O intenso debate sobre o ajuste fiscal intertemporal ampliou o leque de preocupações teóricas na agenda da visão convencional. A discussão dos efeitos não keynesianos do ajuste fiscal ganhou espaço e se diferenciou da idéia dominante no momento anterior.²² Nos modelos tradicionais de origem keynesiana, a política de austeridade fiscal tinha efeitos contracionistas inevitáveis no curto prazo e os resultados favoráveis só seriam alcançados no longo prazo, com a queda da taxa de juros, o aumento dos investimentos e a recuperação do crescimento.

Tal posição foi, em grande medida, abandonada com a difusão da idéia da contração fiscal expansionista (*expansionary fiscal contractions*). Pois, enquanto o efeito keynesiano tradicional capta o choque direto do corte de gastos e do aumento dos impostos na renda do setor privado, os *efeitos não-keynesianos* resultam do impacto da política fiscal corrente levando em conta a *expectativa* e a *confiança* dos agentes privados nas mudanças das políticas futuras. Se a consolidação fiscal ganhar credibilidade e alcançar a magnitude necessária, os supostos danos de curto prazo da contração fiscal seriam amenizados ou, até mesmo, eliminados pela ampliação dos gastos privados, prevalecendo os efeitos expansionistas.

Os efeitos *não-keynesianos* da política fiscal são explicados, portanto, pelo papel da política corrente em *moldar* as expectativas de mudanças nas políticas realizadas no futuro ou, como coloca Bertola e Drazen (1993, p. 12), “*the key characteristic of the expectations view of fiscal policy is that nonstandard effects of fiscal policy are explained by the role of current policy in shaping expectations of future policy changes.*” Esta percepção leva os agentes a reverem as suas ações de gastos e a compensarem o efeito negativo do ajuste fiscal, garantindo a retomada do crescimento.

(22) Há uma vasta bibliografia sobre essa questão. Pode-se citar, entre outros, Giavazzi e Pagano (1990; 1995); Drazen e Bertola (1993); Alesina e Perotti (1995a, 1995b, 1996, 1997); Alesina; Perotti e Tavares (1998); Hemming; Kell e Mahfouz (2002); Alesina e Ardagna (1998) e Perotti (1999).

A origem deste crescimento, no entanto, é controversa. Alguns trabalhos olham o lado da demanda e explicam os efeitos não keynesianos como o resultado tanto do maior consumo proveniente do aumento da renda disponível esperada,²³ como da elevação dos investimentos em função da expectativa de juros mais baixos²⁴ e da redução do prêmio de risco após o programa de consolidação fiscal.²⁵ Outros enfatizam o lado da oferta e atribuem os efeitos não-keynesianos, fundamentalmente, ao impacto do ajustamento fiscal sobre o mercado de trabalho.

Os programas de ajuste de sucesso cortam os gastos de governo com salários e freiam a elevação dos impostos sobre o trabalho, reduzindo o seu custo e criando melhores condições de oferta.²⁶ Os analistas debruçam-se sobre o estudo dos fundamentos microeconômicos do ajuste fiscal, interessados nas implicações da escolha do programa adotado. Em outras palavras, os estudos associam as especificidades de cada ajuste fiscal ao resultado alcançado, de modo que os ganhos com o ajuste dependem do *tipo* de programa empregado e das características de cada país no trato da política fiscal.

A discussão centra-se, então, no *formato* da política de ajuste fiscal. Os estudos defendem que a *composição* das medidas anunciadas no programa de consolidação fiscal é um ponto fundamental que irá influenciar a expectativa e a reação dos agentes, ou seja, os efeitos não esperados da política fiscal serão diferentes conforme a composição do ajuste fiscal adotado. A idéia de concentrar o esforço de consolidação fiscal elevando a arrecadação é, desde logo, descartada. Os estudos consideram que o efeito do aumento da tributação poderá ser perverso e provocar distorções pela maior taxação da renda de capital e do mercado de trabalho. O acúmulo de problemas no sistema tributário, sobretudo quando a carga tributária já é elevada, pode afetar as expectativas e influir negativamente no produto.

O consenso existente é que o programa de consolidação fiscal deve concentrar-se no corte dos gastos ou, mais especificamente, no corte dos salários do setor público e das transferências.²⁷ Esta composição do programa fiscal é a que esses estudiosos vêem como a mais recomendável porque preenche certos

(23) Ver, entre outros, Giavazzi e Pagano (1990; 1996) e Bertola e Drazen (1993).

(24) Ver McDermott e Wescott (1996).

(25) Ver Alesina; Perotti e Tavares (1998).

(26) Ver, entre outros, Alesina e Perotti (1996; 1997).

(27) Veja, entre outros, McDermott e Wescott (1996); Alesina e Perotti (1995, 1996, 1997); Perotti (1999) e Alesina e Ardagna (1998), Bertola e Drazen (1993) e Alesina; Perotti e Tavares (1998).

requisitos: i) o corte dos salários do setor público reduz os custos e gera efeitos positivos no lado da oferta; ii) é maior a probabilidade de conter o valor da dívida pública quando o ajuste fiscal ocorre via cortes dos gastos correntes; iii) a confiança dos agentes de que os cortes de gastos serão mais duradouros do que a redução dos investimentos públicos eleva a credibilidade da proposta de ajuste e iv) o fato do governo não se furtar a promover cortes de alta sensibilidade como emprego, seguridade e gastos sociais, favorece a avaliação das autoridades e ajuda no sucesso da consolidação fiscal.

A composição do programa, no entanto, não é o único fator que explica o sucesso do ajuste fiscal. Algumas análises exploram os elos entre o arranjo institucional e a performance das contas públicas.²⁸ Em um dos pontos abordados, defendem que as condições de implementação dos programas de ajuste são mais favoráveis quando se faz intervenção no plano institucional, provavelmente, com a adoção de *regras fiscais*. A introdução de regras no processo orçamentário, consistentes com as propostas de controle do déficit, é vista como poderoso instrumento para se alcançar bom desempenho das contas públicas.²⁹

Esses analistas chamam ainda a atenção para os limites no controle do déficit público colocados no plano político ou, mais especificamente, no arranjo político de sustentação do governo. Afirmam que os governos de coalizão têm maiores dificuldades de manter a austeridade fiscal, pois, a construção da coalizão de apoio ao governo pode se tornar fator impeditivo para que o ajuste seja bem sucedido e alcance o tamanho necessário à redução da taxa real de juros capaz de deslanchar os efeitos não keynesianos das contrações fiscais. Por outro lado, apontam que, ao contrário do que o senso comum coloca, as evidências não indicam que os ajustes fiscais sejam politicamente custosos e os governos com política fiscal frouxa gozem de vida mais fácil. Assim, não haveria razão econômica nem política para não se levar adiante o corte de gastos e a consolidação fiscal.

Considerações finais

O texto procurou analisar o espaço atribuído à política fiscal na literatura convencional. Apesar de existirem diferentes visões nesse campo, pode-se afirmar que há relativo consenso sobre as formas mais adequadas de condução da política fiscal. A globalização consolidou o movimento, iniciado nos anos 1970, de crítica

(28) Ver, entre outros, Alesina et. al (1999), Poterba (1996), Campos, Ed e Pradhan (1996).

(29) Cf. Kopits (2004); Schuknecht (2004); Hallerberg et. al. (2004).

das políticas discricionárias de corte keynesiano e colocou na agenda a proposta de construção de um *regime* de política econômica. O comprometimento com regras e ações consistentes inter-temporalmente tem como objetivo dar *credibilidade* e estabelecer a *reputação* da política econômica, criando um quadro estável capaz de servir de guia dos investidores na tomada de decisões.

A definição do regime de política econômica respondeu à dinâmica capitalista baseada na valorização dos estoques de riquezas, em que os ganhos dependem das escolhas de alocação do portfólio e do comportamento *esperado* das variáveis que interferem no processo. Neste sentido, a previsibilidade nas ações das autoridades foi aclamada como um trunfo na busca de novos investimentos, com a política fiscal ocupando o centro das atenções. A preocupação anterior de controle dos fluxos fiscais – refletida no simples combate do déficit público – cedeu espaço à avaliação dos estoques, isto é, do montante da dívida pública.

A idéia de sustentabilidade da dívida, de um lado, incorporou a visão prospectiva à análise da situação das contas públicas e, de outro, revelou o comprometimento do governo em garantir os ganhos esperados dos investidores privados. Este compromisso refletiu um duplo movimento no plano teórico. O primeiro relaciona-se à idéia de solvência da dívida pública como parte do rol de ativos usados como espaço de valorização dos capitais. Tal tarefa, embora importante, responde apenas por parte do papel atribuído à política fiscal. O segundo movimento estabeleceu as articulações com as outras variáveis determinantes dos ganhos esperados dos investidores. Na construção deste arcabouço teórico, o consenso hegemônico atribuiu papel central à política fiscal, mas, ao mesmo tempo, retirou-lhe, quase que totalmente, a autonomia. A aparente contradição ocorre porque a condução da política fiscal é vista como responsável por influenciar a expectativa de rentabilidade dos títulos públicos e o comportamento das variáveis observadas pelos investidores no momento de escolher onde alocar o capital disponível, isto é, a tarefa da política fiscal é sinalizar o baixo risco das aplicações e dar confiança aos investidores.

O texto mostrou que, apesar das diferenças, a construção teórica defende a consolidação fiscal como o caminho na busca da credibilidade da política econômica. Na interação com a política monetária, a visão monetarista tradicional foi deixada de lado e ganhou espaço a proposta de Sargent e Wallace (1994) de que o controle intertemporal da política fiscal é a âncora da política monetária, pois, caso prevalecesse uma situação de dominância fiscal, não seria viável o controle inflacionário. Os agentes, partindo de expectativas racionais, iriam antecipar os

níveis futuros de expansão monetária e definir um patamar mais elevado de preços no presente. A visão da FTLP, mais radical, defende a adoção do que chama de uma política fiscal *ricardiana* como passo indispensável no combate à inflação. Em outra perspectiva analítica, a política monetária baseada em metas de inflação defende as ações centradas no controle da política fiscal, como forma de dar credibilidade à política adotada.

O debate sobre as crises cambiais, em grande medida, associou o colapso dos regimes aos déficits fiscais prospectivos. As crises, nesse sentido, não estão vinculadas, necessariamente, a medidas governamentais efetivas. Mas, com ações que, racionalmente, poderiam ser antecipadas e servir de base a movimentos especulativos. Assim, a expectativa sobre o comportamento futuro das contas públicas pode ser a causa da crise cambial, mesmo que a atual situação fiscal seja favorável. Isto colocou a sustentabilidade da dívida e a credibilidade da política fiscal como peças nucleares da política econômica que teriam que ser seguidas no combate à crise cambial. Não foi por outra razão que o FMI focou o acordo assinado com vários países na política fiscal.

A mesma perspectiva analítica é utilizada na relação da política fiscal com a taxa de juros, os fluxos de capitais e o prêmio de risco. O comportamento dessas variáveis é visto como vinculado diretamente à expectativa sobre o volume da dívida e a situação fiscal futura dos países, sobretudo nos países emergentes, que são dependentes de financiamento externo. As condições de acesso aos capitais estariam dadas, então, pela definição de programas de ajustes estruturais capazes de sinalizar o comprometimento com a sustentabilidade de médio e longo prazo da dívida pública.

O programa de consolidação fiscal, por outro lado, não aparece na literatura convencional como fator que, necessariamente, leva o país à recessão. A análise baseada na idéia de “contrações fiscais expansionistas” defende que mesmo os efeitos contracionistas de curto prazo podem ser superados quando os programas alcançam credibilidade. Neste caso, os investidores, confiantes no comportamento futuro da economia, ampliam os gastos e evitam o quadro recessivo. Os analistas acreditam que esses efeitos são ainda mais efetivos caso o ajuste fiscal seja feito através de cortes de gastos, principalmente, de salários e de transferências. Além disso, os aspectos microeconômicos e o arranjo institucional são apresentados como elementos importantes na definição do programa e nos resultados esperados, o que coloca em destaque a adoção de regras como meio de garantir a implantação da política proposta e a continuidade do crescimento.

Em resumo, a política econômica, pensada nesses termos, deixa pouco espaço de atuação à política fiscal. O papel que lhe cabia como instrumento de gestão da demanda agregada, na contramão da visão keynesiana, foi deixado de lado, delegando-se à política monetária o cumprimento dessa tarefa. A política fiscal deve se concentrar, sobretudo, na criação das condições de estabilidade e de credibilidade da política econômica, pois, assim, estará contribuindo para o aprimoramento das condições de oferta e pavimentando o caminho da retomada do crescimento sustentável.

A crítica a esta visão não é trivial. Requer o esforço daqueles que acreditam na importância do papel do Estado e defendem que o espaço da política fiscal deve ir além de simples guardião das condições de valorização do capital privado.

Referências bibliográficas

- AFONSO, A.; STRAUCH, R. *Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU*. European Central Bank, Feb. 2004. (Working Paper Series, n. 303).
- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Tales of fiscal adjustment. *Economic Policy*, Oct. 1998.
- _____; PEROTTI, R. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. *Economic Policy*, 21, Oct. 1995a.
- _____; _____. The political economy of budgeted deficits. *IMF Staff Papers*, v. 42, n. 1, Mar. 1995b.
- _____; _____. *Budgeted deficits and budgeted institutions*. National Bureau of Economic Research, 1996. (NBER Working Paper n. 5556). Disponível em: <www.nber.org>.
- _____; _____. Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects. *IMF Staff Papers*, v. 44, n. 2, Jun. 1997.
- _____; _____. TAVARES, J. The political economy of fiscal adjustments. *The Brookings Papers on Economic Activity*, Sept. 1998.
- _____. et al. *Budgeted institutions and fiscal performance in Latin America*. Inter-American Development Bank, 1996. (Working Papers Series, 394).
- ARDAGNA, S.; CASELLI, F.; LANE, T. *Fiscal discipline and the cost of public debt service: some estimates for OECD countries*. National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper n. 10788). Disponível em: <www.nber.org>.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. The effectiveness of monetary policy and fiscal policy. *Levy Economics Institute*, 2003. (Working Paper, n. 369). Disponível em: <www.levy.org>.

BALL, L.; MANKIW, N. G. *What do budget deficits do?* Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995. Disponível em: <<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1995/pdf/s95manki.pdf>>.

BARNHILL, T.; KOPITS, G. *Assessing fiscal sustainability under uncertainty*. International Monetary Fund, 2003. (IMF Working Paper 03/79). Disponível em: <www.imf.org>.

BARRO, R. J. The Ricardian approach to budgeted deficits. *Journal of Economic Perspectives*, v. 3, n. 2, Spring 1989.

_____; GORDON, D. B. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. In: PERSSON, T.; TABELLINI, G. *Monetary and fiscal policy*. The MIT Press, 1994. v 1: Credibility.

BARTH, J. et. al. The effects on Federal budgeted deficits on interest rates and the composition of domestic output. In: PENNER, Rudolph (Ed.). *The great fiscal experiment*. Washington: Urban Institute Press, 1991.

BERTOLA, G.; DRAZEN, A. Trigger points and budgeted cuts: explaining the effects of fiscal austerity. *American Economic Review*, v. 83 n. 1, Mar. 1993.

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>.

_____. Debt, deficits, and finite horizons. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 2, Apr. 1985.

BLANCHARD, O. J. *Suggestions for a new set of fiscal indicators*. OECD Department of Economics and Statistics, Apr. 1990. (Working Paper, n. 79).

_____. *Fiscal dominance and inflation targeting*. Lessons from Brazil. National Bureau of Economic Research, Mar. 2004. (NBER Working Paper n. 10.389). Disponível em: <www.nber.org>.

BURNSIDE, C.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. *On the fundamentals of self-fulfilling speculative attacks*. National Bureau of Economic Research, 2000. (NBER Working Paper n. 7554). Disponível em: <www.nber.org>.

_____; _____. Prospective deficits and the Asian currency crisis. *Journal of Political Economy*, v. 109, n. 6, Dec. 2001a.

_____; _____. *On the fiscal implications of twin crises*. National Bureau of Economic Research, 2001b. (NBER Working Paper n. 8277). Disponível em: <www.nber.org>.

CAMPOS, E. D.; PRADHAN, S. *Budgetary institutions and expenditure outcomes*. World Bank Policy Research, 1996. (Working Paper Series 1646).

CANZONERI, M. B.; CUMBY, R. E.; DIBA, B. T. *Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?* 2002. Disponível em: <www.kc.frb.org/Publicat/sympos/2002/S02Canzoneri.pdf>.

_____; _____. Fiscal discipline and exchange rate system. *The Economic Journal*, v. 111, n. 474, p. 667-690, Oct. 2001.

CHANG, R.; VELASCO, A. *Financial fragility and the exchange rate regime*. National Bureau of Economic Research, Mar. 1998a. (NBER Working Paper n. 6469). Disponível: <www.nber.org>.

_____; _____. *The Asian liquidity crisis*. National Bureau of Economic Research, Nov. 1998b. (NBER Working Paper n. 6796). Disponível em: <www.nber.org>.

_____; _____. *Liquidity crises in emerging markets: theory and policy*. Federal Reserve Bank of Atlanta, Oct. 1999. (Working Paper 99-15).

CHARI, V. V. Time consistency and optimal policy design. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

CHRISTIANO, L. J.; FITZGERALD, T. J. Understanding the fiscal theory of the price level. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, v. 36, n. 2, 2000.

CORSETTI, G.; PRESENTI, P.; ROUBINI, N. Paper tigers? A model of the Asian currency crisis? *European Economic Review*, v. 43, p. 1211-1236, 1999.

DANIEL, B. C. *Fiscal policy and the predictability of exchange rate collapse*. International Monetary Fund, 1997. (IMF Working Paper 97/133). Disponível em: <www.imf.org>.

_____. A fiscal theory of currency crises. *International Economic Review*, v. 42, n. 4, p. 969-988, Nov. 2001.

DINH, H. T. *Fiscal solvency and sustainability in economic management*. World Bank, 1999. (Working Paper n. 2213).

DRAZEN, A.; BERTOLA, G. Trigger points and budget cuts: explaining the effects of fiscal austerity. *American Economic Review*, v. 83, n. 1, Mar. 1993.

EICHENGREEN, B. *Can emerging markets float? Should they inflation target?* Banco Central do Brasil, 2002. (Working Paper Series 36).

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

EVANS, P. Interest rates and expected future budgeted deficits in the United States. *Journal of Political Economy*, v. 95, n. 1, p. 34-58, Feb. 1987a.

_____. Do budgeted deficit raise nominal interest rates? Evidence from six countries. *Journal of Monetary Economics*, v. 20, p. 281-300, 1987b.

FELDSTEIN, M. *Budged deficits, tax rules, and real interest rates*. National Bureau of Economic Research, 1986. (NBER Working Paper n. 1970). Disponível em: <www.nber.org>.

FLOOD, R.; GARBER, P. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, v. 17, p. 1-13, 1984.

_____; MARION, N. *Perspective on the recent currency crisis literature*. National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Paper n. 6380). Disponível em: <www.nber.org>.

GALE, W. G.; ORSZAG, P. *Budged deficits, national saving, and interest rates*. Brookings Institution and Tax Policy Center, Sep. 2004.

_____; _____. *The economic effects of long-term fiscal discipline*. Urban – Brookings Tax Policy Center Discussion Paper, 2003.

GAVIN, M.; HAUSMANN, R.; PEROTTI, R.; TALVI, E. *Managing fiscal policy in Latin America and the Caribbean: volatility, procyclicality, and limited creditworthiness*. Inter-American Development Bank, 1996. (Working Paper 326).

GIAVAZZI, F.; MISSALE, A. *Public debt and management in Brazil*. National Bureau of Economic Research. 2004. (NBER Working Paper n. 10394).

_____; PAGANO, M. Can severe fiscal contraction be expansionary? In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual 1990*. 1990.

_____; _____. *Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and the Swedish experience*. National Bureau of Economic Research, 1995. (NBER Working Paper n. 5332). Disponível em: <www.nber.org>.

HELLER, P. S. *Fiscal policy management in an open capital regime*. International Monetary Fund. Fiscal Affairs Department, 1997. (IMF Working Paper 1997/20).

HEMMING, R.; KELL, M.; MAHFOUZ, S. The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – A review of the literature. International Monetary Fund, 2002. (IMF WP 02/208). Disponível em: <www.imf.org>.

KOPITS, G. *How can fiscal policy help avert currency crises?* International Monetary Fund, 2000. (IMF Working Paper 00/185). Disponível em: <www.imf.org>.

KOPITS, G. (Ed.). *Rules-based fiscal policy in emerging markets: background, analysis and prospects*. Palgrave Macmillan, International Monetary Fund, 2004.

KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 11, n. 3, p. 311-325, Aug. 1979.

_____. Balance sheets, the transfer problem, and the financial crises. *International Tax and Public Finance*, v. 6, p. 459-472, 1999.

_____. *Currency crises*. 1997. Disponível em: <<http://www.pkarchive.org/>>.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSSON, T.; TABELLNI, G. *Monetary and fiscal policy*. The MIT Press, 1994. v. 1: Credibility.

LOPREATO, F. L. C. Novos tempos: política fiscal e condicionalidades pós 80. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 8, n. 1, jan./jun. 2004.

LOUREIRO, A. S.; BARBOSA, F. H. Risk premia for emerging markets bonds: evidence from Brazilian government debt: 1996/2002. Banco Central do Brasil, May 2004. (Working Paper Series n. 85).

LUCAS, R. E. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2 p. 103-124, Apr. 1972.

_____. Economic policy evaluation: a critique. In: BRUNNER, Karl; MELTZER, Allan H. (Ed). *The Phillips curve and labor market*. Nort-Holland Press, 1976.

_____; SARGENT, T After Keynesian macroeconomics. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. Cambridge: MIT Press, 1994.

MARINI, G.; PIERSANTI, G. *Fiscal deficits and currency crises*. CEIS – Centre for International Studies on Economic Growth. Research Paper Series, May 2003. (Working Paper n.15).

MASSON, P.R.; SAVASTANO, M.; SHARMA, S. *The scope for inflation targeting in developing countries*. International Monetary Fund, 1997. (IMF Working Paper 97/130).

McDERMOTT, C. J.; WECOTT, R. F. An empirical analysis of fiscal adjustment. *IMF Staff Papers*, v. 43, n. 4, Dec. 1996.

MIHALJEK, D.; TISSOT, B. Fiscal positions in emerging economies: central bank's perspective. In: FISCAL issues and central banking in emerging economies. 2003. (BIS Paper n. 20).

MISHKIN, F. S. *The rational expectations revolution: a review article of: Preston J. Miller, ed: The Rational Expectations Revolutions, Readings The Logic of Currency Crises From the Front Line*. National Bureau of Economic Research, 1995. (NBER Working Paper n. 5043).

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

PEROTTI, R. Fiscal policy in good times and bad. *Quarterly Journal of Economics*, v. 114, p. 1399-1436, 1999.

PERRY, G. *Can fiscal rules help reduce macroeconomic volatility in the Latin America and Caribbean region?* World Bank, Jun. 2002. (World Bank Research Working Paper 3080).

PERSON, T.; TABELLINI, G. Introduction. In: MONETARY and fiscal policy. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1994. v. 1: Credibility.

PLOSSER, C. Fiscal policy and the term structure. *Journal of Monetary Economics*, v. 20, n. 6, p. 343-367, Sept. 1987.

POTERBA, J. M. *Do budget rules works?* National Bureau of Economic Research, 1996. (NBER Working Paper n. 5550). Disponível em: <www.nber.org>.

RADELET, S & SACHS, J. O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático. In: Krugman, P. (editor) *Crises Monetárias*, .São Paulo, Makron Books, 2001.

SARGENT, T. J. Rational expectations and the reconstruction of macroeconomics. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

_____. A primer on monetary and fiscal theory. *Journal of Banking Finance*, v. 23, n. 10, 1999.

_____; _____. Rational expectations, the optimal monetary instruments, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, v. 83, Apr. 1975.

_____; _____. Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall, 1981. Reimpresso em: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

SNOWDON, B., VANE, H., WYNARCZYK, P. *A modern guide to macroeconomics*. An introduction to competing schools of thought. Edward Elgar, 2000.

STEIN, E.; TALVI, E.; GRISANTI, A. *Institutional arrangements and fiscal performance: the Latin-American experience*. Inter-American Development Bank, Feb. 1998. (Working Paper 367).

TAYLOR, J. Reassessing discretionary fiscal policy. *Journal of Economic Perspective*, v. 14, n. 3 Summer 2000.

WOODFORD, M. *Control of the public debt: a requirement for price stability?* National Bureau of Economic Research, Jul. 1996. (NBER Working Paper n. 5684). Disponível em: <www.nber.org>.

_____. *Public debt and the price level*. 1998. Disponível em: <<http://www.princeton.edu/~woodford/BOE.pdf>>.

_____. *Interest and prices: foundations of a theory on monetary prices*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.