

 **Texto**
para discussão

236

**Crise econômica e política
fiscal: os desdobramentos
recentes da visão
convencional**

Francisco Luiz C. Lopreato

Junho 2014

Instituto de Economia
UNICAMP 

Crise econômica e política fiscal: os desdobramentos recentes da visão convencional

Francisco Luiz C. Lopreato¹

Resumo

A crise de 2008 acendeu o debate sobre o papel da política fiscal. Colocou em dúvida o consenso anterior e relançou a política fiscal como instrumento central da política macroeconômica. A adoção da política de estímulos fiscais recolocou o debate sobre os limites da política de gastos públicos e os riscos de insolvência da dívida. O texto busca mapear o debate da visão convencional sobre as seguintes questões: i) o tamanho do multiplicador e a eficácia da política fiscal; ii) a relação entre a expansão da dívida e o crescimento; iii) o impacto da consolidação fiscal e a validade da contração fiscal expansionista; iv) os caminhos da política econômica e a velocidade da consolidação fiscal e v) o uso de regras fiscais como meio de garantir maior espaço fiscal. O objetivo é entender as políticas sugeridas e as eventuais alterações no modo de pensar a política fiscal em decorrência da crise.

Palavras-chave: Política fiscal; Política macroeconômica; Finanças públicas.

Abstract

The crisis of 2008 turned on the debate on the role of fiscal policy. Called into question the earlier consensus and relaunched fiscal policy as the main instrument of macroeconomic policy. The adoption of fiscal stimulus policies has put the debate about the limits of public spending policy and the risk of insolvency of debt. The text seeks to map the conventional view on the following issues: i) the size of the multiplier and the effectiveness of fiscal policy; ii) the ratio of debt expansion and growth; iii) the impact of fiscal consolidation and validity of expansionary fiscal contraction; iv) the paths of economic policy and the speed of fiscal consolidation and v) the use of fiscal rules as a means of ensuring greater fiscal space. The goal is to understand the suggested policies and any changes in thinking fiscal policy due to the crisis.

Keywords: Fiscal policy; Macroeconomic policy; Public finance.

Introdução

O papel da política fiscal mudou sensivelmente na avaliação da teoria macroeconômica desde o momento em que Keynes (1936) lhe atribuiu lugar de destaque como instrumento responsável por

(1) Professor Livre-Docente do IE-Unicamp.

sustentar o crescimento de longo prazo e garantir as condições favoráveis para a expansão da renda e do emprego.

O pensamento macroeconômico convencional afastou-se paulatinamente da proposta original de Keynes e também dos ensinamentos da velha síntese neoclássica, que defendia o uso de certa *mix* de política fiscal e monetária capaz de sustentar elevado nível de emprego e baixa inflação.

Os autores ligados ao que se convencionou chamar de nova síntese neoclássica (NSN) – a aproximação entre as propostas dos novos clássicos e dos novos keynesianos – abandonaram a ideia do *market clearing* e propuseram usar a taxa de juros na gestão da demanda agregada como meio de alcançar a convergência entre o produto potencial e o efetivo e garantir a meta de inflação desejável (Woodford, 2009). A política monetária ocupou o papel ativo na gestão da demanda agregada e a política fiscal foi relegada a lugar secundário. A crença de que as medidas de cunho fiscal necessitavam de longo tempo de implementação e possuíam baixa efetividade em condições de vigência da equivalência ricardiana levou a política fiscal discricionária a perder o apelo de outros tempos. A prioridade passou a ser a garantia da sustentabilidade da dívida pública e a construção de regras fiscais capazes de assegurar o seu caráter intertemporal, a fim de exercer a tarefa de âncora das expectativas de comportamento de juros e câmbio. O consenso em torno do uso de medidas fiscais ativas restringiu-se a circunstâncias especiais: a adoção de estabilizadores automáticos nos momentos de contração do produto ou em tempos de choques importantes, em que a política monetária, na situação limite de uso da taxa de juros, perde o poder de atuação e abre espaço à ação fiscal discricionária, com a ressalva de que o movimento deveria ser revertido o mais rápido possível, sob o risco de comprometer a estabilidade (Lopreato, 2013, cap. 1).

A crise de 2008 acendeu o debate sobre o papel da política fiscal. Blanchard et al. (2010) destacaram o fato de que a crise colocou em dúvida o consenso anterior e relançou a política fiscal como instrumento central da política macroeconômica: primeiro, porque o virtual esgotamento das medidas monetárias deixaram pouca escolha e, segundo, o reconhecimento de que a crise seria longa afastou os argumentos de baixa efetividade e longo tempo de maturação das medidas fiscais já que os estímulos teriam tempo suficiente de gerar efeitos positivos.

Estes autores destacaram ainda que a atual dificuldade dos estudiosos não é identificar as eventuais fragilidades da política econômica e sim abrir mão de pensamentos arraigados para definir um novo arcabouço teórico no manejo da política macroeconômica. A crise abalou as velhas convicções e colocou a necessidade de buscar outras ideias em resposta ao novo momento.

A adoção da política de estímulos fiscais recolocou o debate sobre questões longamente debatidas em outros tempos e relegadas a plano secundário durante o período em que a política monetária recebeu atenção quase única como instrumento de gestão da demanda agregada. O pensamento do *mainstream* avançou por diferentes caminhos, sem, no entanto, afastar-se dos parâmetros teóricos delineados anteriormente. A discussão está em aberto, mas parece convergir para uma posição comum: o uso da política fiscal não deve limitar-se aos estabilizadores automáticos e pode se constituir

em instrumento efetivo em momentos particulares de crise profunda. O domínio desta proposta tem sido acompanhada da defesa da austeridade fiscal na fase de expansão em troca de maior espaço quando houver queda acentuada do produto efetivo.

A proposição de elevar o espaço fiscal parece consensual. A divergência está na escolha do melhor caminho para alcançar esse objetivo. Alguns analistas defendem a austeridade fiscal como o caminho inevitável para trazer de volta o crescimento e evitar os efeitos negativos do alto nível de endividamento. Outros negam essa posição e apontam o seu caráter contracionista, além de contestarem a evidência de que a dívida pública afeta a taxa de crescimento da economia após atingir certo patamar. Mesmo reconhecendo a necessidade de obter a consolidação fiscal, não aceitam a política de austeridade em curso e propõem alterações institucionais capazes de assegurar o comprometimento intertemporal de ajuste fiscal.

O debate em torno dessas posições envolveu diferentes questões, com destaque para: i) o tamanho do multiplicador e a eficácia da política fiscal; ii) a relação entre a expansão da dívida e o crescimento; iii) o impacto da consolidação fiscal e a validade da contração fiscal expansionista; iv) os caminhos da política econômica e a velocidade da consolidação fiscal e v) o uso de regras fiscais como meio de garantir maior espaço fiscal. O texto tem por objetivo mapear esse debate e ver se a crise de 2008 alterou o modo de os autores convencionais pensarem o papel da política fiscal.

1 Eficácia da política fiscal discricionária: o tamanho do multiplicador

A discussão sobre a eficácia da política fiscal discricionária e o tamanho do multiplicador voltou a ganhar destaque no momento em que a realidade imposta pela crise de 2008 escancarou a incapacidade de a política monetária solucionar o problema². A recessão colocou em risco o sistema financeiro e, diferente de ocasiões anteriores, levou à adoção de medidas monetárias expansionistas. As taxas de juros chegaram próximas a zero, sem, no entanto, alcançar sucesso na manutenção do produto e do emprego, forçando os governos a intervir, ampliando o gasto fiscal, para evitar o colapso econômico.

O uso das políticas fiscais discricionárias deu origem a extenso debate sobre a eficácia dos gastos públicos em sustentar o produto e o tamanho do multiplicador (Santos, 2011). A crise mexeu no amplo consenso do *mainstream* a respeito da superioridade da política monetária no manejo do emprego e da renda e desencadeou a busca de respostas teóricas à situação de crise, com ênfase no efeito da política fiscal.

O debate sobre o potencial efeito da política de intervenção baseou-se, sobretudo, na revisão dos modelos DSGE novo keynesiano. Nestes, os valores dos multiplicadores estão diretamente associados à função de reação da política monetária, pois a especificação da equação que descreve a política monetária influencia diretamente a dinâmica das variáveis reais e nominais. Como incluem a regra de

(2) Spilimbergo et al. (2009) faz um *survey* da literatura até então existente sobre o tamanho dos multiplicadores.

Taylor, a resposta padrão ao aumento dos gastos do governo é a alta da taxa de juros, com o propósito de manter a convergência entre o produto potencial e efetivo e evitar a aceleração inflacionária. Os modelos mais aceitos até a crise, com a regra de Taylor e a hipótese de equivalência ricardiana, negavam o efeito expansionista da política fiscal e apresentavam o valor médio do multiplicador próximo a 0,5 (Hall, 1999; Christiano, Eichengreen e Evans 2005; Smets, Wouters 2003).

A discussão ganhou ares distintos diante da constatação de que a crise criou condições particulares no mercado financeiro e alterou a condução da política monetária. A taxa de juros nominal caiu para valores próximos a zero e a expectativa dos agentes era de que esse patamar manter-se-ia por longo tempo. A mudança de perspectiva no manejo da política monetária interferiu diretamente na função de reação da política monetária amplamente aceita nos modelos da fase anterior. Com a taxa de juros nominal próxima a zero e sem perspectiva de alteração, vários textos – parte relevante deles usando modelos DSGE – mudaram a hipótese de reação da política monetária ao aumento do gasto público e basearam a argumentação na tese de multiplicadores dos gastos governamentais substancialmente superiores a 1,0 enquanto a taxa de juros não se afastar de zero.

A especificidade da situação econômica definiu o desenrolar das discussões sobre os efeitos da política fiscal e parcela significativa das questões em disputa esteve fundamentalmente atrelada às hipóteses de reação adotadas em cada modelo e à adoção de políticas de natureza e *timing* diferentes (Auerbach, 2012).

O texto de Woodford (2011) é ilustrativo desse tipo de visão – bastante aceita entre autores da NSN – sobre o valor do multiplicador no período pós-crise. O autor mostra que, a depender das hipóteses de reação da política monetária adotadas em diferentes modelos, varia o tamanho do multiplicador e consequentemente o efeito das políticas de estímulo fiscal. Em um modelo novo keynesiano em que se supõe elevada capacidade ociosa e baixo crescimento do custo marginal com a expansão do produto, é viável manter a taxa de juros real constante e o multiplicador igual a 1. Entretanto, em circunstâncias normais e com a hipótese de que a política monetária responde ao aumento do estímulo fiscal elevando a taxa de juros, o multiplicador será menor do que 1. Com política monetária menos rígida, em que o aumento da taxa de juros real só ocorre no momento em que se constata que a expansão dos gastos públicos de fato elevou a inflação, o tamanho do multiplicador depende do comportamento dos preços: quanto mais fixos forem os preços menos crescem os juros e maior pode ser o valor do multiplicador e o efeito do estímulo fiscal. Ou seja, o autor defende que, em modelos novos keynesianos, multiplicadores mais elevados ocorrem somente quando há algum grau de acomodação da política monetária ao aumento da atividade real e a aceitação da autoridade monetária de conviver com o risco de maior taxa de inflação.

A explicação do autor para a vigência de altos multiplicadores prende-se à especificidade da situação econômica atual, dominada pelo baixo nível de atividade e juros próximos a zero por período consideravelmente longo. A condição de *zero lower bound* é uma restrição à ação da política monetária e

o aumento do estímulo fiscal provoca a queda da taxa de juros real e tem efeito significativo no produto agregado.

De Long e Summers (2012) valem-se do mesmo argumento. O texto discute o impacto da política fiscal no contexto de alto desemprego e de nível do produto abaixo do potencial. Os autores acreditam que a política fiscal discricionária pode cumprir papel relevante em um contexto de severa contração do produto, quando não há problema de restrição de oferta e a taxa de juros encontra-se presa ao patamar próximo de zero. Com a autoridade monetária comprometida em manter essa taxa por um período de tempo considerado longo, o multiplicador relevante é provavelmente bem maior do que as estimativas econométricas baseadas nos momentos em que não vale essa regra.

A excepcionalidade da situação econômica como fator decisivo para que o multiplicador dos gastos públicos seja substancialmente maior do que 1 também é o elemento central da análise de Eggertsson (2010). O autor defende que no atual momento as ações de incentivo à oferta, aceitas nos modelos DSGE, tornaram-se contraproducentes, pois, com os juros próximos de zero por longo período, podem favorecer o aumento da poupança e gerar expectativas deflacionistas. A política econômica deve então concentrar-se em medidas de incentivo à demanda, com ênfase no aumento – definido e temporário – dos gastos públicos, em busca de seu efeito positivo na expansão do produto. Christiano, Eichenbaun e Rebelo (2011) seguem essa mesma direção e argumentam que na situação de juros nominais próximos a zero, a política monetária perde a capacidade de se contrapor ao custo marginal declinante e à queda do produto e de preços, o que acaba por elevar a taxa de juros real e reforçar os sinais de desaceleração da economia. A expansão do gasto público, sem que ocorra uma reação dos juros nominais, gera o aumento do produto e da expectativa de inflação. O resultado é a queda da taxa de juros reais e multiplicadores bem acima de 1. Os autores alertam que a efetividade da política fiscal está diretamente relacionada ao momento que ocorre a expansão do gasto público, ou seja, o alto valor do multiplicador resulta da especificidade do atual momento da economia mundial.

Cogan, Cwik, Taylor e Wieland (2009), por sua vez, baseiam a análise no mesmo tipo de modelos DSGE, mas chegam a multiplicadores baixos porque trabalham com a hipótese de continuidade da expansão dos gastos além do período de duração da taxa de juros zero. O aumento sustentado do gasto público provoca a elevação dos juros e o *crowding out* do investimento, enquanto que as famílias e firmas, com expectativas *forward looking*, antecipam a elevação dos impostos para financiar os maiores gastos públicos e reduzem as suas despesas, provocando baixo impacto do estímulo fiscal no PIB. Ou seja, o uso do estímulo fiscal por tempo superior ao de vigência da taxa de juros zero recoloca a discussão nos termos aceitos antes da crise.

Eggertsson e Krugman (2012) concordam em relação à efetividade dos gastos públicos na crise. Olham os anos recentes como um “momento Minsky”, em que os agentes endividados, ao buscarem a desalavancagem de posições, cortam gastos e agravam o movimento recessivo. A situação econômica, na visão desses autores, altera o comportamento usual de famílias e empresas. A equivalência ricardiana

deixa de valer, enquanto que o consumo e o investimento aproximam-se do velho keynesianismo e passam a se vincular às condições correntes mais do que à renda e aos lucros futuros, de modo que o valor do gasto privado relaciona-se diretamente à situação corrente. Os autores defendem a ampliação dos gastos públicos para que ocupe o lugar deixado pela queda dos gastos dos devedores. A expansão fiscal é vista como um instrumento temporário, necessário para sustentar o produto e a renda durante o movimento de desalavancagem. O pagamento da dívida pública acumulada nesse processo deve ser postergada para quando ocorrer a recuperação da economia e não se colocar como óbice à expansão dos gastos públicos³.

Auerbach e Gorodnichenko (2010; 2012) usam os dados de USA e OECD para mostrar que o efeito da política fiscal varia de acordo com o momento do ciclo e a expansão dos gastos públicos é um instrumento efetivo de expansão do produto e do emprego na fase de recessão aguda porque é o momento em que os potenciais efeitos negativos do estímulo fiscal – inflação e *crowding out* – têm menores chances de ocorrer. O texto advoga a tese de que multiplicadores elevados ocorrem em condições genéricas de recessão e não só em caso de taxa de juros próxima a zero. Assim, na perspectiva dos autores, os estímulos fiscais não são efetivos apenas na situação limite de juros zero, como vários analistas defendem, mas se constituem em instrumento relevante em outras situações de economias em recessão.

A crise colocou o debate teórico convencional diante da obrigação de assimilar os ensinamentos do momento econômico e de repensar o estágio de conhecimento. As grandes crises suscitam reflexão e servem para questionar pontos de vista arraigados e propor novos. Blanchard et al. (2010), atentos ao momento, chamaram a atenção para o fato de o domínio da política monetária ter ido longe demais e de ser preciso rever o lugar da política fiscal. Os economistas heterodoxos, como Skidelsky (2010), viram a oportunidade de criticar a posição teórica dominante e de defender o retorno de Keynes, prescrevendo a adoção de medidas de sustentação do nível de atividade econômica.

Os textos discutindo o multiplicador dos gastos públicos revelam a preocupação de dialogar com a atual situação econômica, sem, no entanto, alterar a posição teórica dominante. Mesmo sem alcançar o consenso, vários analistas defenderam a expansão dos gastos e a efetividade dos estímulos fiscais, porém circunscreveram a validade das ações governamentais a condições específicas: momentos de crise aguda e, na maioria dos autores, marcadas por taxa de juros zero e sem perspectiva de alteração no curto prazo. O movimento lembra o esforço de Hicks (1937) de reduzir o alcance explicativo da Teoria Geral às condições de depressão. O caminho trilhado reconhece a efetividade da política fiscal: quando a profundidade da crise não deixa alternativa a não ser o socorro do setor público, socializando as perdas, em montantes definidos e no tempo preciso.

(3) Nas palavras dos autores: “*The purpose of fiscal expansion is to sustain output and employment while private balance sheets are repaired, and the government can pay down its own debt after the deleveraging period has come to an end.*” (p. 20).

2 A dívida pública e o crescimento de longo prazo

A controvérsia sobre o efeito da política fiscal não evitou a ação dos diferentes governos ampliando fortemente os gastos públicos em apoio às empresas privadas do setor financeiro e não financeiro diante do risco de colapso da economia. O resultado foi a rápida expansão da relação dívida/PIB no âmbito dos países da OECD.

O crescimento da dívida pública reacendeu a preocupação com os seus efeitos sobre a economia. A busca por entender os canais pelos quais a dívida impacta diferentes aspectos econômicos (taxa de acumulação, inflação, impostos, juros, política econômica etc.) é antiga. Com a crise, o foco voltou-se à discussão dos efeitos de longo prazo decorrente da recente expansão do índice dívida/PIB nas economias avançadas e as soluções possíveis.

O debate ganhou fôlego com os trabalhos de Reinhart e Rogoff (2010 a, b). Os autores exploram vasto banco de dados com informações sobre a dívida pública de países avançados e emergentes, em período bastante longo, buscando verificar se há uma relação sistêmica entre níveis elevados de dívida pública com crescimento e inflação.⁴ O estudo concluiu que a relação entre dívida e crescimento é relativamente fraca com níveis “normais”, mas, em países com dívida em patamar superior a 90% do PIB, as observações indicam que a mediana das taxas de crescimento são cerca de 1% menor, enquanto que as taxas médias de crescimento são menores em vários pontos percentuais⁵.

O estudo é meramente empírico e não oferece aparato teórico capaz de explicar o sentido de determinação causal da relação. Entretanto, os autores nesses textos iniciais sugerem implicitamente que os altos níveis de endividamento é o fator responsável por causar a redução da taxa de crescimento economia. Em resposta a seus críticos, Reinhart e Rogoff, (2013) recuam e enfatizam a natureza bidirecional da relação dívida-crescimento e, retomando Reinhart et al. (2012), acatam a posição de que a existência de retrações econômicas severas, independentemente de suas causas, pode ser o fator determinante do aumento da dívida; mas, claramente, não creem que esta seja a explicação principal.

Reinhart et al. (2012) recolocam a questão proposta em 2010. Focam, em primeiro lugar, na correlação entre crescimento e taxa de juros associada a períodos prolongados de dívida pública elevada, definidos como episódios em que a relação dívida/PIB é superior a 90% pelo menos nos últimos 5 anos. O trabalho não encontra evidências de que existe uma correlação entre dívida elevada e aumento da taxa de juros real ou dificuldade de acesso ao mercado de crédito nos casos (26 em 22 países) envolvendo as economias avançadas. Em 11 dos 26 casos estudados, a taxa de juros real encontrava-se abaixo ou no mesmo patamar existente em anos em que a relação dívida/PIB é menor. Por outro lado, o estudo aponta

(4) Cf. Reinhart e Rogoff (2010 a, p. 573): *Our results incorporate data on 44 countries spanning about 200 years. Taken together, the data incorporate over 3,700 annual observations covering a wide range of political systems, institutions, exchange rate and monetary arrangements, and historic circumstances.*

(5) O texto agrupa os países em 4 categorias, de acordo com o valor da relação dívida/PIB: i) abaixo de 30%; ii) entre 30% e 60%; iii) entre 60% e 90% e iv) acima de 90%.

que na grande maioria dos casos observados (23 dos 26) coincidem as situações de dívida elevada (acima de 90%) e menor crescimento.

Os autores apressam-se em afirmar que: *“Of course, public debt overhang and slow growth are surely a simultaneous relationship: countries experiencing a period of slower growth may be more vulnerable to ending up with very high levels of public debt, and once the public debt overhang arises, countries with slower growth are going to take longer to escape it”* (p. 70). Não obstante, negam que a relação causal decorra inteiramente do baixo crescimento e defendem – lembrando que a relação é não linear e a questão da causalidade ainda não está bem resolvida – como proposição fundamental que *“... at high levels, often at a debt/GDP ratio around 90 percent of GDP, public debt overhang does seem to have a negative effect on growth”* (p. 80)⁶. Com base nesta constatação empírica concluem alertando que o custo de longo prazo provocado pela dívida elevada precisa ser levado em conta quando se pensa em lançar mão de políticas keynesianas de curto prazo de estímulo fiscal.

Os estudos de Reinhart e Rogoff ganharam notoriedade e serviram de referência na definição da política econômica contrária aos estímulos keynesianos, fornecendo o suporte empírico necessário para justificar as medidas de austeridade empregadas para reduzir o alto nível da dívida pública que emergiu no bojo da crise mundial⁷.

Irons e Bivens, já em julho de 2010, apontaram falhas no tratamento empírico das informações dos USA e problemas de concepção teórica. Segundo esses autores, Reinhart e Rogoff (2010a) não dão suporte teórico para o tratamento da causalidade e defendem que as evidências sugerem o movimento oposto do que o texto propõe. Além disso, advertem que o fato de correlacionar valor da dívida e taxa de crescimento em dado momento, sem discutir o seu impacto no tempo, não é suficiente, teoricamente, para se acatar a proposição de que o estoque da dívida afete as condições de crescimento. Panizza e Presbitero (2012) questionam igualmente o uso dos estudos empíricos indicativos da presença de correlação negativa entre dívida pública e crescimento econômico. Eles voltam a mencionar o fato de que a presença de correlação não indica causalidade e afirmam não terem encontrado evidências de a dívida elevada afetar o crescimento das economias avançadas, por isso negam a possibilidade de uso dessa relação como argumento de sustentação da política de consolidação fiscal. O FMI (2012) destaca a complexidade da conexão dívida e crescimento e defende não haver um simples patamar capaz de definir se o país está numa situação boa ou ruim, de tal modo que é fundamental explorar a dinâmica da dívida

(6) Os autores citam alguns trabalhos que corroboram a tese que defendem, entre eles: Kumar e Woo (2010); Cechetti, Mohanty e Zampolli (2011); Arcand, Burkes e Panizza (2012)

(7) Como colocou Kozelmann (2014, p. 25): *“In his 2010 Mais Lecture, UK Chancellor of the Exchequer George Osborne contended that ‘[a]s Rogoff and Reinhart demonstrate convincingly, all financial crises ultimately have their origins in one thing’, high levels of public debt (Osborne, 2010). In America, Chairman of the House Budget Committee, Congressman Paul Ryan, maintained that ‘[a] well known study completed by economists Ken Rogoff and Carmen Reinhart confirms a common-sense conclusion. The study found conclusive empirical evidence that gross debt ... exceeding 90 percent of the economy has a significant negative effect on economic growth’ (Ryan, 2013, p. 78). And in his address to the International Labour Organization (ILO) on 9 April 2013, Olli Rehn, EU Commissioner for Economic Affairs, used the paper to argue that ‘public debt in Europe is expected to stabilize only by 2014 and to do so at above 90% of GDP. Serious empirical research has shown that at such high levels, public debt acts as a permanent drag on growth’ (Rehn, 2013).”*

pública, o ambiente macroeconômico e as políticas adotadas em cada caso para se conhecer os efeitos decorrentes do endividamento.

Herndon et al. (2014) desferem ataque contundente à Reinhart e Rogoff (2010 a,b). Eles replicaram os dados utilizados nos estudos e obtiveram resultados diversos: “*we find that selective exclusion of available data, coding errors and inappropriate weighting of summary statistics lead to serious miscalculations that inaccurately represent the relationship between public debt and GDP growth among 20 advanced economies*” (p. 1). Na visão dos autores, contrariando as colocações de Reinhart e Rogoff, a média e a mediana do crescimento do PIB quando a dívida supera 90% não difere muito dos valores alcançados se a dívida for menor. Além disso, afirmam que os dados não permitem estabelecer uma norma geral, já que a relação entre dívida pública e crescimento do PIB varia significativamente a cada período e de acordo com o país. Ou seja, os autores refutam categoricamente a alegação de Reinhart e Rogoff de que índices de dívida pública acima de 90% reduzem a taxa de crescimento do país de forma consistente.

A descoberta de erros na manipulação das informações manchou a credibilidade da pesquisa de Reinhart e Rogoff. Entretanto, pouco alterou a crença de muitos na política de austeridade como solução da crise das economias avançadas. O debate teórico sobre qual o caminho a seguir recebeu enorme atenção e trouxe de volta a discussão sobre os efeitos keynesianos ou não da consolidação fiscal.

3 O impacto da consolidação fiscal: a questão da contração fiscal expansionista

A problemática da contração fiscal expansionista recebeu enorme visibilidade nos anos 90 com as colocações dos teóricos próximos da visão novo-clássica de que, ao contrário do que defendiam os keynesianos tradicionais, a adoção de um programa de consolidação fiscal não levaria, mesmo no curto prazo, necessariamente à recessão e, em determinadas condições, poderia ser expansionista (Giavazzi e Pagano, 1990; Alesina e Perotti, 1995).

O crescimento do déficit e da dívida pública na esteira da crise de 2008 recolocou o debate sobre a pertinência da adoção de programas de consolidação fiscal e sobre os seus efeitos na atividade econômica. O texto de Alesina e Ardagna (2010) relançou a discussão e defendeu a posição de que os programas de austeridade fiscal eram necessários e não teriam impacto negativo na situação econômica. Os autores, a partir de um modelo CABP (*cyclically-adjusted primary balance*)⁸, analisam dados de 21 países da OECD e os efeitos dos programas fiscais. As conclusões não diferem de estudos anteriores e

(8) O método CABP é o utilizado nos estudos convencionais de medição dos efeitos de uma política de contração fiscal. Segundo Guajardo et al. (2011, p. 6): *The conventional approach to addressing this issue is to identify discretionary changes in fiscal policy using cyclically-adjusted fiscal data. In particular, a standard approach is to use the change in the CABP to measure discretionary changes in fiscal policy. The CABP is calculated by taking the actual primary balance – non-interest revenue minus non-interest spending – and subtracting the estimated effect of business cycle fluctuations on the fiscal accounts. Cyclical adjustment offers an intuitive way of dealing with the fact that tax revenue and government spending move automatically with the business cycle. The assumption is that, once they are cyclically adjusted, changes in fiscal variables reflect policymakers’ decisions to adjust taxes and government spending. An increase in the CABP would therefore provide evidence of deliberate fiscal policy tightening.*

apontam que os resultados estão relacionados ao desenho do programa. O corte de tributos é a melhor escolha se o objetivo for expandir o produto, pois, como afeta diretamente as condições de oferta, provoca maior efeito sobre o produto do que a opção de elevar os gastos. Por outro lado, os programas de ajustamento fiscal são mais efetivos quando realizados por meio de corte de gastos do que por aumento de receita e os resultados estão mais associados à expansão econômica do que à recessão, confirmando a hipótese da contração fiscal expansionista.

Os autores voltaram a defender posição semelhante em outro estudo recente (Alesina; Ardagna, 2012). Primeiro, reafirmam que o ajuste fiscal baseado em corte de gastos é bem menos provável de ser revertido e levam a um período mais longo de queda da relação dívida / PIB. Segundo, apontam que os programas de ajuste por meio de corte de gastos estão relacionados com recessões menores do que os que se baseiam em aumento de tributos e, em alguns casos, durante o período de corte de gastos e no momento posterior imediato, o crescimento do PIB é maior do que em anos anteriores. Terceiro, os resultados expansionistas ocorrem, sobretudo, quando os programas de ajuste fiscal são acompanhados de políticas orientadas ao crescimento, como a liberalização dos mercados de trabalho e de bens, capazes de alterar o regime econômico e de interferir nas expectativas, responsáveis por incutir confiança nos investidores.

Alesina e Ardagna (2012), em resposta à posição de críticos que atribuem a responsabilidade pelo sucesso dos programas de ajustes às medidas complementares aos cortes de gastos ou aumento das receitas, concordam com as colocações de Alesina, Favero e Giavazzi (2012) de que as políticas de renda (acordos salariais) ajudam e essas políticas são beneficiadas pelos programas fiscais que freiam a dinâmica salarial do setor público, bem como o controle salarial e as desvalorizações cambiais impulsionam a competitividade e expandem as exportações. Os autores aceitam a ideia de que é conjunto de políticas e não apenas a política fiscal que garantem as condições expansionistas. Ou seja, um *mix* apropriado de políticas provoca efeitos tanto no lado da demanda como da oferta, de modo que o pequeno efeito negativo do corte de gastos sobre a demanda pode ser compensado pelo efeito positivo gerado pela política monetária acomodatória nas condições de demanda e/ou pelos efeitos positivos que os cortes de gastos correntes e as reformas liberalizantes têm sobre as condições de oferta da economia. Porém, afirmam que não é a política monetária nem qualquer efeito especial provocado pelo ajuste fiscal nas expectativas a explicação para as sistemáticas diferenças entre os programas baseados no aumento de tributos e no corte de gastos e sim a composição do ajuste e o seu efeito no mercado de trabalho, com reflexo nas condições de oferta da economia.

Alesina, Favero e Giavazzi (2012) reforçam o ponto de vista de que os ajustamentos baseados em corte de gastos estão associados, na média, com suaves e curtas recessões e, em muitos casos, estas não ocorrem, enquanto que os ajustamentos com aumento de impostos são seguidos de prolongadas e severas recessões. Não atribuem a gritante diferença ao comportamento da política monetária. O que sugere que essa diferença pode se manter mesmo na situação de juros próximos a zero, embora, como os

autores realçam, os efeitos podem ser mais penosos no caso de o corte de juros não compensar a contração fiscal.

O ambiente econômico posterior à crise de 2008 ensejou críticas aos defensores da hipótese de contração fiscal expansionista. O primeiro conjunto de observações concentrou-se em mostrar que os dados usados na defesa dessa proposição não servem de parâmetro à análise dos efeitos da política fiscal nas condições econômicas atuais. Jayadev e Konczal (2010) mostram que em 20 dos 26 casos de consolidação fiscal estudados por Alesina e Ardagna (2010), a taxa de crescimento no ano anterior ao do programa de ajustamento era maior do que a média dos três últimos anos, sugerindo que a consolidação fiscal em anos de *boom* ou de crescimento estável tem menor chance de trazer problemas do que os programas realizados em períodos depressivos, já que as medidas podem ser parte de políticas contra cíclicas, cujo objetivo é manter o crescimento. Como os casos de sucesso ocorreram em momentos de expansão econômica, em nada comparável com a atual circunstância, os dados, segundo os autores, pouco ajudam a entender a situação americana. Ou seja, não há indicação de que um programa imediato de ajuste fiscal irá trazer benefícios e reduzir a relação dívida/PIB, ao contrário, pode agravar o quadro.

Baker (2010) defende posição semelhante a partir da revisão dos dados do estudo da Goldman Sachs (Broadbent e Daley, 2010) a favor da hipótese de contração fiscal expansionista. O autor mostra que dos países que cresceram após a realização do programa de ajuste fiscal, poucos apresentavam volume de atividade tão distante do nível de produto potencial como os USA. Em todos os casos com expressivo hiato do produto, o país era mais aberto e a articulação com o comércio internacional gerava impacto bem maior do que na economia americana. Além disso, os países com programas de ajuste bem sucedidos tinham taxa de juros maiores do que a americana. Concluem que condições cruciais do sucesso dos programas de ajuste não estão presentes e, portanto, os exemplos estudados pouco serviam para balizar possíveis propostas de política econômica para os USA enfrentarem o quadro recente.

Perotti (2011), um dos autores pioneiros do debate sobre contração fiscal expansionista (Alesina e Perotti, 1995), faz autocrítica e aponta a necessidade de levar em conta o momento e as condições específicas de cada país na discussão dos efeitos de curto prazo da política fiscal. O autor analisa quatro casos (Dinamarca, Irlanda, Finlândia e Suécia) e mostra que em apenas um deles (Dinamarca) o crescimento ocorreu como resultado de condições internas e, mesmo assim, após três anos a economia perdeu competitividade e entrou em recessão, enquanto que nos demais as exportações foram o principal fator de expansão. Os casos estudados, segundo o autor, apontam a relevância de conhecer a situação e o momento do país para entender os resultados alcançados, pois os motivos do sucesso de programas de ajuste anteriores podem não se repetir em outra condição. Em todos os casos estudados, a taxa de juros declinou rapidamente e também teve papel expressivo a contenção dos salários, bem como o uso de âncoras nominais, com a estabilização da taxa de câmbio e a política de meta de inflação, indicando mudanças no regime de política vigente na fase anterior. Perotti, embora reconheça que os resultados do estudo colocam em xeque algumas versões da hipótese de contração fiscal expansionista e a sua aplicabilidade na atual circunstância, não descarta a necessidade de ajuste fiscal no curto prazo por pelos

menos três razões: primeira, o ajuste é importante para reduzir a taxa de juros; segundo, ele torna viável o controle salarial ao sinalizar a mudança do regime que reduz a expectativa de inflação e, terceiro, é um fator instrumental para preservar os benefícios da depreciação cambial responsável por gerar o *boom* de exportação.

As questões levantadas pelos autores citados deram lugar a um segundo conjunto de críticas: a metodologia de cálculo do déficit. O centro do debate é o método para estimar a variação ciclicamente ajustada do déficit, ou seja, a parte da mudança do déficit que se deve à ação discricionária da política econômica vis à vis os efeitos automáticos do ciclo nos gastos e receitas governamentais (Perotti, 2011).

A crítica refere-se ao método CAPB usado na literatura convencional para identificar os programas de consolidação fiscal e dar sustentação à hipótese de contração fiscal expansionista. Como colocam Guajardo et al. (2011) e Devries et al. (2011), os estudos com o método tradicional incorre em erros. Primeiro, as mudanças nas variáveis fiscais ciclicamente ajustadas incluem frequentemente alterações que não estão correlacionadas às ações discricionárias de política econômica, mas sim a outros desenvolvimentos que afetam o nível de atividade e tem reflexos no resultado fiscal ajustado. Por exemplo, um *boom* no mercado de ações eleva os ganhos de capital e melhora as receita de impostos, com impacto no consumo e no investimento. A correlação positiva entre a variação no CAPB e esse termo de erro na regressão envia o resultado a favor dos efeitos da consolidação fiscal na atividade econômica. Segundo, as mudanças no resultado fiscal podem refletir ações deliberadas do governo em resposta a problemas econômicos. Por exemplo, a adoção de medidas anticíclicas em uma economia aquecida, via corte de gastos e aumento de tributos, em que há a correlação entre ajuste fiscal e crescimento rápido. Terceiro, o método pode omitir anos em que as medidas de redução do déficit fiscal são seguidas de choques adversos ou medidas compensatórias de estímulo, introduzindo um viés no cálculo do CAPB. Finalmente, a mudança na relação déficit/PIB não é um guia capaz de refletir fielmente a presença ou não de uma política de consolidação fiscal, pois, com frequência, seleciona períodos associados a resultados favoráveis em que não ocorreu política deliberada de eliminação do déficit e omite outros em que o uso de medidas de controle fiscal não obteve o objetivo desejado. O erro no tratamento desses casos pode comprometer os esforços de estimar os efeitos da consolidação fiscal e enviesar a análise a favor de evidências da hipótese de contração fiscal expansionista.

A preocupação de evitar os erros associados ao método convencional levou à busca por identificar ações de consolidação fiscal usando um meio alternativo: o método histórico (Romer e Romer, 2010; Ramey, 2011), cuja essência consiste em usar registros variados – discursos, boletins, informativos, notas técnicas, etc. – com o objetivo de identificar as razões e as circunstâncias da política de consolidação fiscal, a fim de descrever a história e a motivação que levaram à adoção dessas medidas. De acordo com Romer e Romer (2010), o uso dos registros históricos permite, inicialmente, identificar as mudanças geradas por alterações da legislação tributária e as diferenciar das que decorrem de fatores não ligados às ações de políticas específicas. Em seguida, as informações sobre as motivações de cada ação ajudam a dividir as medidas tributárias legais em duas grandes categorias: i) as chamadas de endógenas:

ações fiscais voltadas para manter o crescimento do produto na sua condição *normal*, como, por exemplo, medidas anticíclicas, como o corte de impostos para evitar uma recessão, ou aumento de tributo para compensar a alta do gasto público que irá afetar o produto; e ii) as mudanças tributárias exógenas: as ações não motivadas pelo estado da economia, mas por outras razões. A motivação específica comum é conter o déficit público herdado do período anterior ou influir na taxa de crescimento do produto de longo prazo. Finalmente, essas observações legítimas são usadas para estimar os efeitos das mudanças tributárias no valor do PIB.

O uso do método histórico (Romer; Romer, 2010; FMI, 2010 e Devries et al. 2011), levou ao questionamento da posição convencional. As estimativas das ações fiscais identificadas a partir da análise direta dos documentos contemporâneos dos programas de consolidação fiscal não sustentam a hipótese da contração fiscal expansionista e apontam o caráter contracionista das medidas, sobretudo nas condições atuais em que não é viável adotar proposições compensatórias via corte de taxa de juros e desvalorizações cambiais. As análises com o enfoque histórico indicam que a consolidação fiscal é contracionista mesmo quando o programa adota a política de corte de gastos. Contudo, aceita – em comum com a posição convencional – que o corte de gastos é menos recessivo do que o aumento de tributos.

A visão de que a política de contração fiscal, no curto prazo, é recessiva, tem implicação direta, como se discute à frente, na decisão de como conduzir a política econômica. As análises não abandonam a ideia de que, no longo prazo, o ajuste fiscal é benéfico, com implicações na taxa de juros e no custo da dívida, favorecendo a retomada dos investimentos. A discussão crucial é sobre o momento, o modelo e a intensidade do ajuste fiscal. Os adeptos da hipótese da contração fiscal expansionista aceitam ações restritivas imediatas e os contrários defendem a necessidade de conciliar a adoção de medidas de curto prazo capazes de assegurar o ajuste fiscal de longo prazo com o cuidado de não afetar o nível de atividade econômica e aprofundar a recessão no curto prazo.

4 Política econômica: alternativas

Os diferentes posicionamentos sobre o tamanho do multiplicador fiscal e a hipótese da contração fiscal expansionista alimentaram o debate sobre as alternativas da política econômica. Há praticamente consenso no seio da visão convencional de que a crise colocou a necessidade de os países adotarem programas de ajuste fiscal. Surgem pontos de divergência na escolha do momento e da profundidade dos ajustes: enquanto alguns defendem a adoção imediata da austeridade, outros acreditam que o efeito dessas medidas é o de aprofundar a recessão, sem alcançar o objetivo de reduzir o endividamento e garantir a sustentabilidade da dívida.

Cotarelli (2012) identificou três visões diferentes no debate da austeridade.

O primeiro grupo (*hawk view*) é composto pelos que defendem o uso da restrição fiscal imediata para combater o alto endividamento. Em favor dessa tese, os autores recorrem a dois tipos de

argumentos. Uns adotam o princípio teórico da contração fiscal expansionista, segundo o qual, como se viu no item anterior, a austeridade não tem efeito negativo significativo sobre o produto. Pelo contrário, pode até mesmo ser expansionista em determinadas condições, sobretudo se o ajuste ocorrer via corte de gastos e receber o apoio de medidas complementares (controle salarial e desvalorização cambial). Os autores acreditam que o ajuste fiscal é indispensável para conter o alto endividamento e reconquistar a confiança do setor privado, condições necessárias à retomada do crescimento. Outros veem o controle fiscal como fator negativo no curto prazo à já debilitada atividade econômica, mas admitem que os países, diante do alto endividamento, não têm escolha a não ser apelarem à restrição fiscal, como meio de reduzir o risco soberano e ter acesso ao mercado de crédito internacional e o custo de captação dos empréstimos. Trichet, então presidente do BCE, em discurso em 2010, foi taxativo:

given the magnitude of annual budget deficits and the ballooning of outstanding public debt, the standard linear economic models used to project the impact of fiscal restraint or fiscal stimuli may no longer be reliable. ... My understanding is that an overwhelming majority of industrial countries are now in those uncharted waters, where confidence is potentially at stake. Consolidation is a must in such circumstances.

Estudos da Comissão Europeia reforçam essa interpretação. Larch et al. (2014), depois de analisarem 170 episódios de países que recorreram à assistência do FMI, concluíram que as ações políticas decisivas, especialmente o ajuste fiscal e a reestruturação do setor financeiro, tiveram contribuição positiva no sucesso do programa e, embora se possa esperar o apoio da demanda externa no processo de recuperação, os autores veem como imperativo a continuidade da consolidação fiscal e das reformas estruturais e do setor financeiro. Berti et al. (2013) mostram que o ajuste fiscal, no curto prazo, a depender do valor do multiplicador adotado no modelo, pode provocar, como um dos resultados possíveis, o aumento temporário da relação dívida/PIB⁹. Os autores sustentam que, apesar do efeito negativo de curto prazo, a consolidação fiscal, em muitos dos países europeus, é necessária considerando o risco de a dinâmica atual da dívida tornar-se explosiva na ausência da política de intervenção.

Gros (2012) também reconhece que na situação de crise econômica e alto endividamento, o multiplicador tende a ser maior do que um e resultar em recessão, com risco de o ajuste se anular no curto prazo. Ou seja, o efeito positivo nas contas públicas só é alcançado no longo prazo; mas, mesmo assim, o autor defende que na situação econômica vigente não existe opção fácil e, entre as possíveis,

(9) Como coloca o texto: “When a high multiplier is used in the projections (1.5 in what follows), this, together with currently high debt levels, would indeed entail short-term increases in the public debt-to-GDP ratio in response to fiscal consolidation, also if financial markets react “normally” (i.e. yields decrease when fiscal consolidation takes place). No significant short-term increases in the debt ratio would, on the contrary, be obtained for consolidating countries with an assumed low multiplier (0.5). On the other hand, if financial markets react “myopically” to consolidation (i.e. yields increased, based on financial markets’ expectations of a higher debt ratio brought about by fiscal consolidation in the short run), an intermediate value of the multiplier (1.0) would already be sufficient to generate a temporary increase in the debt ratio” (p. 2).

essa é a menos problemática¹⁰. Corsetti et al. (2012) e Corsetti (2012) discutem os efeitos da contração fiscal em economias onde o risco soberano é elevado. Eles argumentam que, por meio desse canal de transmissão, o nível elevado da dívida pública provoca o aumento do custo de financiamento do setor privado e afeta negativamente a atividade econômica. Em condições normais, o Banco Central poderia intervir e reduzir a taxa de juros visando incentivar a atividade econômica. Porém, no momento atual, dada a inviabilidade de maior redução dos juros, restou o caminho da restrição fiscal. Na visão dos autores, o elevado risco soberano altera o mecanismo de transmissão da política fiscal e provoca multiplicadores de gastos com valores baixos. Logo, o corte de gastos impacta a produção menos do que poderia se esperar na ausência do risco soberano, além de atuar como instrumento de combate à crise de confiança e à instabilidade macroeconômica, refletindo de modo favorável nas finanças públicas. Ou seja, em países com risco soberano elevado a restrição fiscal é importante meio de reduzir o déficit e o prêmio de risco ao longo do tempo, com reduzido impacto na atividade. Concluem a favor do uso imediato de medidas restritivas, pois acreditam que eventuais atrasos, mesmo que moderados, podem dar lugar a desenvolvimentos adversos na dinâmica da dívida pública e gerar efeitos negativos na economia.

A proposta do estudo da OECD (2012) é semelhante. O trabalho aceita a proposição dos estudos empíricos indicando que os países, depois de certo patamar de dívida pública, apresentam menor ritmo de crescimento econômico e defende a necessidade de um esforço adicional de consolidação fiscal, com o objetivo de estabilizar a relação dívida/PIB. O texto chama a atenção de que se deve balancear a dimensão do ajuste e ter cuidado com o seu efeito na demanda agregada. O ideal, no curto prazo, é dosar o ritmo de acordo com a situação de cada país (finanças públicas, crescimento e poder de atuação da política monetária) e a necessidade de sinalizar a existência de um compromisso crível com a consolidação fiscal. Não obstante, acompanha a posição de Corsetti et al. (2012) de que, em países com dívida e risco soberano elevados, deve-se adotar medidas imediatas de restrição fiscal, por considerar que a demora pode afetar a dinâmica da dívida e desencadear uma situação insustentável. Por sua vez, em países com valor menor de dívida, o processo de consolidação fiscal pode ser mais brando e contemplar o desejo de minimizar o efeito de curto prazo na atividade econômica.

A visão mais crítica (*dove view*) focou no alto desemprego provocado pela política de austeridade e defendeu a continuidade das medidas de estímulo fiscal como meio de enfrentar o problema. Os autores acreditam que o uso da restrição fiscal afeta o crescimento do produto e alimenta as dúvidas sobre a solvência do setor público, elevando o custo do financiamento que, aliada à baixa atividade econômica, deteriora a situação fiscal e anula os ganhos do corte inicial. Krugman é o porta-voz midiático dessa corrente e propõe no livro *End this Depression Now!* (2012) um basta à austeridade, com o argumento de que, na condição de armadilha de liquidez, o corte de gastos leva à queda do PIB, já que enfraquece a economia e gera cortes também dos gastos privados. Com a deterioração econômica e

((10) Como coloca o autor: “*A country which enters a period of heightened risk aversion with a debt overhang has only bad options from which to choose. Implementing credible austerity plans constitutes the lesser evil, even if this aggravates the cyclical downturn in the short run*” (p. 177).

consequente redução da receita fiscal, o efeito sobre o estoque da dívida é inferior ao esperado e, mesmo no longo prazo, não há segurança de melhoria da situação fiscal porque o menor volume de gastos pode comprometer a renda futura e a capacidade de o país sustentar a dívida. O lema do autor é: “*spend now, pay later*” (p. 109). Ele defende políticas expansionistas do FED e a ampliação dos gastos públicos por meio, por exemplo, do aumento temporário do seguro desemprego e de outros programas de assistência social. DeLong e Summers (2012), de modo semelhante à Krugman, afirmam que a austeridade, na vigência da armadilha para a liquidez, aprofunda a crise e deteriora a situação fiscal de longo prazo. Os autores propõem manter a política de estímulos fiscal enquanto durar o quadro recessivo e estão certos de que o aumento de gastos beneficia e não compromete as restrições orçamentárias de longo prazo.

Uma terceira linha de argumentação (*woodpecker view*) defende a consolidação fiscal como passo necessário de combate ao endividamento e de retomada do crescimento; mas, por outro lado, aponta a necessidade do programa de ajuste conciliar medidas de cunho fiscal que sejam capazes de garantir a solvência da dívida pública no longo prazo e de propor ações de curto prazo voltadas a sustentar a demanda e evitar o aprofundamento da crise.

Christina Romer (2012), figura expoente dessa posição, realça que é possível extrair duas lições sobre a condução da política fiscal a partir do exame da recente crise mundial. Primeiro, a política fiscal tem efeitos relevantes no curto prazo e é particularmente potente na condição atual de taxa de juros próxima a zero. Segundo, a continuidade de elevados déficits orçamentários no longo prazo podem levar à crise fiscal e, eventualmente, a sérios problemas econômicos mesmo em países estáveis e avançados.

Essas lições, no entender da autora, não são novidades, mas estão sendo pouco observadas nas políticas recentes de combate à crise. Não considera a adoção de políticas fiscais austeras, por seus efeitos danosos no curto prazo, uma boa ideia nos países de elevado nível de desemprego, nem mesmo nos que estão a flertar com a crise. Não obstante, destaca que os problemas fiscais não podem ser ignorados e requerem medidas de redução do déficit, a serem adotadas com cuidado e gradualmente, a fim de melhorar a solvência fiscal de longo prazo sem afetar a demanda agregada no curto prazo, nas palavras da autora: “*the austerity plans should be back-loaded*” (p. 11)¹¹.

Na estratégia proposta por Romer, dois tipos de países ocupam lugar de destaque: os de elevada taxa de desemprego, mas acesso a financiamento a juros baixos (USA) e aqueles com superávits comerciais elevados (Alemanha e China). Por ocuparem lugar de destaque na economia mundial, deveriam sustentar políticas de estímulo fiscal, elevando os déficits ciclicamente ajustados e não apenas recorrer ao uso dos estabilizadores automáticos. A recomendação aos europeus, por sua vez, é abandonarem a austeridade, que não se mostrou efetiva, e adotarem medidas de curto prazo de sustentação da demanda agregada, ao mesmo tempo em que realiza reformas estruturais, de cunho

(11) Romer cita como exemplo desse tipo de política a reforma na França introduzindo um aumento gradual na idade de aposentadoria, de 60 para 62 anos.

liberal, capazes de tornar o mercado de trabalho mais flexível e de afrouxar as regulações a fim de beneficiar o ambiente de negócios.

A combinação de reformas estruturais e de medidas a favor do crescimento é vista como central na estratégia: ataca o problema de falta de demanda de curto prazo e evita o efeito negativo do ajuste durante o período de travessia até alcançar os resultados das ações de longo prazo. O passo inicial é o abandono da austeridade fiscal, acompanhado por medidas monetárias expansionistas, como a compra de dívida, fator essencial de redução do custo dos empréstimos e de ajuda no controle fiscal de longo prazo.

A posição do FMI, um dos agentes responsáveis por ditar a política de ajuste pós-crise, oscilou no decorrer do tempo: de avalista das medidas expansionista no momento inicial (Blanchard et al., 2010), adotou postura conservadora em favor do ajuste fiscal, na crença de que esse caminho evitaria o endividamento crescente e a perda de credibilidade dos países. O órgão, ao propor, em 2010, a estratégia de consolidação fiscal, defendeu a obrigatoriedade de amplo e duradouro controle fiscal para conter o endividamento em níveis prudentes, por meio de melhores resultados primários estruturais. A proposta envolvia deixar expirar as medidas anteriores de estímulo fiscal, efetuar cortes de gastos primários, elevar a receita, reforçar a institucionalidade fiscal, além de realizar reformas de longo prazo (FMI, 2010)¹².

O duro programa de ajuste imposto à Grécia e a outros países da Europa refletiu a crença do órgão de que a expansão da dívida não deixava alternativa a não ser a austeridade. O fraco desempenho econômico levou à revisão de sua postura e ao reexame de proposições teóricas antes aceitas. O texto de Blanchard e Leigh (2013) avalizou as pesquisas empíricas recentes a favor da existência de multiplicador fiscal maiores nas fases de depressão do que nos momentos de expansão¹³. A aceitação deste ponto de vista colocou em questão os nexos entre restrição fiscal, expansão e redução da dívida pública e levou o órgão a reconhecer significativas subestimações nas projeções de aumento de desemprego e de declínio do consumo e investimento privados associados aos programas de consolidação fiscal. Estudos realizados no FMI (Guajardo et al. 2011; Devries et al. 2011) questionaram – ver o tópico anterior – a ideia da contração fiscal expansionista com base na especificidade do quadro econômico atual, em que vige taxa de juros próxima a zero, e no uso de novos métodos de avaliação da política fiscal. Além disso, o órgão colocou em xeque a propalada relação entre dívida e crescimento. Segundo o FMI (2012), o simples fato de alcançar certo patamar de endividamento não alça o país a uma situação boa ou ruim.

(12) Como colocou o texto: “*Although specific circumstances at the country level, including societal preferences, will shape the composition of adjustment and its political feasibility, in many cases restoring fiscal sustainability will require not only addressing with greater vigor pre-existing long-run challenges in health and pensions, but also undertaking reforms to reduce other spending and increase tax revenue as a share of output*” (p. 4).

(13) Como colocaram Eyraud e Weber (2013, p. 2): “*With multipliers close to 1, fiscal consolidation is likely to raise the debt ratio in the short run in many countries. Although the debt ratio eventually declines, its slow response to fiscal adjustment could raise concerns if financial markets react to its short-term behavior. It may also lead country authorities to engage in repeated rounds of tightening in an effort to get the debt ratio to converge to the official target. Not explicitly taking into account multipliers or underestimating their value may lead policymakers to set unachievable debt targets and miscalculate the amount of adjustment necessary to bring the debt ratio down.*”

Esse tipo de determinação é mais complexo e pressupõe entender a dinâmica da dívida pública, o quadro macroeconômico e o uso dos instrumentos de política econômica.

O órgão rechaçou tais pontos e passou a reconsiderar os programas de ajuste fiscal com base nas lições tiradas da crise: i) o esforço de consolidação fiscal precisa ser complementado por ações de suporte ao crescimento, entre elas, condições monetárias favoráveis e depreciação cambial como meio de impulsionar a demanda externa; ii) a ênfase do programa deve recair em medidas permanentes ou estruturais mais do que em ações de caráter temporário e iii) a redução do déficit primário e da dívida leva tempo. A partir destes pontos o FMI mudou a ênfase de sua proposta. A estratégia, mesmo sem abrir mão do ajuste fiscal, ampliou o esforço de conciliar o controle fiscal e o cuidado de não aprofundar a recessão. Como colocou em FMI (2012, p. 126):

we suggest a road map for successful resolution of the current public debt overhangs. First, support for growth is essential to cope with the contractionary effects of fiscal consolidation. Policies must emphasize the resolution of underlying structural problems within the economy, and monetary policy must be as supportive as possible. Such policy support is particularly important at this point because all major economies must address public debt overhangs, which means they cannot rely on favorable external conditions. Second, because debt reduction takes time, fiscal consolidation should focus on enduring structural change. In this respect, fiscal institutions can help. Third, while realism is needed when it comes to expectations about future debt trajectories and setting debt targets in a relatively weaker global growth environment, the case of Italy in the 1990s suggests that debt reduction is still possible even without strong growth.

Cottarelli e Jaramillo (2012) e Cottarelli (2012), membros do departamento de política fiscal do FMI, reafirmaram essas proposições e defendem que os instrumentos dos programas de ajuste fiscal devem ser selecionados levando em conta os seus efeitos no crescimento. Caso contrário, eventuais ganhos nos fundamentos fiscais podem se perder com a queda do produto e comprometer a sustentabilidade da dívida. Os autores propõem ainda que os países com maior liberdade fiscal e baixo crescimento devem evitar o aperto da política fiscal. É interessante notar, no entanto, que aceitam o fato de que outras economias, com dívida elevada e acesso limitado a fontes de financiamento, não tem opção a não ser manter os planos de redução do déficit. Nesse sentido, aproximam-se da *hawk view*, embora tomem o cuidado de destacar que o controle fiscal não pode ser a única política para restabelecer a confiança do mercado, sendo necessário garantir condições adequadas de financiamento enquanto as reformas estruturais não garantirem o restabelecimento das condições de competitividade e crescimento.

O discurso de Lagarde (2011), diretora geral do FMI, sintetiza a posição do órgão:

So there are no easy answers. But that does not mean there are no options. For the advanced economies, there is an unmistakable need to restore fiscal sustainability through credible consolidation plans. At the same time we know that slamming on the brakes too quickly will hurt the recovery and worsen job prospects. So fiscal adjustment must resolve the conundrum of being neither too fast nor too slow. Shaping a Goldilocks fiscal consolidation is all about timing. What is needed is a dual focus on medium-term consolidation and short-term support for growth and jobs. That may

sound contradictory, but the two are mutually reinforcing. Decisions on future consolidation, tackling the issues that will bring sustained fiscal improvement, create space in the near term for policies that support growth and jobs.

5 Propostas de mudanças institucionais

A crise econômica e o impacto nas contas públicas dos programas de apoio ao capital privado geraram a preocupação com a capacidade de os governos sustentarem as condições de solvência da dívida pública e desencadearam o movimento de busca por alterações institucionais a favor de enrijecimento do controle fiscal. A implementação de regras fiscais não é novidade. A onda inicial ocorreu na primeira metade dos anos 90 como parte das proposições de cunho novo clássica em resposta à crise da dívida de alguns países e à necessidade de outros alcançarem os critérios de entrada no euro. A segunda envolveu basicamente a reformulação do aparato institucional de controle fiscal adotado nas economias emergentes como resultado dos acordos com o FMI decorrentes das crises internacionais do final dos anos 90 (crises da Ásia, Rússia e Brasil). A terceira surge agora como meio de frear o descontrole do déficit fiscal gerado pela crise de 2008 (Schaechter et al., 2012).

A definição das regras fiscais variou significativamente nos diferentes países, como reflexo do impacto da crise na situação fiscal, da condição do arranjo político e das condições institucionais já existentes (FMI, 2009). Não obstante, a motivação comum dos movimentos recentes a favor da adoção de novas regras fiscais é responder à questão de como controlar a expansão do déficit e evitar o risco de não solvência da dívida pública.

A discussão sobre um novo arranjo institucional de controle fiscal cresceu nos anos recentes e ganhou ênfase a aposta na criação dos *Fiscal Councils* (Debrun et al., 2012; FMI, 2013; Debrun, 2011; Kopits, 2011, Calmfors; Wren-Lewis, 2011). A questão é controversa. Os autores, ao mesmo tempo em que apoiam essa iniciativa, reconhecem os limites políticos e institucionais de um órgão fiscal independente e não o colocam como substituto do poder político das forças eleitas pelo voto democrático, bem como apontam dificuldades de delimitar o espaço em que devem atuar. Não obstante, creem que os Conselhos Fiscais podem ser instrumento útil para complementar a ação das regras fiscais e reforçar o aparato institucional de defesa do controle fiscal.

Wyplosz (2012) é de opinião que a crise revelou a insuficiência do modelo atual de regras fiscais no enfrentamento dos problemas de déficit e de solvência da dívida. A estrutura vigente defronta-se com um dilema: não pode ser muito rígida, já que incorre no risco de ser descartada caso colida com interesses políticos, nem demasiado frouxa porque seria de pouca serventia. O autor crê que a distinção que separa essas duas posições é tênue, mutável ao sabor das circunstâncias, daí a relevância de criar instituições voltadas a dar sustentação ao uso das regras fiscais. As instituições fiscais devem cumprir a tarefa de forçar o comprometimento das autoridades com o controle das contas públicas, sem violar o legítimo direito democrático de o poder eleito fazer as escolhas orçamentárias. Ou seja, o autor é contra

conceder amplos poderes discricionários a esses órgãos, mas aceita que tenham autoridade para aplicar as regras legais ou agir como um *official watchdogs*.

Kopitz (2011) acredita que a principal função de uma instituição fiscal independente é a análise e avaliação do projeto da lei orçamentária e de sua adequação às regras fiscais vigentes, observando as possíveis consequências no plano macroeconômico, sobretudo, no longo prazo. Nas palavras do autor: “*In essence, its principal **raison d’être** is to maintain discipline and transparency in public finances during the policy-making process, which in turn helps bolster the credibility of government*” (p. 2). Destaca que, ao contrário do que ocorre na área monetária, o órgão não deve ter poder decisório porque, primeiro, a política fiscal tem múltiplos objetivos e, segundo, um governo eleito democraticamente não pode confiar as ações fiscais a uma autoridade independente não eleita.

Calmfors e Wren-Lewis seguem posição semelhante e apontam o baixo consenso em relação à condução da política fiscal – ao contrário do que se observa na política monetária – como determinante para o papel consultivo e não deliberativo dos conselhos fiscais. Os autores apontam como tarefas básicas dos conselhos as seguintes ações: i) avaliação *ex post* do cumprimento ou não das metas fiscais propostas no passado e a viabilidade de atingi-las no futuro; ii) análise de longo prazo da sustentabilidade e otimização da política fiscal e iii) análise da transparência fiscal. Creem que os Conselhos Fiscais, ao realizar análises boas e independentes, podem alcançar reputação e cumprir papel de relevo no combate ao déficit público, mas alertam que, dada a complexidade da questão fiscal, esses órgãos não podem ser vistos como uma panaceia.

O FMI (2012), por sua vez, aposta em avanços nas formas de controle fiscal como parte do esforço de reduzir os atuais desequilíbrios fiscais e de dar credibilidade à consolidação fiscal. O órgão propõe uma nova geração de regras fiscais, acompanhadas de outras reformas institucionais – entre elas a constituição de conselhos fiscais independentes – que teriam por objetivo de controlar o déficit e garantir as condições de sustentabilidade da dívida pública. Por outro lado, há a preocupação de que a nova institucionalidade seja composta de metas fiscais flexíveis, que deem espaço à política fiscal de ampliar gastos e responder a eventuais choques econômicos.

A nova geração de regras fiscais, na proposta do FMI, concentrar-se-ia em quatro tópicos principais: i) a determinação de um limite explícito ou meta para a dívida pública em porcentagem do PIB; ii) a manutenção do equilíbrio orçamentário, com restrição ao valor das variáveis com influência na dívida sob o controle das autoridades econômicas; iii) fixação de limites aos gastos totais primários ou despesas correntes e iv) fixação de tetos ou pisos para as receitas e dos meios necessários para elevar as receitas e/ou prevenir uma carga fiscal excessiva. A proposição inclui também a presença de ‘cláusulas de escape’, para a expansão dos gastos nos momentos de crise, bem como mecanismos automáticos de correção *ex post* de eventuais desvios em relação às metas estabelecidas. Além disso, aponta a necessidade de criar condições institucionais adequadas que tornem efetivas a implementação e o

monitoramento das regras fiscais, com destaque para os Conselhos Fiscais, vistos como órgãos que, combinados com as regras fiscais, ampliam a credibilidade do controle fiscal.

O estudo de Nerlich e Reuter (2013), do Banco Central Europeu, defende posição análoga e mostra que os efeitos das regras fiscais são mais significativos e dão maior transparência à política fiscal quando combinados com a presença de Conselhos Fiscais, sobretudo se eles forem independentes no que se refere aos recursos e à denominação do seu corpo técnico, além de acesso apropriado às informações fiscais.

Enfim, parece haver consenso de que a construção de um novo aparato institucional, com regras fiscais revitalizadas, aliadas à criação de Conselhos Fiscais, possa garantir o comprometimento com uma política fiscal saudável. Como coloca Debrun *et al.* (2012, p.2): “*Well designed institutional reforms could therefore anchor a credible commitment to sound fiscal policies in the future and reduce the short-term risk of a bad market equilibrium leading to insolvency.*”

Considerações finais

A crise mundial colocou em questão o modelo teórico consensual até então aceito pela visão convencional. A política fiscal tornou-se fortemente ativa em resposta à *débâcle* do setor privado e deu lugar a amplo debate sobre como conduzir a política macroeconômica em condições de juros próximos a zero e baixo nível de atividade.

A expansão do déficit e da dívida pública trouxe um sinal de alerta e levou ao abandono da política de corte keynesiano, com a adoção de medidas de contração fiscal. A mudança de atitude não teve o resultado esperado; ao contrário, o esforço fiscal e o movimento de recuperação econômica revelaram-se frustrantes. O que fazer da política fiscal passou a ser motivo de disputa. As divergências explicitaram-se e colocaram em xeque o consenso anterior, ganhando destaque novos pontos de vista. A obrigação de pensar a política macroeconômica à luz da realidade atual trouxe novidades no plano teórico, mas que, dificilmente, se caracterizam como afastamento substantivo da NSN.

O debate mais intenso talvez tenha se concentrado no tamanho do multiplicador, com implicação direta no efeito potencial da política de intervenção. Os modelos DSGE antes mais aceitos incorporavam como pressupostos teóricos básicos a regra de Taylor e a equivalência ricardiana. O resultado era a vigência de multiplicadores próximos a 0,5% e a concordância de que a política fiscal era pouco efetiva. Vários modelos pós-crise mudaram a hipótese de reação da política monetária e relaxaram a ideia de equivalência ricardiana, provocando multiplicadores de gastos superiores a 1.

A presença de multiplicadores elevados é explicada, sobretudo, pela condição específica do atual momento econômico, com juros próximos a zero e baixo nível de atividade. Não há consenso em relação a este ponto. Entretanto, a proposição de que a política fiscal tem efeitos relevantes no curto prazo ganhou força. Tal posicionamento afasta-se da visão antes dominante, mas o seu alcance teórico é

limitado a situações particulares, válido, fundamentalmente, em condições definidas de crise aguda e taxa de juros próximas a zero.

O efeito da política de austeridade é outra questão de vulto no embate teórico recente. A validade da hipótese da contração fiscal expansionista voltou a receber atenção. Um grupo de teóricos, capitaneados por Alesina e Ardagna, reafirmou posições anteriores a favor da austeridade – de preferência por meio do corte de gasto – por acreditar que as medidas de restrição fiscal favorecem as condições de oferta da economia e estão associadas à expansão econômica mesmo no curto prazo.

A posição a favor da contração fiscal expansionista sofreu questionamentos baseados, em grande medida, no argumento de que as condições que validaram essa hipótese deixaram de se verificar em função da especificidade do momento atual. O avanço mais significativo, postulado por vários estudos, talvez esteja no explícito reconhecimento da necessidade de levar em conta o momento e as condições peculiares de cada país na discussão sobre os efeitos de curto prazo da política fiscal, consubstanciado na crescente influência de trabalhos calcados no método histórico de avaliação das políticas de consolidação fiscal. Estes estudos destacaram o caráter contracionista da restrição fiscal, com base, sobretudo, na ideia de que no momento atual as economias não conseguem se beneficiar de fatores – como a redução dos juros e a expansão das exportações – que cumpriram relevante papel na recuperação econômica em outros momentos.

A aceitação crescente em relação ao caráter contracionista no curto prazo dos programas de consolidação fiscal realçou a importância das alternativas de política econômica. As posturas de como conduzir a política econômica divergem. Porém, ganhou espaço no debate teórico convencional a presença dos que defendem a necessidade de conciliar o combate ao endividamento com a adoção de ações voltadas ao crescimento. De acordo com esta posição, as medidas de austeridade, por terem efeitos relevantes no curto prazo, não são recomendáveis nos casos de países em crise e de alto desemprego. Por sua vez, a obrigação de conter o déficit, exige ações que sinalizem a preocupação de garantir a solvência fiscal no longo prazo.

A orientação de política fiscal proposta nos recentes estudos teóricos convencionais amplia o espaço da análise de cada realidade e cresce a aceitação do seu caráter contracionista no curto prazo. No entanto, não há o abandono do posicionamento anterior de priorizar o controle fiscal mesmo nos momentos de crise, sobretudo, quando se trata de países com dívida elevada e acesso limitado a fontes de financiamento.

As propostas de mudanças institucionais partiram, em grande medida, do pressuposto, contrário à posição teórica antes dominante, de que a política fiscal tem papel relevante no curto prazo e pode ser um instrumento de combate às crises em circunstâncias específicas. Porém, os estudos defendem que a política fiscal, para estar apta a cumprir esse papel, requer a construção de um aparato institucional capaz de garantir as condições de sustentabilidade da dívida no longo prazo; mas que, ao mesmo tempo, seja constituído de regras flexíveis o suficiente para responder a eventuais situações de crise econômica, sem

o comprometimento das finanças públicas. A criação dos Conselhos Fiscais, apesar das reconhecidas limitações de sua atuação, é visto como um instrumento positivo no controle e construção da credibilidade das contas públicas, mesmo quando o momento exigir o aumento dos gastos e a presença de eventuais déficits.

Enfim, a discussão dos itens propostos sugere certo afastamento do consenso teórico prevaletente no momento anterior. Em circunstâncias particulares, a política fiscal pode se transformar em instrumento útil, quando adotado com restrições, sem abrir mão do cuidado com o déficit e a dívida, por meio de brechas previstas nas regras fiscais, que autorizem o emprego de gastos públicos no combate à crise. O avanço teórico talvez se limite à aceitação de que o uso da expansão fiscal é viável como instrumento nos raros momentos em que a economia global se encontra em situações excepcionais. No restante do tempo continuam arraigadas as velhas convicções.

Referências bibliográficas

- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. In: BROWN, Jeffrey R. (Ed.). *Tax policy and the economy*, v. 24. Chicago: University of Chicago Press, 2010.
- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. *The design of fiscal adjustments*. National Bureau of Economic Research, Sept. 2012. (NBER Working Paper 18423).
- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. *The output effect of fiscal consolidations*. IGIER – Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research, Bocconi University, 2013. (Working Paper n. 478).
- ALESINA, A.; PEROTTI, R. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. *Economic Policy*, 21, Oct. 1995.
- ARCAND, J. L.; BERKES, E.; PANIZZA, U. *Too much finance?* Washington: International Monetary Fund, Jun. 2012. (IMF Working Paper, 12/161).
- AUERBACH, A. J. *The fall and rise of Keynesian fiscal policy*. Berkeley: University of California, 2012. Disponível em: <http://elsa.berkeley.edu/~auerbach/TheFallandRiseofKeynesianFiscalPolicy.2>.
- AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. *Fiscal multipliers in recession and expansion, in fiscal policy after the financial crisis*. Ed. Alberto Alesina; Francesco Giavazzi. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2012.
- BAKER, D. *The myth of expansionary fiscal austerity*. CEPR – Center for Economic and Policy Research, Oct. 2010.
- BARNES, S., DAVIDSSON, D.; RAWDANOWICZ, L. *Europe's new fiscal rules*. OECD Economics Department, 2012. (Working Papers, n. 972). Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/5k9777md976b-en>.
- BERTI, K.; CASTRO, F.; SALTO, M. *Effects of fiscal consolidation envisaged in the 2013*. Stability and Convergence Programmes on public debt dynamics in EU Member States. *European Economy, Economic Papers* 504, Sept. 2013.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. Rethinking macroeconomic policy. *IMF Staff Position Note*, Feb. 2010.

- BLANCHARD, O.; LEIGH, D. *Growth forecast errors and fiscal multipliers*. Washington: International Monetary Fund, 2013. (IMF Working Paper, WP/13/1).
- BROADBENT, B.; DALY, K. *Limiting the fall-out from fiscal adjustments*. Goldman Sachs Global Economics, 2010. (Global Economics Paper, 195).
- CALMFORS, L.; WREN-LEWIS, S. What should fiscal councils do? *Economic Policy*, p. 649-695, Oct. 2011.
- CECCHETTI, Stephen; MOHANTY, M. S.; ZAMPOLLI, Fabrizio. *The real effects of debt*. BIS, Sept. 2011. (Working Papers, n. 352).
- CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M.; EVANS, C. L. Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy. *Journal of Political Economy*, v. 113, n. 1, 2005.
- CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. When is the government spending multiplier large? *Journal of Political Economy*, v. 119, n. 1, p. 78-121, 2011.
- COGAN, J.; CWIK, T.; TAYLOR, J.; WIELAND, V. New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers. *Journal of Economic Dynamics and Control*, v. 34, n. 1, p. 281-295, 2010.
- CORSETTI, G. *Has austerity gone too far?* 2012. Disponível em: <http://www.voxeu.org/article/has-austerity-gone-too-far-new-vox-debate>.
- CORSETTI, G.; KUESTER, k.; MEIER, A.; MUELLER, G. J. *Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability*. Washington: International Monetary Fund, 2012. (IMF Working Paper, WP/12/33).
- COTTARELLI, C. *The austerity debate*. Washington: International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department.
- COTTARELLI, C. *Fiscal adjustment: too much of a good thing?* Disponível em: <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/01/29/fiscal-adjustment-too-much-of-a-good-thing/>.
- COTTARELLI, C.; JARAMILLO, L. *Walking hand in hand: fiscal policy and growth in advanced economies*. Washington: International Monetary Fund, May 2012. (IMF Working Paper, n. 12/137).
- DE LONG, J.B.; SUMMERS, L. H. Fiscal policy in a depressed economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 2012.
- DEBRUN, X. *Democratic accountability, deficit bias, and independent fiscal agencies*. Washington: International Monetary Fund, July 2011. (IMF Working Paper, n. 11/173).
- DEBRUN, X.; GÉRARD, M.; HARRIS, J. *Fiscal policies in crisis mode: has the time for fiscal councils come at last?* OECD Conference Centre, Paris 23-24 Feb. 2012.
- DEVRIES, P.; GUAJARDO, J.; LEIGH, D.; PESCATORI, A. *An action-based analysis of fiscal consolidation in OECD countries*. Washington: International Monetary Fund, 2011. (IMF Working Paper, n. 11/128).
- EGGERTSSON, G. What fiscal policy is effective at zero interest rates? In: ACEMOGLU, D.; WOODFORD, M. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual*, 25. Cambridge: MIT Press, 2010. p. 143-180.
- EGGERTSSON, G.; KRUGMAN, P. Debt, deleveraging, and the liquidity trap: a Fisher-Minsky-Koo approach. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 127, n. 3, p. 1469-1513, 2012 first published online June 14, 2012.
- EYRAUD, L.; WEBER, A. *The challenge of debt reduction during fiscal consolidation*. Washington: International Monetary Fund, 2013. (IMF Working Paper, WP/13/67).

FAVERO, C.; GIAVAZZI, F.; PEREGO, J. Country heterogeneity and the international evidence on the effects of fiscal policy. *IMF Economic Review*, 59, p. 652-682, 2011.

FMI case studies of fiscal councils – Functions and impact Prepared by Teresa Curristine, Jason Harris, and Johann Seiwald. July 16, 2013.

FMI the good, the bad, and the ugly: 100 years of Dealing with public debt overhangs. *World Economic Outlook*, Chapter 3, Oct. 2012.

FMI will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation. *World Economic Outlook*, Chapter 3, Oct. 2010.

FMI fiscal rules – Anchoring expectations for sustainable public finances. Washington: International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, 2009.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small european countries. NBER Chapters in *NBER Macroeconomics Annual*, v. 5, p. 75-122, 1990.

GROS, D. *Can austerity be self-defeating?* ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, 2012. Disponível em: <http://www.ceps.eu/system/files/article/2012/06/Article%20Gros%20and%20Maurer.pdf>.

GUAJARDO, J.; LEIGH, D.; PESCATORI, A. *Expansionary austerity: new international evidence*. Washington: International Monetary Fund, 2011. (IMF Working Paper, n. 11/158).

HALL, R. E. *By how much does GDP rise if the government buys more output?* National Bureau of Economic Research, 2009. (Working Paper, n. 15496). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w15496>.

HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38, p. 257-279, 2014.

HICKS, J. R. Mr. Keynes and the classics; A suggested interpretation. *Econometrica*, v. 5, Issue 2, p. 147-159, Apr. 1937.

IRONS, J.; BIVENS, J. *Government debt and economic growth overreaching claims of debt threshold suffer from theoretical and empirical flaws*. (EPI Briefing Paper, n. 271). Disponível em: <http://s2.epi.org/files/page/-/pdf/BP271.pdf>.

JAYADEV, A.; KONCZAL, M. *The boom not the slump: the right time for austerity*. Roosevelt Institute, 2010. Disponível em: http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/not_the_time_for_austerity.pdf.

KONZELMANN, S. *The political economics of austerity*. *Camb. J. Econ.*, 2014.

KOPITS, G. Independent fiscal institutions: developing good practices. *OECD Journal on Budgeting*, v. 3, 2011.

KRUGMAN, P. *End this depression now!* New York: W.W. Norton & Company, 2012.

KUMAR, Mohan; JAEJOON, Woo. *Public debt and growth*. Washington: International Monetary Fund, Jul. 2010. (IMF Working Paper, WP/10/174).

LAGARDE, C. Don't let fiscal brakes stall global recovery. Ft.com. August 15, 2011. Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/315ed340-c72b-11e0-a9ef-00144feabdc0.html#axzz30HoLJhgz>.

LARCH, M.; BERNAND, K. M.; TATAR, B. Hard work and more: how to successfully conduct adjustment with official assistance. *European Economy, Economic Papers*, 514, Feb. 2014.

- LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Ed. Unesp, 2013.
- NERLICH, C.; REUTER, W. F. *The design of national fiscal frameworks and their budgetary impact*. Banco Central Europeu, Sept. 2013. (Working Paper Series, n. 1588).
- OECD Fiscal consolidation: How much, how fast and by what means? An Economic Outlook Report, Apr. 2012.
- OSBORNE, G. A new economic model. *The Mais Lecture*, 24, Feb. 2010.
- PANIZZA, Ugo; PREBISTERO, Andrea. *Public debt and economic growth: is there a causal effect?* Money and Finance Research Group, Univ. Politecnica, Mar, 2012. (Mo. Fi. R. Working Papers, 65).
- PEROTTI, R. *The austerity myth: gain without pain?* National Bureau of Economic Research, Nov. 2011. (Working Paper 17571). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17571>.
- RAMEY, Valerie A. Identifying government spending shocks: It's all in the timing. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 1-50, Feb. 2011.
- REHN, O. *Recovery from the crisis: coherent policies for growth and jobs*. ILO European Regional Meeting, Oslo, 9 Apr. 2013. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-294_en.htm. Last accessed: 19 Jun. 2013.
- REINHART, C.; REINHART, V. R.; ROGOFF, K. Public debt overhangs: advanced economies episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, v. 26, n. 3, p. 69-86, 2012.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. Growth in a time of debt. *American Economic Review*, v. 100, n. 2, p. 573-578, 2010a.
- REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Debt and growth revisited*. Vox EU, Aug. 11, 2010b.
- ROMER, C. D.; ROMER, D. H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks. *American Economic Review*, v. 100, n. 3, p. 763-801, Jun. 2010.
- ROMER, C. *Fiscal policy in the crisis: lessons and policy implications*. Berkeley: University of California, Ap. 16, 2012. Disponível em: <http://elsa.berkeley.edu/~cromer/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy.pdf>.
- RYAN, P. *Path to prosperity: a blueprint for American renewal*, Fiscal Year 2013 Budget Resolution. Washington, DC: House Budget Committee, 2013. Disponível em: <http://budget.house.gov/uploadedfiles/pathtoprosperity2013.pdf>. Last accessed: 19 Jun. 2013.
- SANTOS, F. A. *A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?* Dissertação (Mestrado)–Unicamp, Campinas, 2011.
- SCHAECHTER, A.; KINDA, T.; BUDINA, N.; WEBER, A. *Fiscal rules in response to the crisis – Toward the next-generation rules*. Washington: International Monetary Fund, Jul. 2012. (IMF Working Paper, n. 12/187).
- SKIDELSKY, R. Keynes the return of the master. *PublicAffairs*, 2010.
- SMETS, F.; WOUTERS, S. Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach. *The American Economic Review*, v. 97, n. 3, p. 586-606, Jun. 2007.
- SPLIMBERGO, A.; SYMANSKY, S.; SCHINDLER, M. Fiscal multipliers. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/11, May 2009.

TRICHET, J-C. *Stimulate no more* – it is now time for all to tighten. Ft.com. July 22, 2010. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/1b3ae97e-95c6-11df-b5ad-00144feab49a.html#axzz30HoLJhgz>.

WOODFORD, M. Simple analytics of the government spending multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3, p. 1-35, Jan. 2011.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, Jan. 2009.

WYPLOSZ, C. *Fiscal rules: theoretical issues and historical experiences*. (NBER Working Paper, 17884). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17884>.