

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Flávio Portella Daniel

**POLÍTICA FISCAL E OS CICLOS
ECONÔMICOS**

MESTRADO EM ECONOMIA

SÃO PAULO

2007

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Flávio Portella Daniel

**POLÍTICA FISCAL E OS CICLOS
ECONÔMICOS**

MESTRADO EM ECONOMIA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Economia sob a orientação do Prof. Doutor Antônio Carlos de Moraes

SÃO PAULO

2007

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, professor Antônio Carlos de Moraes, pela atenção dispensada, pelas sugestões e conselhos dados durante todo o período de elaboração desta dissertação.

Aos professores Júlio Pires e César Roberto Leite pelas contribuições encaminhadas durante a fase final desta dissertação, que certamente foram fundamentais para a conclusão do projeto.

A minha mãe pelo apoio moral e afetivo na realização do mestrado, e a meu pai pela formação educacional que me proporcionou. Sem os valores que me ensinaram este trabalho não teria êxito.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo mostrar a relação entre política fiscal e os ciclos econômicos, apresentando o balanço orçamentário estrutural como instrumento para definir o componente cíclico dos resultados fiscais de um país.

Acreditamos que o melhor uso da política fiscal deva sempre considerar a existência dos ciclos econômicos, pois um padrão de crescimento da economia hoje pode não ser assistido no futuro, trazendo impactos diretos ao bem-estar da nação.

Dessa forma, foi feita uma resenha da literatura onde foi possível constatar que a melhor forma de atuar diante os ciclos é através da política fiscal contra-cíclica, sendo esta, somente praticada pelos países desenvolvidos.

Fatores como dispersão dos gastos públicos, acesso ao mercado de crédito internacional, pressões políticas, controle de corrupção e nível institucional das autarquias fiscais podem ser apontados como limitadores à implantação da política fiscal ótima durante os ciclos econômicos.

Palavras-chave: Política fiscal, ciclos econômicos, balanço orçamentário

ABSTRACT

This paper is aimed to show the relation between fiscal policy and business cycles using the structural budget balance as a tool to define the cyclical part of the fiscal results.

We believe the better use of fiscal policy should respect business cycles because a pattern of economic growth today may not be seen in the future. This fact may cause a direct impact to the welfare state.

Thus, we did a review of literature where we could see that the better fiscal action before business cycles is a counter-cyclical fiscal policy. However, this policy has been in use for just developing countries.

Volatility of the government spending, access to international market credit, political pressures, control of corruption and level of fiscal institutions can limit the application of optimal fiscal policy during the business cycles.

Keywords: Fiscal Policy, business cycles, budget balance

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	01
1 – INSTRUMENTOS DE POLÍTICA FISCAL	04
2 – CICLOS ECONÔMICOS	17
2.1. Teorias sobre os ciclos econômicos	23
2.2. Modelo de Metzler	24
3 – POLÍTICA FISCAL CONTRA CÍCLICA	26
3.1. Balanço orçamentário estrutural	32
3.1.1. Estimção do BOE para o Chile	42
3.1.2. Balanço Orçamentário Estrutural para o Brasil	45
3.2. Análise da política fiscal ao redor do mundo	48
4 – ELEMENTOS PARA POLÍTICA FISCAL CONTRA CÍCLICA	57
4.1. Volatilidade e credibilidade	58
4.2. Política, corrupção e instituições	81
CONCLUSÃO	93
BIBLIOGRAFIA	98

ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABELAS E QUADROS

Tabelas

01	Balanco Orçamentário Estrutural – <i>Europa</i>	36
02	Correlações Consumo do Governo X PIB – <i>Grupo de países</i>	49
03	Correlações Consumo do Governo X PIB – <i>Países</i>	50
04	Correlação Subsídios e Transferências Governamentais X PIB	51
05	Coefficientes Beta – <i>Países Seleccionados</i>	53
06	Resposta do Balanco Fiscal aos Períodos Económicos	55
07	Superávit Fiscal – <i>Países Seleccionados</i>	58
08	Gastos Consolidados dos Governos	60
09	Volatilidade Gastos Fiscais	61
10	Volatilidade dos Gastos Governamentais - <i>Países</i>	62
11	Grau de Ciclicidade da Política Fiscal	70
12	Resultado Estimador Económico	72
13	Volatilidade Consumo Privado	80
14	Propensão Marginal a Gastar – <i>Países produtores de Petróleo</i>	82
15	Controle de Corrupção	87

Gráficos

01	PIB México e sua Tendência de Longo Prazo	31
02	Desvios PIB México sobre sua Tendência de Longo Prazo	32
03	Balanco Orçamentário Estrutural X Balanco Corrente – <i>Finlândia</i>	37

04	Evolução PIB – <i>Finlândia</i>	37
05	Balanco Orçamentário Estrutural X Balanco Corrente – <i>Suécia</i>	38
06	Evolução PIB – <i>Suécia</i>	39
07	Balanco Orçamentário Estrutural X Balanco Corrente – <i>Irlanda</i>	40
08	Evolução PIB – <i>Irlanda</i>	40
09	Balanco Orçamentário Estrutural X Balanco Convencional – <i>Chile</i>	44
10	PIB Potencial X PIB Realizado – <i>Brasil</i>	46
11	Resultado Primário Observado e BOE estimado - <i>Brasil</i>	47
12	Gastos do Governo – <i>América Latina e Países OECD</i>	59
13	Instituições Orçamentárias e Performance Fiscal	91

Quadro

01	Ratings Standard & Poors – Países Selecionados	74
----	--	----

INTRODUÇÃO

A Política fiscal é provavelmente o quesito mais importante de qualquer país, pois um governo deve ser capaz de encontrar o equilíbrio entre suas receitas e despesas, de modo a conseguir efetuar todo seu planejamento para a população. Para cumprir seus planos, torna-se importante para o governo saber gerenciar o orçamento público, alocando os recursos da melhor maneira possível sem esquecer de sua restrição orçamentária.

Contudo, a formulação de políticas econômicas não deve considerar somente o equilíbrio fiscal de curto prazo, mas também levar em conta a existência dos ciclos econômicos, que é a alternância dos períodos de prosperidade e recessão da economia.

Como mostra Simonsen (1995), a teoria dos ciclos econômicos não é um evento de cara ou coroa com uma moeda não-viciada, na qual a história dos resultados passados não afeta as probabilidades do lance seguinte, mas sim um processo onde cada lance depende da história pregressa do jogo. Isto significa que períodos de crescimento econômico guardam relação com as fases menos abastadas da economia, e os períodos recessivos têm algum componente inicial nas épocas de exuberância.

Diante disso, os governos deveriam estar preparados para atuarem sob as condições dos ciclos econômicos, tendo a propriedade de saber a dependência que um evento termina por gerar no outro.

Portanto, o dilema correto do governo agora seria alocar os recursos da maneira mais eficiente para a população considerando a existência da ótica intertemporal dos

ciclos econômicos, pois um padrão de crescimento hoje pode não ser assistido no futuro, trazendo impactos diretos ao bem-estar da nação.

A preocupação com estas fases cíclicas que uma economia pode atravessar e a resposta que um governo pode dar a este processo foi o motivo da realização deste trabalho.

Focaremos nossa atenção na utilização da política fiscal, e dessa maneira, procuraremos encontrar a melhor forma de atuação nos momentos de mudança de um ciclo econômico. Uma vez obtido o melhor modelo fiscal para enfrentar os ciclos e tendo descoberto que o Brasil não adota tal sistemática, passamos a investigar também as condicionantes que possibilitam um país a atuar de acordo com esta política fiscal ótima.

Com este objetivo, fizemos uma revisão da literatura disponível, notadamente internacional, buscando encontrar os elementos necessários para a adoção da melhor política fiscal contra os ciclos econômicos, a fim de um governante maximizar o bem-estar de sua população.

Na busca de atingirmos nosso objetivo, dividimos o trabalho em três partes. No primeiro capítulo apresentamos os instrumentos de política fiscal, pois julgamos ser necessário, para um bom entendimento dos capítulos subseqüentes, termos o domínio das ferramentas fiscais à disposição do governo. Procuramos saber também, os efeitos que cada uma delas exerce no produto de um país.

Acreditamos ser fundamental esta primeira parte, pois para avaliarmos os elementos essenciais à adoção de uma política fiscal ótima para enfrentar os ciclos econômicos, necessitamos de uma boa compreensão das resultantes de cada ação fiscal realizada pelo governo.

No segundo capítulo buscaremos inicialmente algumas explicações para os ciclos econômicos. Após tais considerações, avaliaremos no terceiro capítulo a primeira resposta fiscal à mudança destes ciclos, que são os estabilizadores automáticos. Quando os estabilizadores não forem suficientes para evitar oscilações bruscas da atividade econômica, será necessária a atuação fiscal direta do governo na economia, tentando encontrar o melhor modelo para atenuar as mudanças que um novo ciclo econômico pode ocasionar. Na busca por esta política ótima, apresentaremos o Balanço Orçamentário Estrutural, balanço este, idealizado pelo FMI como uma ferramenta para avaliar a condução fiscal de um país durante os ciclos econômicos.

Obtida a política fiscal ótima para enfrentar os ciclos econômicos, pesquisaremos quais países fazem uso deste modelo.

Considerando que todo país deveria adotar tal política, no quarto capítulo deste trabalho investigaremos as razões pelos quais alguns países não fazem uso dela, entre eles o Brasil. Finalmente, na conclusão, alinhavaremos os aspectos principais da pesquisa, buscando evidenciar que o objetivo proposto foi atendido.

CAPÍTULO 1 – INSTRUMENTOS DE POLÍTICA FISCAL

O padrão das intervenções do governo na economia através de gastos, tributação, transferências e empréstimos governamentais, é denominado Política Fiscal. Uma vez que tais atuações são de caráter puramente financeiro, pode-se concluir claramente que questões de natureza fiscal dependem diretamente do nível de receitas e despesa do governo, ou como diz Sachs (2000, p.203) “*quase totalidade dos aspectos da política fiscal é determinada pelo orçamento governamental, que estabelece a maior parte das receitas e dos gastos do setor público em um determinado período*”. O papel do setor público na economia, naturalmente, estende-se muito além da política fiscal, mas nosso objetivo aqui é focarmos apenas os mecanismos fiscais à disposição do governo, bem como avaliarmos seus impactos e efeitos na conjuntura econômica de um país.

Para estabelecermos os instrumentos fiscais que podem ser utilizados pelo governo visando alcançar determinado objetivo, devemos lembrar o modelo keynesiano de determinação do nível do produto, onde temos a seguinte identidade:

$$\text{Produto}(Y) = \text{Consumo}(C) + \text{Investimento}(I) + \text{Governo}(G) + \text{Exportações}(E) - \text{Importações}(F)$$

Considerando também as funções Consumo ($C = c + \alpha Y_d$), Renda disponível do setor privado ($Y_d = Y - T + R$), Receita total de impostos ($T = b + jY$) e Importação ($F = h + \beta Y$), Silva (1982) demonstra que o equilíbrio do produto nacional, que chamaremos aqui de EEP (Equação de Equilíbrio do Produto) será:

$$Y = \frac{1}{1 - \alpha(1 - j) + \beta} (I + E + G + \alpha R + c - \alpha b - h)$$

Podemos notar, então, que G (Gastos do Governo), R (Transferências ao setor privado), b (imposto que independe do nível de rendimento) e j (imposto sobre o rendimento) são variáveis sobre as quais o governo pode tomar decisões quanto ao seu valor, isto é, são os instrumentos de política fiscal à disposição do setor público. Observe que T (Receita Total dos Impostos) não é um instrumento, pois não é uma grandeza controlada diretamente pelo governo. T dependerá do comportamento do setor privado, que o governo influencia, mas não controla diretamente.

Portanto, é através de variações em G , R , b e j que a autoridade governamental exerce a política fiscal, onde o problema consiste em determinar os valores destas variáveis que permitem alcançar os objetivos fixados, seja de nível de produto ou de equilíbrio das contas externas.

Analisando a equação acima (EEP), podemos fazer algumas inferências sobre os instrumentos de política fiscal que o governo dispõe:

- a) Um aumento das despesas públicas (G) aumenta o produto nacional (Y);
- b) Um aumento das transferências ao setor privado (R) aumenta o produto (Y);
- c) Uma redução dos impostos que independe do rendimento (b) aumenta o produto (Y);
- d) Uma redução da taxa de imposto sobre o rendimento (j) aumenta o produto (Y).

Logo, se a produção estiver abaixo do pleno-emprego e o governo tiver como objetivo aumentar o produto nacional, ele pode variar qualquer um dos instrumentos conforme apresentado acima, numa política denominada expansionista. Do contrário, teríamos uma política fiscal contracionista, ou seja, utilizando os instrumentos para reduzir o produto nacional.

Resta-nos saber agora, qual instrumento fiscal tem maior efeito no produto, dado a intenção do governo em elevá-lo ou reduzi-lo. Considerando a EEP, a conclusão é imediata. Variações em R , b e j , como são multiplicadas pela propensão marginal a consumir α (e como $0 < \alpha < 1$), tem apenas parte de suas variações impactadas no produto. Já variações em G é o único

instrumento que está sujeito à multiplicação pelo multiplicador em sua totalidade, sendo desta maneira, o instrumento de maior efeito no produto.

Portanto, o efeito expansionista de um aumento das despesas públicas em bens e serviços (ΔG) no produto nacional, é maior do que o efeito de igual aumento das despesas em transferências ao setor privado ou de uma redução dos impostos. Considerando a intenção do governo em atingir um determinado produto para o país, pode-se notar, então, que este produto pode ser obtido com um aumento das despesas públicas, menor do que a redução da receita fiscal (via redução de impostos), necessária para obter o mesmo resultado. Logo, nas palavras de Silva (1982, p.57), “*as despesas públicas em bens e serviços são um instrumento mais eficiente ou mais eficaz do que os impostos para atingir o objetivo do produto nacional. Trata-se de uma interpretação do conceito de eficiência de um instrumento corrente em política econômica: um instrumento é tanto mais eficiente quanto menor sua variação requerida para alcançar uma certa variação do objetivo*”. Em termos matemáticos, podemos dizer que eficiência é maior quanto maior for (em valor absoluto) a derivada parcial da variável objetivo em relação à variável instrumental.

Pudemos observar, então, que o governo, utilizando-se dos instrumentos fiscais disponíveis, pode influenciar diretamente variações no produto nacional. Supondo uma economia aberta ao exterior, tais variações no produto causarão impacto direto nas contas externas do país, dado que:

$$\text{Balança Comercial (BC)} = \text{Exportações (E)} - \text{Importações (F)}$$

Substituindo a função Importação nesta identidade, temos:

$$BC = E - h - \beta Y$$

Onde nota-se claramente que o desempenho da Balança Comercial é função linear inversa das variações do produto (Y). Portanto, podemos caracterizar do seguinte modo:

$$\Delta BC = -\beta \Delta Y$$

Considerando esta relação inversa entre produto e contas externas, e sabendo que variações nas receitas e despesas públicas afetam o produto nacional, podemos concluir que ΔG afeta também as importações. Para obter as variações do saldo da BC , que resulta de uma variação das receitas ou despesas públicas, recorremos a Silva (1982):

Dado a EEP, como o efeito de uma variação em G no produto é:

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - \alpha(1 - j) + \beta} \Delta G,$$

e, como visto, $\Delta BC = -\beta \Delta Y$, a relação entre ΔBC e ΔG fica:

$$\Delta BC = -\frac{\beta}{1 - \alpha(1 - j) + \beta} \Delta G$$

Como o multiplicador $\frac{\beta}{1 - \alpha(1 - j) + \beta} < 1$, o aumento das importações, induzido por um aumento nos gastos públicos, é menor do que a variação destas despesas.

Portanto, dado que $\Delta F < \Delta G$, a elevação dos gastos públicos impacta diretamente nas transações correntes, mas a magnitude deste aumento das importações é menor do que o saldo dos gastos públicos que o governo aumenta no período. Tal relação é de grande importância para a administração pública, pois se a autoridade deseja utilizar os instrumentos fiscais para equilibrar as contas externas, ela deve saber que a proporção da variação de sua despesa é maior que a proporção resultante no balanço de pagamentos.

Analisamos até agora, os efeitos que a utilização dos instrumentos fiscais exercem no produto nacional e seu correspondente impacto nas contas externas. Entretanto, devemos considerar a ligação existente entre a execução fiscal do governo e seu respectivo orçamento disponível, já que a adoção de uma política pelo setor público depende diretamente da relação entre suas receitas e suas despesas. A diferença entre a receita e a despesa, quando positiva, é chamada de superávit orçamentário, e quando negativa, de déficit orçamentário.

Portanto, o déficit orçamentário do governo no ano t pode ser expresso, de acordo com Blanchard (2001), da seguinte forma:

$$Déficit = G_t - T_t + rB_{t-1}$$

onde B_{t-1} é a dívida no final do ano anterior, e r são os juros incidentes sobre esta dívida.

Desta maneira, o déficit do ano t será a variação da dívida pública até este período. Logo,

$$B_t - B_{t-1} = Déficit$$

Substituindo as equações, temos:

$$B_t - B_{t-1} = G_t - T_t + rB_{t-1}$$

$$B_t = B_{t-1} + rB_{t-1} + G_t - T_t$$

a dívida do governo, no ano t , será então:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + G_t - T_t$$

onde $G_t - T_t$ é chamado de resultado primário do governo.

Podemos observar que há uma relação direta entre G e T . Se considerarmos $T = b + jY$ (função Receita total de impostos), à medida que o aumento dos gastos públicos (G) eleva o produto (Y), aumenta-se também a receita total de impostos do governo (T).

Neste momento, a partir da EEP, Silva (1982) nos mostra que uma variação em T será:

$$\Delta T = \frac{j}{1 - \alpha(1 - j) + \beta} \Delta G$$

Pode-se concluir, então, que um aumento das despesas públicas cria automaticamente um aumento na receita de impostos do governo, mas o aumento desta receita, induzida pelo aumento do gasto governamental, é inferior ao que efetivamente o setor público gastou.

Logo, como $\Delta G > \Delta T$, o aumento das despesas públicas apenas parcialmente se autofinancia, provocando aumento do déficit orçamentário.

A partir deste problema, o governo poderia combinar os diversos instrumentos fiscais à sua disposição para equacionar tal situação. Poderia aumentar o gasto público juntamente a uma elevação dos impostos. Mas, como visto anteriormente, sabendo que o aumento dos impostos é multiplicado pelo coeficiente α , resultaria em $\Delta b < \Delta T$ e $\Delta j < \Delta T$, não resolvendo a situação inicial $\Delta G > \Delta T$. Portanto, a tentativa do governo de financiar seus gastos através do aumento de impostos não implicaria em equilíbrio fiscal, permanecendo o cenário, ainda que menor, de déficit orçamentário.

Fica claro, desta maneira, que a elevação dos gastos do governo, não havendo a contrapartida na receita, obriga a autoridade a buscar modos de financiar este déficit.

Para encontrarmos as formas de saldar o déficit fiscal do setor público, devemos recorrer à restrição orçamentária do governo, que como visto, pode ser descrita da seguinte maneira:

$$B_t - B_{t-1} = G_t - T_t + rB_{t-1}$$

Isto indica que as despesas governamentais no ano t , primária ($G_t - T_t$) e juros, são financiadas com uma variação na dívida pública ($B_t - B_{t-1}$). Sachs (2000) nos mostra que esta dívida é dividida em dois componentes: dívida do Tesouro Nacional com o público (B_p^g) e estoque de dívida com o Banco Central (B_c^g). Logo, $(B_t - B_{t-1}) = (B_{p_t}^g - B_{p_{t-1}}^g) + (B_{c_t}^g - B_{c_{t-1}}^g)$

Portanto, a variação da dívida mantida pelo Banco Central, no ano t , será igual à variação total da dívida do governo menos a variação da dívida em poder do público:

$$B_{c_t}^g - B_{c_{t-1}}^g = (B_t - B_{t-1}) - (B_{p_t}^g - B_{p_{t-1}}^g)$$

Através da análise de Romer (2001), que apresenta as alterações na Base Monetária de um país sendo equivalente às alterações no estoque de dívida do Banco Central somada às mudanças nas Reservas Internacionais deste país, temos:

$$B_{c_t}^g - B_{c_{t-1}}^g = (M_t - M_{t-1}) - E(B_t^* - B_{t-1}^*)$$

onde $(M_t - M_{t-1})$ é a alteração da base monetária e $E(B_t^* - B_{t-1}^*)$ a variação das reservas internacionais, multiplicada pela taxa de câmbio E .

Uma vez que o estoque da dívida mantida pelo Banco Central equivale à equação acima, temos agora, uma nova identidade:

$$(M_t - M_{t-1}) - E(B_t^* - B_{t-1}^*) = (B_t - B_{t-1}) - (B_{p_t}^g - B_{p_{t-1}}^g)$$

Arrumando os termos, surge a seguinte equação:

$$(B_t - B_{t-1}) = (M_t - M_{t-1}) + (B_{p_t}^g - B_{p_{t-1}}^g) - E(B_t^* - B_{t-1}^*),$$

que nos indica os modos de financiamento da dívida do governo.

Portanto, dada a existência de déficit orçamentário do setor público, há três maneiras de financiá-lo:

- a) Com emissão de moeda $(M_t - M_{t-1})$;
- b) Via aumento de dívida (empréstimo) junto ao setor privado $(B_{p_t}^g - B_{p_{t-1}}^g)$;

c) Utilizando as reservas internacionais $E(B_t^* - B_{t-1}^*)$.

Para um governo, há sempre vantagens e desvantagens de se escolher o melhor caminho para financiar sua dívida. Ambas apresentam argumentos favoráveis à sua utilização, bem como aspectos que podem impactar negativamente a estrutura econômica de um país.

Ilustremos inicialmente a utilização de emissão de moeda como meio de financiamento, desconsiderando a tomada de empréstimos e as reservas estrangeiras. Logo, a dívida do setor público, ao nível de preços correntes P , será:

$$P(B_t - B_{t-1}) = (M_t - M_{t-1})$$

Que pode ser escrita assim:

$$(B_t - B_{t-1}) = \frac{(M_t - M_{t-1})}{P}$$

Partindo desta última equação e considerando $M = \left(\frac{PQ}{V}\right)$ como a equação de demanda por moeda, e que as variações de B e Q são constantes, Simonsen (1995) mostra que ela equivale a:

$$(B_t - B_{t-1}) = \left[\frac{(P_t - P_{t-1})}{P} \right] \left(\frac{P_{t-1}}{P} \right) \left(\frac{M}{P} \right)$$

A partir daí, sabendo que a definição de inflação é $\pi = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$, podemos reescrever a equação acima como:

$$(B_t - B_{t-1}) = \left[\frac{\pi}{(1 + \pi)} \right] \left(\frac{M}{P} \right)$$

Fica fácil agora percebermos o significado desta expressão. Ela nos mostra claramente que um déficit financiado pela emissão de moeda gera inflação, e que há, portanto, uma relação

entre o tamanho do déficit e a taxa de inflação. Nas palavras de Sachs (2000, p.356), “*dizemos que o déficit orçamentário está sendo financiado por meio de um imposto inflacionário*”.

O lado positivo de um financiamento da dívida via emissão de moeda é demonstrado por Silva (1982), a partir da condição de equilíbrio *IS-LM*. Tal autor, incluindo o setor monetário da economia na EEP, e supondo que o aumento das despesas do governo é financiado com emissão de moeda, nos mostra que a expansão do produto nacional acaba por ser maior do que só considerando a variação do gasto público neste produto.

Tal conclusão advém do fato que uma variação ΔG desloca a curva *IS* para direita, elevando o produto nacional de Y_0 para Y_1 . Dado que este gasto é financiado por emissão monetária, a curva *LM* também será deslocada para a direita, elevando o produto nacional, agora, para além do ponto Y_1 . Portanto, o efeito expansionista no produto, de um aumento das despesas públicas, é amplificado quando financiado por emissão de moeda.

Consideremos agora o uso das reservas internacionais como meio de financiamento da dívida do governo. A utilização deste instrumento, como mostrado pela literatura, é consequência imediata do regime cambial adotado pelo país. Vejamos esta afirmação, supondo que o governo é incapaz de obter empréstimos junto ao setor privado. A restrição orçamentária governamental ficaria então:

$$(B_t - B_{t-1}) = (M_t - M_{t-1}) - E(B_t^* - B_{t-1}^*)$$

Neste caso, a única condição que levaria o governo a fazer uso das reservas internacionais como fonte de financiamento é $(M_t - M_{t-1}) = 0$, isto é, $M_t = M_{t-1}$.

Tal condição, como mostra Sachs (2000), é verificada somente em países com taxas de câmbio fixas, uma vez que neste regime cambial o estoque de moeda é determinado unicamente pela demanda de moeda. Logo, se um país apresentar esta característica, a restrição orçamentária do governo seria:

$$(B_t - B_{t-1}) = -E(B_t^* - B_{t-1}^*),$$

indicando ser as reservas internacionais o único meio de financiamento para o governo. Nas palavras de Sachs (2000, p.353), “*qualquer tentativa de tomar empréstimo do banco central, em um regime de taxas de câmbio fixas e mobilidade perfeita de capital, provoca indiretamente a perda de reservas estrangeiras*”.

Desta maneira, a equação acima nos mostra que enquanto as reservas estrangeiras estiverem disponíveis, o governo poderá evitar a inflação, dado a paridade cambial. Entretanto, se os déficits fiscais permaneceram, o saldo em reservas externas se esgotará, obrigando a autoridade a mudar o regime de câmbio fixo, abrindo mão da âncora cambial.

Ficam claras, então, as condições e as consequências de se utilizar as reservas internacionais como fonte de financiamento pelo setor público, pois, no limite, pode acabar gerando uma crise no balanço de pagamentos, que é indesejável a todos os países.

Por fim, a última maneira de um governo financiar seus gastos é através de empréstimos junto ao setor privado. Trata-se do mecanismo mais fácil de se obter recursos, pois cabe ao governo emitir um título e, na data de seu vencimento, devolver a quantia aos detentores deste título, acrescido de uma remuneração.

Desta maneira, o modelo de financiamento seria expresso como:

$$(B_t - B_{t-1}) = (B_{p_t}^g - B_{p_{t-1}}^g)$$

A grande questão que se coloca sobre este meio de financiamento é o grau de acessibilidade do governo junto ao setor privado. Em outras palavras, a preocupação é saber até quando os credores estarão dispostos a continuar emprestando recursos ao setor público.

A resposta é fornecida por Montiel (2003): haverá recursos somente se os credores esperarem receber um retorno que é no mínimo igual ao valor presente dos empréstimos que eles tem cedidos. Logo, a capacidade de pagamento do setor público é que determinará sua condição

de acesso aos recursos do setor privado. Nas palavras de Montiel (2003, pág 111), “quando é esperado o setor público estar hábil para fazer pagamentos futuros aos credores, em no mínimo o valor de face da dívida pública, o governo é considerado solvente” (tradução do autor).

Podemos concluir, então, que o estímulo dos credores a continuar emprestando ao setor público será dado pelo grau de solvência do governo, isto é, se eles acreditarem na capacidade do governo em gerar fontes para honrar o serviço da dívida, estarão dispostos a financiá-lo.

Uma maneira muito utilizada para se medir a condição de solvência do governo é através da relação entre a dívida do país e seu respectivo produto, comumente chamado de relação Dívida-PIB. Com base em Blanchard (2001), esta relação pode ser encontrada da seguinte maneira:

Consideremos, como visto anteriormente, que:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + G_t - T_t$$

Dividindo as variáveis pelo produto, a expressão acima ficaria:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \frac{B_{t-1}}{Y_t} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Multiplicando nesta nova expressão, $\frac{B_{t-1}}{Y_t}$ por Y_{t-1} , rearranjando os termos, e considerando

$\frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \frac{1}{(1 + g)}$, onde g é a taxa de crescimento do produto, a equação fica:

$$\frac{B_t}{Y_t} = (1 + r) \left(\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) \left[\frac{1}{(1 + g)} \right] + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Utilizando $\frac{(1+r)}{(1+g)} = (1+r-g)$, a expressão final, que indica a relação Dívida-PIB pode ser

escrita assim:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r-g) \left(\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Analisando a equação acima, o coeficiente Dívida-PIB será tanto maior quanto:

- a) Maior for a taxa de juros (r);
- b) Quanto menor for a taxa de crescimento (g);
- c) Quanto maior for o coeficiente inicial da dívida;
- d) Quanto menor for o superávit primário em relação ao PIB

Portanto, se $r > g$ e se $G_t > T_t$, a dívida do setor público crescerá, levando os credores do governo a exigirem um r maior. Até que não se tenha $T_t > G_t$, a relação Dívida-PIB continuará a crescer, reduzindo o nível de solvência do governo e esgotando a sua capacidade de financiamento junto ao setor privado da economia.

Nesta situação, resta ao governo fazer uso das maneiras de financiamento apresentadas anteriormente, ou declarar o não pagamento da dívida aos credores (*default*), com todas as consequências que esta medida pode trazer à economia.

Este capítulo procurou demonstrar os instrumentos de Política Fiscal que um governo tem a sua disposição, bem como os efeitos que a utilização de cada um deles exerce no produto nacional e nas contas externas de um país.

Verificamos também que, sendo os gastos do governo com bens e serviços (ΔG) o instrumento de maior efeito em uma política expansionista, o descompasso entre receitas e

despesas resultante desta ação, obriga o governo a se financiar de alguma maneira. Apresentamos os modos de financiamento e discutimos as conseqüências do uso de cada um deles.

É importante a compreensão dos instrumentos aqui apresentados, uma vez que eles são a base da política fiscal que um governo pode se utilizar visando atingir determinado objetivo. A ação de cada instrumental, e a conseqüente reação que eles geram, deve ser de clareza obrigatória para os administradores públicos.

Acreditamos que temos agora elementos suficientes para, nos capítulos subseqüentes, discutirmos, avaliarmos e confrontarmos os dois tipos de política fiscal que um país pode adotar em sua economia, que é a Política Fiscal Pró-Cíclica e a Política Fiscal Contra-Cíclica.

CAPÍTULO 2 – CICLOS ECONÔMICOS

Com o advento da Revolução Industrial em meados do século XVIII, observou-se profundo impacto no processo produtivo econômico e social, em que, através de mudanças tecnológicas, trouxe nova relação entre capital e trabalho. É a partir deste momento que as nações passam a observar uma mudança maior nos padrões de evolução de seus produtos nacionais, ora apresentando uma grande expansão, ora uma consistente redução por certo período de tempo. A esta alternância dos movimentos do PIB, designa-se o nome Ciclos Econômicos, sendo então, como mostra Chaterjee (1999), o padrão alternativo de *booms* econômicos e recessões. Para Sachs (2000, p.583):

“ciclos de negócios são desvios temporários de importantes variáveis econômicas de sua tendência. Um ciclo é uma expansão que ocorre ao mesmo tempo em várias atividades econômicas, seguida de uma contração igualmente geral nessas variáveis. Os ciclos são recorrentes, mas não em um período de tempo fixo”.

Em virtude da não uniformidade periódica de um ciclo econômico, podemos inferir que os ciclos são causados por distúrbios aleatórios, geralmente denominados “impulsos”, que afetam o sistema econômico e criam um padrão cíclico de respostas na economia. Cada um destes impulsos, ou choques, é posteriormente propagado pela economia de modo a depender de sua causalidade básica.

Sachs (2000) mostra que os choques podem ser oriundos principalmente de duas frentes: (i) choques de oferta, que afetam diretamente o lado da produção da economia, como avanços tecnológicos, alterações climáticas, descoberta de novos recursos, alteração do preço internacional das matérias-primas e desastres naturais; e (ii) choques

de demanda privada, tais como as flutuações de investimento ou consumo no setor privado.

Portanto, os choques criam mecanismos que propagam as flutuações cíclicas depois de um impulso inicial, provocando ondas de prosperidade e recessão, que são os ciclos econômicos.

2.1. Teorias sobre os ciclos econômicos

Existem muitas teorias sobre a propagação dos ciclos dos negócios, e apresentaremos aqui algumas delas sem pretender esgotar uma discussão teórica passível de muitas discussões.

Uma das principais é encontrada em Keynes (1982), que destacou os gastos em investimentos como a principal fonte dos impulsos que determinam as flutuações econômicas. Definindo o ciclo econômico como “*o resultado de uma variação cíclica na eficiência marginal do capital*” (Keynes, 1982, p.243) e sendo a eficiência marginal do capital a relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu custo de reposição, Keynes indica que à medida que esta relação oscila, ela definirá um novo ciclo dos negócios. Assim, Keynes mostrou que as decisões de investimento dependem das expectativas de sua lucratividade futura, e que estas expectativas podem ser instáveis. Diante desta volatilidade, as decisões de investimento ficam atreladas ao “instinto animal” dos empresários, ou seja, das perspectivas dos empresários com relação ao futuro.

Portanto, para Keynes, a instabilidade do investimento pode ser a explicação para os ciclos econômicos, pois supôs que as flutuações dos investimentos, causadas por

variações do instinto animal, provocam variações na demanda agregada e, conseqüentemente na produção agregada.

Dinâmica similar foi apresentada por Kalecki (1983), que apontou as decisões de investimentos como variável fundamental para a teoria dos ciclos econômicos.

Para Kalecki, o investimento é função crescente dos lucros e decrescentes do estoque de capital, sendo a interação entre essas duas forças opostas que cria o movimento cíclico. Esquemáticamente, como mostra Nogueira (2008), podemos dizer que durante o período de gestação, o investimento eleva o nível de demanda efetiva e tem efeito favorável sobre o nível da atividade. No entanto, uma vez concluído, representa uma adição de estoque de capital, afetando de modo contrário as decisões de investimento. Os investimentos então, se reduzem devido à queda nos lucros e ao aumento do estoque de bens de capital, e se a entrega de novos equipamentos chegar a ser inferior ao nível de depreciação, inicia-se uma recessão econômica.

Desta forma, é o investimento que, com suas oscilações, gera os ciclos econômicos e as crises periódicas. Nesse sentido, assim como para Keynes, também para Kalecki o sistema econômico, se deixado a suas forças puramente endógenas, não é capaz de crescimento contínuo, mas estará inevitavelmente fadado a flutuações periódicas.

Importante exploração teórica dos ciclos econômicos foi desenvolvida também por Schumpeter em seu livro *A teoria do crescimento econômico* (1934), mostrando que a inovação será o fator para determinar a evolução econômica, atuando descontinuamente e impulsionando os ciclos longos. Para Schumpeter, inovação não se restringe à invenção e patente, mas também a outras formas como descoberta de novas matérias primas, inovação de mecanismos de tratamento e transporte de mercadorias. Contudo, para que as

inovações se tornem atuantes, a ponto de influírem na evolução econômica, elas tem de materializar-se, seja sob a forma de novos equipamentos, novas empresas, novos processos produtivos ou novos produtos.

Na explicação dos ciclos, Schumpeter demonstra que diante projetos inovadores, segue-se uma expansão econômica, com multiplicação de novas empresas, aumento de crédito e investimento e elevação de receitas e empregos, num período denominado prosperidade. Contudo, como ilustra Schumpeter, o conflito de sucessos acabará por conduzir ao abrandamento do investimento, pois a previsão de novos sucessos tornar-se-á duvidosa. A partir daí, as oportunidades oferecidas ao setor inovador esgotam-se, e a taxa de juros sobe. Inicia-se então, uma outra fase do processo econômico, a recessão. Nesta fase, aumentar-se-á o número de falência das empresas, reduzindo os investimentos e as receitas, acarretando numa contração da poupança, do crédito e do emprego. Este processo continuará enquanto houver investimento mal sucedido e capacidade excessiva perante o nível de demanda, esgotando-se até a entrada de novos projetos inovadores que iniciem uma recuperação, ou novo ciclo de negócios.

Uma outra visão dos ciclos parte de Prescott (1986), que mostrou, observando o comportamento da economia norte-americana pós-II Guerra Mundial, que a atividade econômica se expande (declina) quando a produtividade cresce acima (abaixo) de sua taxa média. Para o autor, o total produzido por uma economia poderia mudar se a eficiência dos trabalhadores ou equipamentos utilizados na produção mudassem, gerando, através desta nova eficácia que ele chama de Fator de Produtividade Total (*Total Factor Productivity - TFP*), um maior valor adicionado.

Logo, um novo ciclo econômico poderia ser explicado, na visão de Prescott (1986), a partir do momento que a taxa de crescimento do *TFP* cresce acima de sua média histórica, significando que existem mais oportunidades do que o usual para ganhos com emprego de trabalho e maquinário. Para explorar esta nova situação, as firmas passariam a investir mais do que o normal, construindo novos equipamentos e aumentando o número de trabalhadores, onde, a partir daí, poderia se esperar que a produção, o consumo, o investimento e as horas trabalhadas crescessem acima de suas respectivas tendências de longo prazo. Portanto, um trimestre com *TFP* acima da média tenderia a ser seguido por mais trimestres adiante com o *TFP* acima da média, elevando persistentemente as variáveis macroeconômicas. Nesta situação, surgiria o *boom* econômico e o país assistiria seu produto crescer seguidos trimestres a taxas elevadas. O mesmo raciocínio é válido para os períodos de recessão, mas neste caso, a taxa de crescimento do *TFP* se daria abaixo de sua média. Dessa maneira, fica claro que para Prescott (1986), mudanças na produtividade é que explicam as altas e as baixas na atividade econômica.

Milton Friedman (1963) foi outro importante economista a estabelecer uma teoria para os ciclos econômicos, argumentando que os principais ciclos de produção são frequentemente precedidos por grandes alterações do estoque monetário.

Analisando o comportamento dos agregados monetários nos Estados Unidos para o período 1967 a 1985, Friedman encontrou forte relação entre a taxa de expansão da moeda e a evolução do PNB no país, conseguindo, com isso, estabelecer a política monetária como possível fonte das flutuações cíclicas da economia.

Ludwig Von Mises, relatado na obra de Rothbard (1988), também apresenta a política monetária como catalisadora dos ciclos econômicos, enfocando, sobretudo a expansão do crédito e da moeda bancária incentivadas pelo governo e seu banco central, via taxa de juros. Segundo a teoria de Mises, os bancos, à medida que expandem a oferta de moeda e emprestam o novo dinheiro às empresas, empurram a taxa de juros para um nível inferior ao da taxa natural de preferência temporal, ou seja, ao da taxa de mercado livre que reflete as proporções voluntárias entre consumo e investimento. Assim, quando a taxa de juros é artificialmente rebaixada, o empresário recorre ao novo dinheiro e expande a estrutura de produção promovendo um aumento do investimento de capital, principalmente nos projetos de longo prazo, iniciando um ciclo de prosperidade econômica.

Para Mises, o período de bonança da economia se encerrará, à medida que a expansão inflacionária da moeda gerada pelo sistema bancário e submetido à direção governamental provocar superinvestimento em bens de capital e subinvestimento em bens de consumo. A recessão então, será o processo necessário pelo qual o mercado liquida as distorções do período de expansão e retorna à proporção consumo-investimento preferida pelos consumidores.

É importante ressaltar neste momento, que a abordagem monetarista para os ciclos é refutada por Keynes (1982), que credita ao repentino colapso da eficiência marginal do capital a explicação para uma crise, e não a alta na taxa de juros. De acordo com Keynes (1982, p.245):

“o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência

pela liquidez e, conseqüentemente, uma elevação da taxa de juros. Nestas condições, o fato de a queda da eficiência marginal do capital ser frequentemente acompanhada por uma elevação da taxa de juros pode agravar seriamente o declínio do investimento”.

Logo, podemos notar que para Keynes a preferência pela liquidez, exceto nos momentos de especulação, só começará a aumentar após a queda da eficiência marginal do capital, e não como parte de um processo inflacionário oriundo da expansão da moeda e do crédito.

2.2. Modelo de Metzler

Uma percepção econômica importante foi estabelecida por Metzler (1941), que completa a teoria keynesiana mostrando que a variação do investimento em estoques pode ser a explicação para a ligação entre a variação do investimento fixo e o ciclo dos negócios.

A teoria de Metzler, chamada de ciclo de estoques, considera que pelo fato das empresas normalmente desejarem manter certo nível de estoques como proporção da produção, elas irão ajustar a produção depois do choque inesperado, em resposta ao aumento ou redução não intencionada dos estoques, potencializando os ciclos econômicos.

Para efeito de simplificação, Metzler considera um modelo simples de economia, sem a existência do setor governamental e estipulando que a renda (Y) é igual à produção (Q). Como as vendas de uma empresa podem ser determinadas pela renda, influenciada esta por uma propensão marginal a consumir (α), Metzler considera então, o seguinte modelo:

$$Vendas = \alpha(Q_u + Q_E + I)$$

Onde Q_u é a quantidade produzida para vendas, Q_E é a produção para estoques e I , o investimento sem ser em estoques, determinado pelo “instinto animal”.

Partindo do postulado inicial de Metzler, onde as empresas já possuem quantidade de estoques, fruto do período anterior, Q_E inicial vale zero, e o modelo será:

$$Vendas = \alpha(Q_u + I)$$

Desta forma, quando há um choque nos investimentos (I), oriunda do “instinto animal” dos empresários, a renda da economia cresce, as vendas idem e os estoques caem, iniciando um ciclo de *boom* econômico.

Com a queda observada nos estoques, as empresas elevarão parte da produção para compensar este item (Q_E), e o modelo será indicado novamente por $Vendas = \alpha(Q_u + Q_E + I)$, ampliando a renda, as vendas e potencializando o ciclo de expansão da economia.

Metzler mostra que este ciclo perdurará até o nível de estoques voltarem ao patamar relativo inicial. Neste momento, não havendo novo choque em I , o componente Q_E voltará a ser zero, reduzindo as vendas e aumentando os estoques, caracterizando novo ciclo econômico recessivo. Até que as expectativas não induzam os empresários a novos investimentos (I), um novo ciclo não se iniciará e a economia seguirá enfraquecida.

O pensamento de Keynes (1982) corrobora a teoria dos ciclos de Metzler, ao afirmar que “o processo de absorção dos estoques representa um investimento negativo,

que também contribui para diminuir o emprego, e, chegando a seu término, causa considerável alívio” (Keynes, 1982, p.246).

Keynes completa ainda, indicando que a experiência recente dos Estados Unidos proporcionou bons exemplos do papel que as flutuações dos estoques de produtos exercem na causação das oscilações menores de um ciclo econômico. Citando o *New Deal*, Keynes (1982, p.256) mostra que o plano consistiu parcialmente num esforço enérgico para reduzir os estoques da economia: “*A redução dos estoques a um nível normal era um processo necessário ou uma fase que tinha de ser suportada (...) Só quando essa fase se completou, ficou aberto o caminho para uma recuperação substancial*”.

CAPÍTULO 3 – POLÍTICA FISCAL CONTRA-CÍCLICA

Considerando o comportamento oscilatório que o produto de um país apresenta, com períodos de prosperidade e recessão, cabe-nos analisar agora como a política fiscal poderia reagir a estes ciclos, uma vez que flutuações econômicas exercem significativa influência nas contas públicas.

A primeira resposta fiscal a uma mudança na atividade econômica é o estabilizador automático, que são as receitas e gastos públicos diretamente ligados aos ciclos econômicos. Para Budnevich, (2002) são os elementos de política fiscal que tendem a abrandar as flutuações do produto, sem qualquer ação explícita do governo. Não requerem, portanto, uma autorização antecedente do Legislativo para seu funcionamento, e como o próprio nome diz, são políticas que entram em funcionamento logo que a economia se afasta da posição desejada.

Olhemos primeiramente como funciona o estabilizador automático pelo lado do gasto público.

Existem alguns tipos de despesas públicas, principalmente transferências, cujo montante varia automaticamente em sentido inverso às variações do produto, exercendo assim um efeito estabilizador sobre o rendimento. O maior exemplo é o seguro-desemprego. Nas palavras de Silva (1982, p.197), “*quando o produto baixa e aumenta o desemprego, aumenta automaticamente o montante dos subsídios a pagar aos desempregados, o que atenua o efeito recessivo*”. Logo, quanto maior a porcentagem da população trabalhadora coberta pelo seguro-desemprego, maior será o grau de estabilização automática da economia.

Analisando agora pela ótica da receita pública, o efeito estabilizador do produto pode ser verificado com mais intensidade nos impostos sobre rendimentos. Relembrando a Equação de Equilíbrio do Produto (EEP) do capítulo anterior, vimos que:

$$Y = \frac{1}{1 - \alpha(1 - j) + \beta} (I + E + G + \alpha R + c - \alpha b - h)$$

Dado que j é a taxa sobre o rendimento, se supormos um sistema econômico sem este imposto, a equação acima ficará:

$$Y = \frac{1}{1 - \alpha + \beta} (I + E + G + \alpha R + c - \alpha b - h)$$

Comparando as duas equações, fica fácil observar que o produto será menor quando os impostos dependerem do nível de renda, do que quando são independentes (o Y da primeira equação será menor do o Y da segunda). Os impostos sobre o rendimento têm, portanto, um efeito estabilizador automático, na medida em que atenuam as oscilações do produto nacional. Nas palavras de Silva (1982, p.192), “*se, numa situação de pleno emprego, o investimento privado aumenta, causando uma subida no nível de preços, a receita dos impostos também aumentará, exercendo um efeito contracionista na atividade econômica*”.

Note-se, portanto, que o estabilizador é automático, não resultando de qualquer decisão governamental de alterar o valor dos instrumentos fiscais. Há somente uma variação do produto nacional induzida pela variação da receita de impostos no mesmo sentido.

Vale ressaltar, que para efeitos de estabilização automática, a receita fiscal deve responder sem atrasos às variações do nível de rendimento. Logo, a cobrança dos

impostos deve ser feita por retenção na fonte, pois como mostra Silva (1982), se o imposto cobrado em um ano se refere ao rendimento recebido no ano anterior, a receita dos impostos pode estar subindo quando o nível de rendimento está caindo, ou estar caindo quando o nível de rendimento já estar subindo.

Alguns fatores podem contribuir para um pior desempenho do estabilizador automático, como baixa elasticidade e baixa participação de impostos no PIB, ou a ausência de uma formal compensação de seguros-desemprego na economia. Quando os estabilizadores não proverem um grau suficiente de estabilização na atividade econômica, uma política fiscal discricionária deverá ser usada pelo governo.

Qual seria, então, a política fiscal discricionária ótima para enfrentar os ciclos econômicos? Para Keynes (1982), o modelo para enfrentar recessões seria uma política fiscal expansionista, na qual o efeito multiplicador estimularia a demanda agregada, impulsionando assim a economia. Tal modelo é denominado política fiscal contra-cíclica, pois o governo atua para amenizar os efeitos dos ciclos econômicos que uma economia atravessa. Logo, na presença de uma recessão, aumentam-se os gastos públicos ou reduzem-se os impostos na tentativa de reaquecer a atividade econômica. Já nos períodos de *boom* econômico, a operação é inversa, com o governo reduzindo os gastos ou aumentando os impostos para tentar esfriar os avanços da atividade.

A famosa metáfora de Keynes (1936), conhecida como “enterrando garrafas”, ilustra a política fiscal contra-cíclica no estímulo da economia:

“Se o Tesouro enchesse garrafas velhas com cédulas bancárias, depois enterrasse as garrafas a profundidade conveniente em minas de carvão abandonadas e, em seguida, aterrasses as minas até a superfície com entulhos da cidade e deixasse as empresas

privadas, experientes nos princípios do Laissez-faire, entregues ao trabalho de desenterrar as notas (...) não haveria mais desemprego (...). Evidentemente, seria mais sensato construir casas e coisas do gênero, mas se há obstáculos de natureza política e prática que impossibilitam isso, antes enterrar as notas que nada.” (Keynes, 1936, p.129).

Esta metáfora de Keynes mostra que os gastos do governo podem beneficiar a economia durante recessões através do efeito multiplicador, mesmo se os bens e serviços não são diretamente preferidos pelas famílias.

A tentativa de estimular a economia através de política fiscal contra-cíclica pode ser observada nos Estados Unidos a partir de 2001. Com a economia americana entrando em recessão¹, o governo sancionou em maio de 2001 uma lei de estímulo fiscal, reduzindo os impostos no país na expectativa de ampliar a demanda doméstica. Agravada pelo terrorismo em setembro de 2001, a já combalida economia assistiu a nova atuação fiscal contra-cíclica do governo, aumentando o dispêndio público e ampliando ainda mais a redução de impostos. Como mostra Naime (2004, p.2), *“a política (de redução de impostos) foi exitosa na medida em que a demanda doméstica teve um crescimento sustentado, tendo crescido 0,7% (antes da implantação da política) em 2001 e 4,5% em 2004. Esse aumento da demanda doméstica representa um aumento do consumo privado, mas o aumento do gasto governamental colaborou em grande medida, principalmente a parcela referente à política de segurança”*.

Outro exemplo da utilização de políticas contra-cíclicas é encontrado na Argentina. Conforme mostra Suzuki (2006), o governo argentino lançou um projeto em

¹ A produção industrial do país apresentava seis meses consecutivos de queda, os preços das ações estavam declinando e os escândalos contábeis, criando dúvidas sobre a veracidade dos balanços financeiros das corporações, minaram a confiança dos indivíduos.

2002 com medidas para aliviar o impacto do crescimento do desemprego devido à severa crise econômica que o país atravessava. Um valor de US\$ 50 mensais foi providenciado a cada desempregado, em troca de um trabalho de quatro horas em serviços comunitários, pequenas construções, manutenção de escolas, cozinhas comunitárias e centros de turismo.

Note-se que enquanto estes serviços apresentam-se claramente úteis, tais empregos não seriam oferecidos sem uma crise econômica e o conseqüente alto desemprego.

Fica claro, então, que a resposta ótima do governo aos ciclos econômicos é adotar uma política fiscal contra-cíclica. Para Calderón (2003) uma política de estabilização ótima é contra-cíclica, quando o governo almejar, utilizando os instrumentos fiscais à sua disposição, manter o produto em torno do seu nível potencial.

Dessa maneira, podemos concluir que a implantação de uma política fiscal contra-cíclica se dará a partir do ponto onde o produto da economia tiver se afastado de seu potencial de crescimento a longo prazo.

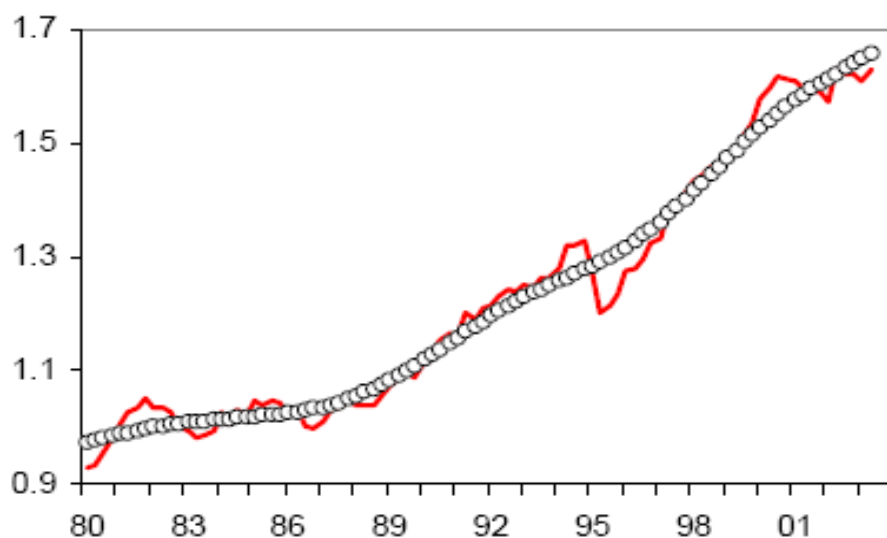
Hagemann (1999) mostra que estas flutuações do PIB em torno de seu potencial são ocasionadas por choques permanentes e temporários. Os choques permanentes são os choques de grandes mudanças na tendência do produto, como o tecnológico. Já o segundo, são os choques resultantes de movimentos cíclicos em torno do produto potencial.

O método mais utilizado na literatura, inclusive em instituições oficiais como FMI e Banco Mundial, para mensurar o produto potencial de uma economia, e conseqüentemente seus ciclos econômicos é o Filtro de Hodrick-Prescott, comumente

chamado filtro HP.² Angelis (2004, p.21) define o filtro HP como “*a ferramenta mais popular para separar ciclos, tendências e movimentos irregulares presentes nas séries*”.

Portanto, na medida em que o PIB corrente de um país estiver abaixo de seu nível potencial (calculado pelo filtro HP), o governo poderá responder com uma política fiscal contra-cíclica, elevando seus gastos na tentativa de retornar o produto corrente ao seu patamar potencial de longo prazo. Se estiver acima, caberá ao governo, utilizando a mesma política, reduzir seus gastos ou aumentar impostos, de modo que o PIB corrente não gere descontrole de preços. Nas figuras abaixo podemos verificar o comportamento do PIB do México (linha vermelha) em torno de seu PIB potencial (linha branca):

Gráfico 1 – PIB México e sua tendência de longo prazo (em bilhões de pesos constantes – base 1993)

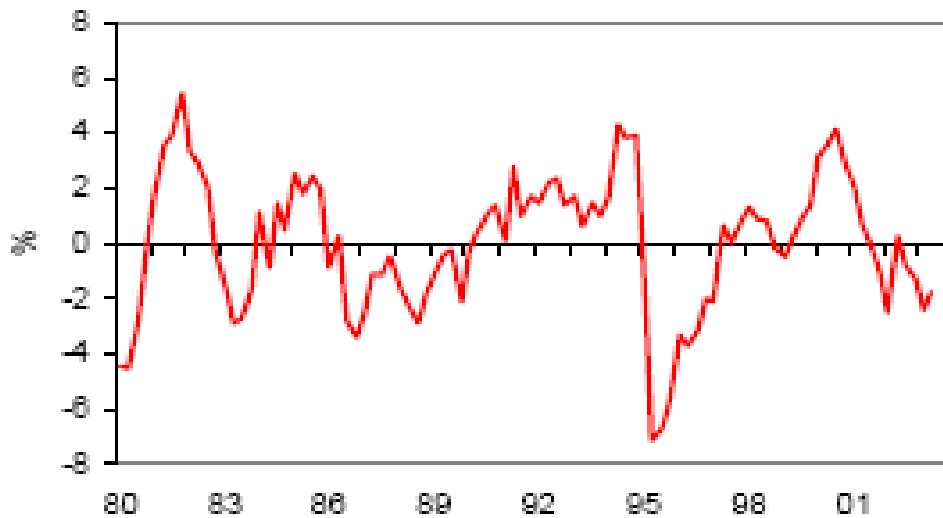


Fonte: Burnside (2004, p.34)

² Na definição deste filtro, os autores procuraram desenhar um método simples para isolar a tendência das variáveis econômicas, definindo esta como sendo simplesmente o componente das séries que cresce lenta e suavemente com o tempo. Em outras palavras, o filtro HP busca extrair a tendência, que é considerada estocástica, mas com variações suaves ao longo do tempo e não correlacionadas com o ciclo.

E os desvios do PIB em torno de sua tendência:

Gráfico 2 – Desvios do PIB México sobre sua tendência



Fonte: Burnside (2004, p.35)

Estas flutuações do PIB corrente em torno do seu potencial é que determinarão o gatilho para a adoção de políticas contra-cíclicas discricionárias. Com desvio menor que zero, então, o governo poderá estimular a demanda agregada, e com desvio positivo, esfriar o nível da atividade.

3.1. Balanço Orçamentário Estrutural

Como visto acima, a primeira condição para a implantação de uma política fiscal contra-cíclica é compreender os ciclos econômicos, verificando o estágio em que o PIB corrente do país se encontra em relação a seu potencial de longo prazo.

Sabemos também que o balanço orçamentário é composto de gastos e receitas de impostos. Como visto no capítulo anterior, o balanço apresentará déficit (superávit) quando a receita de impostos for menor (maior) que os gastos. Contudo, o resultado de déficit ou superávit não dependerá somente do lado endógeno das receitas e despesas, mas também do nível da atividade que a economia atravessa. A partir daí, é importante distinguir as influências no orçamento governamental dos fatores temporários e permanentes, para, então, buscar uma orientação fiscal de médio-prazo.

Esta análise orçamental é de grande relevância, uma vez que componentes significativos do gasto público e das receitas públicas são ajustadas automaticamente de acordo com a evolução da economia. O questionamento de Marcel (2001, p.1) define bem a importância desta análise sobre o orçamento, para poder estabelecer uma política contra-cíclica eficiente: *“se, durante um período de recessão aparecer um déficit fiscal, isto será o resultado de uma política de gastos deliberados do governo, ou de um declínio nas receitas causadas por fatores exógenos à autoridade? Logo, o balanço orçamentário do governo apresentará não somente as ações fiscais do governo, como também influências de fatores temporários cíclicos”*.

Portanto, dado que o convencional agregado orçamentário é usualmente dominado por alguns fatores exógenos, o qual não permite isolar o componente cíclico ou as mudanças temporárias, é necessário, para se obter conclusões e os resultados da política fiscal, distinguir as influências exógenas e temporárias do componente discricionário na evolução dos agregados fiscais. Nas palavras de Hagemann (1999, p.3), deve-se *“estabelecer um balanço residual, após expurgar do atual balanço, as conseqüências no orçamento dos ciclos econômicos”* (tradução do autor).

Buscando, então, uma regra da posição fiscal de um país em relação ao ciclo econômico que ele atravessa, o FMI criou o *Structural Budget Balance (SBB)*, ou Balanço Orçamentário Estrutural. O *SBB*, além de prover uma análise completa da política fiscal, tornou-se uma grande ferramenta para a formulação de uma política fiscal eficiente para o médio prazo, permitindo, segundo Marcel (2001), os agentes saberem como a política fiscal reagirá quando ocorrerem mudanças no ambiente macroeconômico.

Dessa maneira, na estimação do *SBB* deve-se retirar o componente cíclico do balanço orçamentário sobre o balanço total. O balanço total será, então:

$$B_t = B_{c,t} + B_{s,t}$$

Onde $B_{c,t}$ é o balanço cíclico, e $B_{s,t}$ é balanço estrutural.

Chamando R de receitas do governo e E de despesas, teremos:

$$B_t = (R_{c,t} - E_{c,t}) + (R_{s,t} - E_{s,t})$$

Logo, como queremos excluir a influência cíclica do balanço orçamentário ($R_{c,t} - E_{c,t}$), o *SBB* será:

$$SBB_t = R_{s,t} - E_{s,t}$$

Devemos agora, encontrar a receita estrutural ($R_{s,t}$) e a despesa estrutural ($E_{s,t}$):

Segundo o modelo do FMI, a receita estrutural será computada no ano t ajustando as receitas observadas e o montante que reflete o *gap* do produto potencial (Y_t^*) com o produto observado (Y_t), dado a elasticidade receita-produto (E).

A receita estrutural, então, será:

$$R_{s,t} = R_t \cdot \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} \right)^E$$

Para as despesas, o ajuste é realizado refletindo o impacto dos dispêndios (seguro-desemprego) entre o atual nível de desemprego e o nível de emprego que não acelera a inflação, que é a taxa natural de desemprego.

Logo, a despesa estrutural será:

$$E_{s,t} = (E_t - UB_t) + \left(UB_t \cdot \left(\frac{UR_t^n}{UR_t} \right) \right)$$

Onde UB_t é o auxílio-desemprego, UR_t^n é a taxa natural de desemprego e UR_t , a taxa de desemprego corrente.

Com isso, o FMI determinou um modelo no qual podemos obter o real resultado da posição fiscal do governo, já que o componente cíclico pode ter impacto relevante nas contas públicas, seja por um aumento “irreal” da arrecadação, isto é, induzido por algum fator exógeno, seja por uma despesa de caráter cíclico da economia. Vale notar, entretanto, que alguns cuidados devem ser tomados na análise do *SBB*, pois este modelo captura os efeitos diretos de mudanças nas taxas de juros, e estas mudanças não são de controle imediato das autoridades fiscais. Além disso, os efeitos da inflação são ignorados, muito embora os impactos deste quesito tendam a apresentar pouca influência na modelagem da política fiscal usando o *SBB* se as receitas e despesas são afetadas no mesmo grau e na mesma direção pelas oscilações inflacionárias.

Podemos concluir que o motivo pelo qual foi construído o *SBB* foi estabelecer uma regra para suavização dos choques transitórios que uma economia pode atravessar, tentando minimizar o diferencial entre o PIB potencial e o PIB corrente.

Colocamos abaixo o cálculo do *SBB* feito pelo FMI para alguns países da Europa:

Tabela 1 – Balanço orçamentário estrutural – Europa (em % do PIB)

Países	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Áustria	-3,3	-4,1	-2,7	-3,7	-4,8	-4,6	-3,1	-1,4	-1,9	-1,7	-1,5
Bélgica	-6,7	-7,2	-7,4	-5,4	-3,0	-2,4	-1,2	-0,5	-0,3	-0,2	0,1
Finlândia	4,7	3,6	2,9	2,7	2,3	1,0	1,2	0,8	1,7	2,4	2,6
França	-2,8	-2,5	-3,4	-3,3	-3,7	-3,1	-1,9	-0,8	-1,3	-0,9	-1,7
Alemanha	-3,2	-5,1	-3,7	-2,2	-1,2	-2,0	-1,6	-0,7	-0,4	-0,4	-0,3
Irlanda	-3,6	-2,2	-1,5	0,1	0,4	-2,1	0,2	0,2	1,0	1,2	1,2
Itália	-12,2	-10,7	-9,5	-8,2	-7,9	-7,1	-5,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,4
Holanda	-6,0	-3,8	-4,3	-2,4	-3,2	-3,2	-1,5	-0,8	-1,1	-1,4	-1,2
Portugal	-6,8	-7,7	-4,3	-5,4	-5,0	-4,6	-2,5	-2,3	-2,4	-2,3	2,1
Espanha	-6,7	-7,2	-4,8	-5,0	-4,3	-5,0	-3,0	-1,5	-1,3	-1,3	-0,9
Dinamarca	-0,4	-1,8	-1,1	-1,1	-1,2	-1,7	-1,2	-0,5	-0,1	2,0	2,1
Suécia	0,1	-2,9	-6,5	-7,0	-7,0	-5,6	0,6	2,0	3,8	2,9	3,5
Inglaterra	-3,9	-2,7	-3,7	-4,5	-4,5	-4,3	-3,9	-1,9	-0,7	-1,0	-0,6

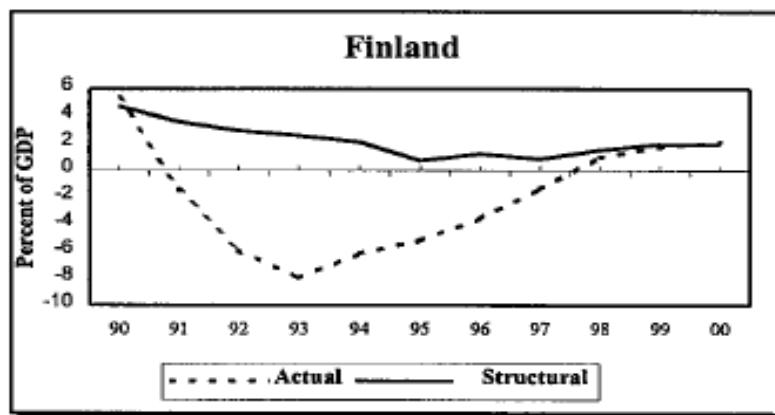
Fonte: Hagemann (1999, p.9), Elaboração do autor

A partir da tabela acima (valores negativos representam déficit fiscal no balanço cíclico), selecionamos alguns países para análise, comparando o Balanço Orçamentário Estrutural (*SBB*) ao Balanço Fiscal Corrente. Desta maneira, poderemos verificar se o componente cíclico apresentou influência no orçamento do governo, uma vez que apresentaremos um balanço com este elemento (Balanço Corrente) e outro sem o elemento (*SBB*).

Observando os gráficos em Hagemann (1999), podemos destacar três países: Finlândia, Suécia e Irlanda. Escolhemos tais países pelo simples fato de apresentarem um diferencial mais acentuado entre seus balanços orçamentário estrutural e fiscal no período analisado, facilitando a compreensão da existência do fator cíclico. Analisemos então, cada um deles:

FINLÂNDIA

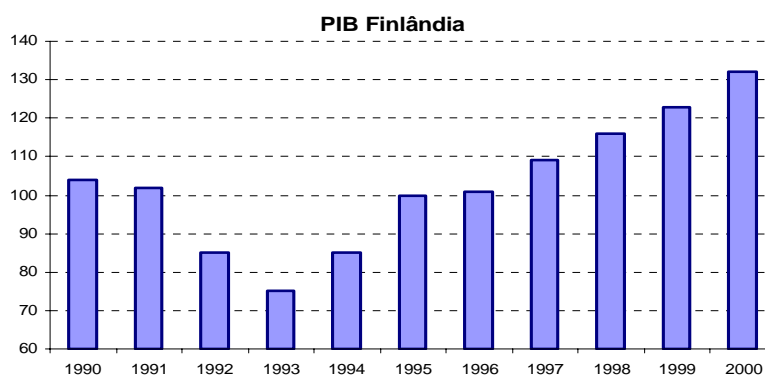
Gráfico 3 – Balanço estrutural x balanço corrente



Fonte: Hagemann (1999, p.10)

Podemos observar o grande diferencial entre os balanços Atual (Convencional) e Estrutural (*SBB*), principalmente entre 1991 e 1996, mostrando que o componente cíclico atuou fortemente neste período. Observando a evolução do PIB da Finlândia, é possível fazer algumas inferências.

Gráfico 4 – Evolução PIB Finlândia (em US\$ bilhões)



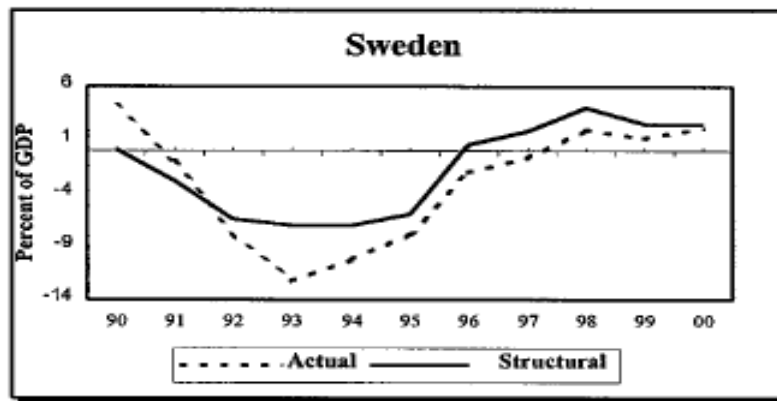
Fonte: Eurostat, Elaboração do autor

Nota-se claramente que o grande déficit fiscal verificado entre 1991 e 1994 coincidiu com um grande período de recessão no país, mas o *SBB* operou todo o período com superávit. Portanto, pode-se concluir que o déficit nas contas públicas pode não ter se originado de uma política de gastos deliberada do governo, mas provavelmente por um declínio das receitas e aumento dos gastos com auxílio-desemprego, gerados pelo forte recuo da atividade econômica.

Este exemplo ilustra bem a diferença entre os dois balanços, permitindo observar que o componente cíclico pode impactar significativamente a posição fiscal de um país.

SUÉCIA

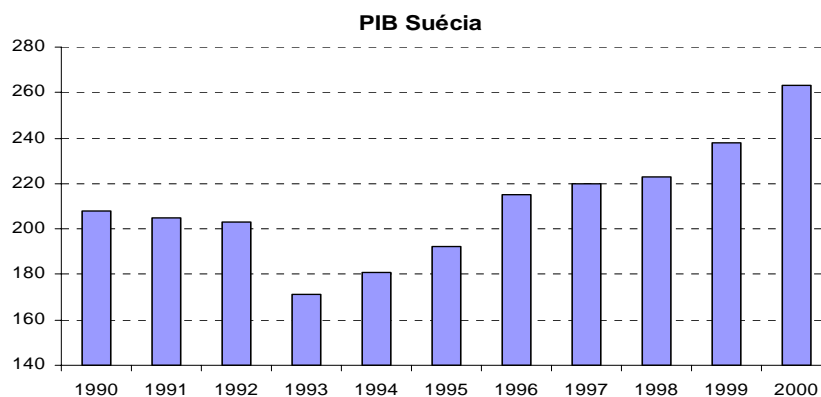
Gráfico 5 – Balanço estrutural x balanço corrente



Fonte: Hagemann (1999, p.11)

Neste exemplo, observa-se que o balanço convencional tem o mesmo comportamento que o *SBB*, diferindo somente na grandeza, principalmente no ano de 1993.

Gráfico 6 – Evolução PIB Suécia (em US\$ bilhões)

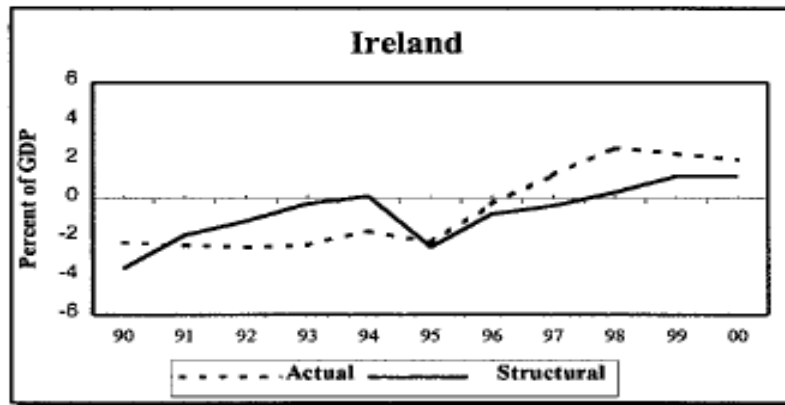


Fonte: Eurostat, Elaboração do autor

Analisando o caso da Suécia, notamos que o desempenho do PIB segue o mesmo padrão que o da Finlândia, sobretudo no ano 1993, onde uma grande recessão deu origem a um significativo déficit público (déficit convencional). Contudo, ao contrário do primeiro exemplo, o *SBB* também apresentou déficit, podendo indicar que o governo praticou efetivamente uma política expansionista, aumentando seus gastos no período crítico. À medida que o produto foi se recuperando, nota-se claramente que o governo deixou de gastar, atingindo o superávit nos dois balanços a partir de 1997.

IRLANDA

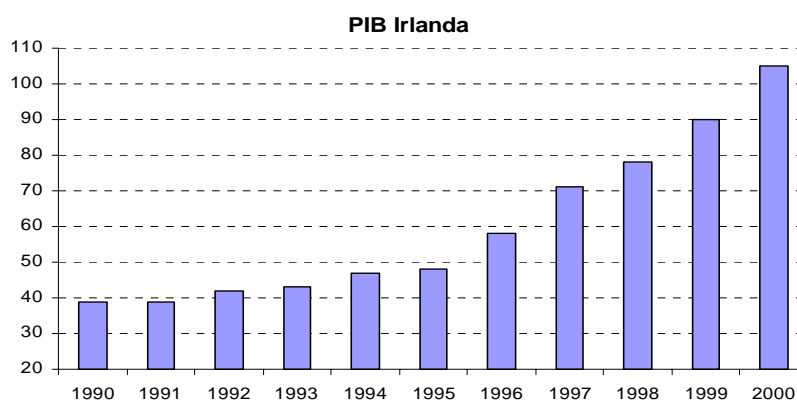
Gráfico 7 – Balanço estrutural x balanço corrente



Fonte: Hagemann (1999, p.11)

Neste exemplo, verifica-se que os balanços convencional e estrutural alternam seu comportamento durante o período observado, apresentando igual valor (déficit) somente em 1995. Coloquemos agora abaixo o desempenho do PIB irlandês e comparamos as curvas dos balanços com os exemplos anteriores:

Gráfico 8 – evolução PIB Irlanda (em US\$ bilhões)



Fonte: Eurostat, Elaboração do autor

Ao contrário dos outros exemplos, o produto da Irlanda cresceu continuamente durante o período analisado, não havendo anos com recessão econômica.

Pode-se notar que mesmo com déficit convencional (Atual) estável até 1995, o Balanço Estrutural apresentou comportamento crescente, podendo indicar que o governo vinha reduzindo gastos no período, numa clara demonstração de aperto fiscal. O déficit convencional observado, então, mostrou clara influência cíclica. A partir de 1995, com o PIB crescendo a taxas superiores ao registrado na primeira metade da década, o resultado fiscal convencional cresceu rapidamente, ao passo que o *SBB* apresentou melhoria mais lenta. Logo, podemos concluir que o padrão cíclico exerceu significativo impacto, pois com o PIB estável até 1995, o fator cíclico não se alterou, vindo a apresentar forte impulso com a posterior elevação mais acentuada do produto, e conseqüente maior arrecadação do setor público.

Com os exemplos analisados acima, podemos entender que o *Structural Budget Balance (SBB)* pode ajudar na formulação da política fiscal, sendo, então, uma ferramenta na determinação do nível de ajuste cíclico do balanço orçamentário. Tal balanço permite verificar como os estabilizadores operam melhor, ou permite o uso de alguma política fiscal discricionária contra-cíclica, contribuindo para reduzir a amplitude dos ciclos econômicos.

Na análise do *SBB* é importante também considerar países que têm suas receitas fiscais fortemente influenciadas por elementos exógenos, os quais exercem vantagens comparativas, como *commodities*. É o caso, por exemplo, do Chile, Colômbia e Países da *OPEP*, onde o cobre, o café e o petróleo são, respectivamente, grandes fontes de receitas de produção e exportação. Logo, como mostra Marcel (2001), no cálculo do *SBB* deve-se

incorporar os desvios do preço das *commodities* de sua tendência de médio prazo e consequentemente, de seus efeitos nas receitas fiscais.

Então, como as *commodities* são importantes fontes de receita fiscal para alguns países, e seus preços apresentam comportamento cíclico e exógeno (o governo não controla), é necessário adaptar a metodologia padrão do FMI para o cálculo do *SBB*. Com este propósito, ilustraremos o caso chileno, onde grande fonte de receita fiscal provém da exportação do cobre.

3.1.1. Estimação do balanço orçamentário estrutural para o Chile

Na estimativa do *SBB* para o Chile devemos considerar os efeitos do preço do cobre nas receitas do governo. O componente cíclico das receitas do cobre tem sido estimado considerando as vendas físicas de cobre da CODELCO (Corporação Nacional do Cobre) e as flutuações cíclicas do preço do cobre.

Desta maneira, Marcel (2001) ajustou o orçamento estrutural proposto pelo FMI, incorporando o fator cíclico das receitas do cobre para o balanço chileno.

Este fator é calculado como:

$$C_{c,q} = VF_q \cdot (PFOB_q - PREF_q)$$

Onde,

$C_{c,q}$ são as receitas cíclicas do cobre no trimestre;

VF_q são as vendas físicas da CODELCO no trimestre;

$PFOB_q$ é o preço de exportação da CODELCO no trimestre, corresponde ao preço *spot* na *London Mercantil Exchange*; e

$PREF_q$ é o preço de referência de longo prazo.

Dado que para qualquer país existe sempre um *lag* entre a efetiva venda da *commodity* e a sua transferência de receita para o governo, o componente cíclico anual será contabilizado como: transferência de 34% das receitas no último trimestre de $t - 1$ e 66% do quarto trimestre de t .

Portanto, o componente cíclico será:

$$C_{c,t} = (0,34 \cdot C_{c,t-1} + C_{c,t} + C_{c,t+1} + C_{c,t+2} + 0,66 \cdot C_{c,t+3})$$

Definido o fator cíclico das *commodities*, podemos agora obter o *SBB* para o Chile, que será o balanço convencional sem os fatores cíclicos:

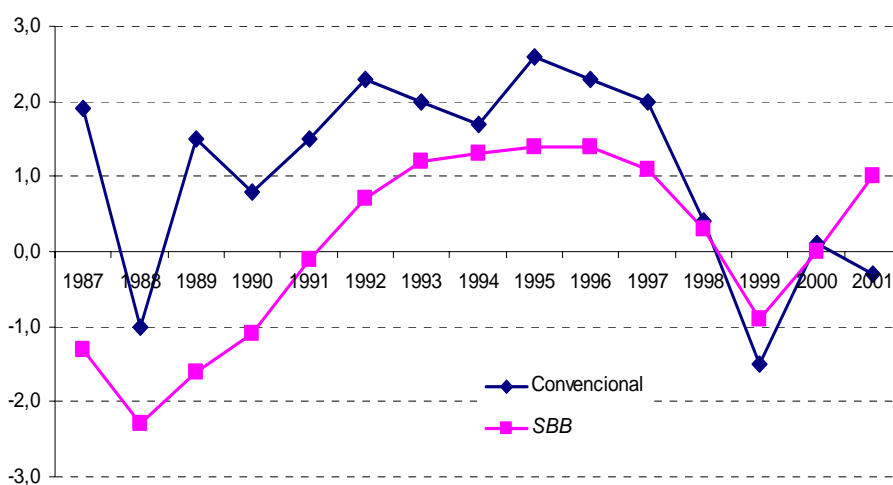
$$SBB = B_{s,t} = B_t - T_{c,t} - C_{c,t} ,$$

sendo B_t , o Balanço Convencional.

Dessa forma, o uso do *SBB* como um indicador da posição financeira do governo facilita a interpretação dos resultados fiscais, quantificando a magnitude do impacto do ciclo econômico no balanço orçamentário.

Vejamos o gráfico abaixo, comparando, para o caso chileno, o balanço orçamentário convencional e o balanço orçamentário estrutural (*SBB*), expressos como % do PIB:

Gráfico 9 – Balanço estrutural X balanço convencional -Chile



Fonte: Marcel (2001, p.27), Elaboração do autor

Fica claro então, a influência que as receitas de cobre tem para o balanço fiscal chileno, pois em quase todo o período analisado, o resultado do balanço convencional está acima do *SBB*, indicando, que excluídas as receitas advindas da *commodity*, a posição fiscal do governo seria bastante inferior à divulgada. Pode-se dizer, que o déficit fiscal é escondido pelos altos componentes cíclicos das receitas no período observado, oriundas, sobretudo do cobre.

Portanto, observando a diferença entre o resultado fiscal e o *SBB*, encontramos o colchão ou aporte que o governo pode fazer em sua dívida, elaborando, desta forma, uma política fiscal contra-cíclica para o país.

Neste momento, como mostra Budnevich (2002, p.8) “o *Ministro das Finanças* pode decidir o montante e a oportunidade de retiradas para complementar as receitas quando os preços do cobre estiverem abaixo da tendência, ou pré-pagar dívidas durante

ciclos de boom, quando o preço elevado do cobre trouxer recursos extras para o orçamento” (tradução do autor).

Cabe ressaltar que a utilização da CODELCO como fonte de recursos fiscais, apesar de possibilitar a adoção de política fiscal contra-cíclica no país, apresenta contestações, uma vez que o governo utiliza grande parte das receitas da empresa em seu orçamento nacional, não investindo o suficiente na própria empresa. Com isso, a empresa tende a tornar-se menos eficiente, não aumentando a produtividade e perdendo competitividade frente a empresas privadas do setor.

3.1.2. Balanço Orçamentário Estrutural para o Brasil

A elaboração de um orçamento fiscal orientado pelos ciclos econômicos no Brasil foi objeto de estudo para Maciel (2005). Na construção do BOE para o país, foi preciso considerar uma particularidade fiscal brasileira, já que em 2000 a política fiscal passou a ser orientada por uma regra fiscal. Nesta época, o Congresso Nacional aprovou a Lei de Responsabilidade Fiscal que estabelece o comprometimento dos administradores públicos com a sustentabilidade das contas fiscais, onde todo orçamento deve estar em consonância com as metas fiscais estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentária. Junto a este novo arcabouço, o Poder Executivo referendou também uma meta de superávit primário junto ao FMI, na tentativa de conter dinâmica crescente do serviço da dívida.

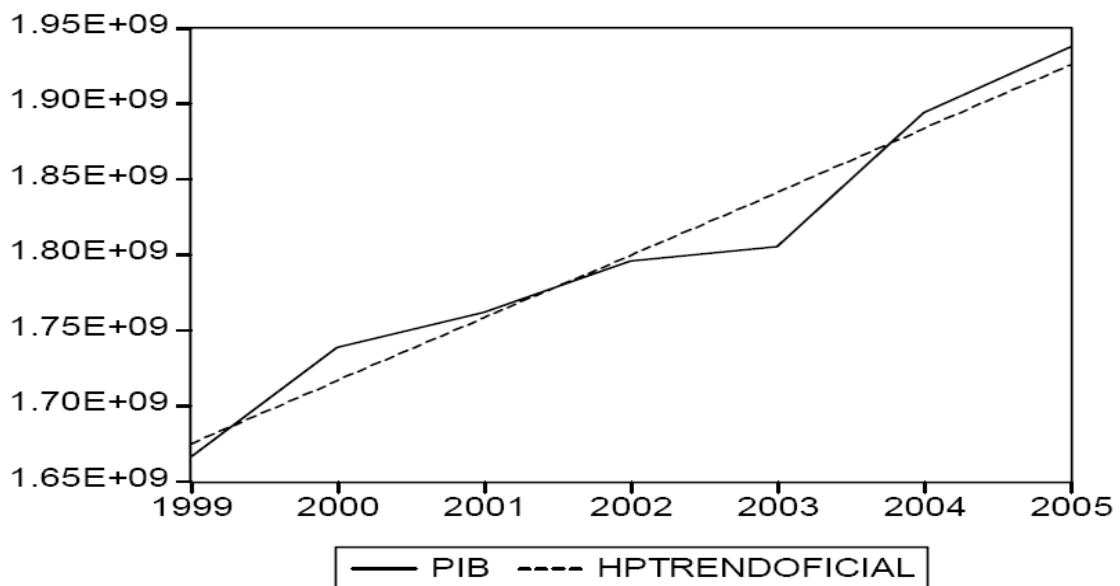
Dessa maneira, Maciel (2005) definiu o balanço orçamentário estrutural para o Brasil como:

$$R_{s,t} = R_t \cdot \left(\frac{Y_t^*}{Y_t} \right)^E - FT(\text{realizado})$$

Definindo o termo *FT* como o resultado primário realizado pelo Governo Federal, isto é, a regra fiscal estabelecida, e retirando-o do modelo original, teremos o *SBB* para o caso brasileiro. Tal procedimento é obrigatório no cálculo para países que adotam regras fiscais, uma vez que a busca pelo seu cumprimento se dará independente do ciclo econômico que o país atravessa. Assim, isolando a parcela “compulsória” do balanço fiscal, podemos encontrar o componente cíclico dos resultados fiscais.

Para determinar o balanço cíclico é necessário então, conhecermos o PIB potencial e compara-lo ao PIB realizado³:

Gráfico 10 – PIB potencial X PIB realizado – Brasil



Fonte: Maciel (2005, p.18)

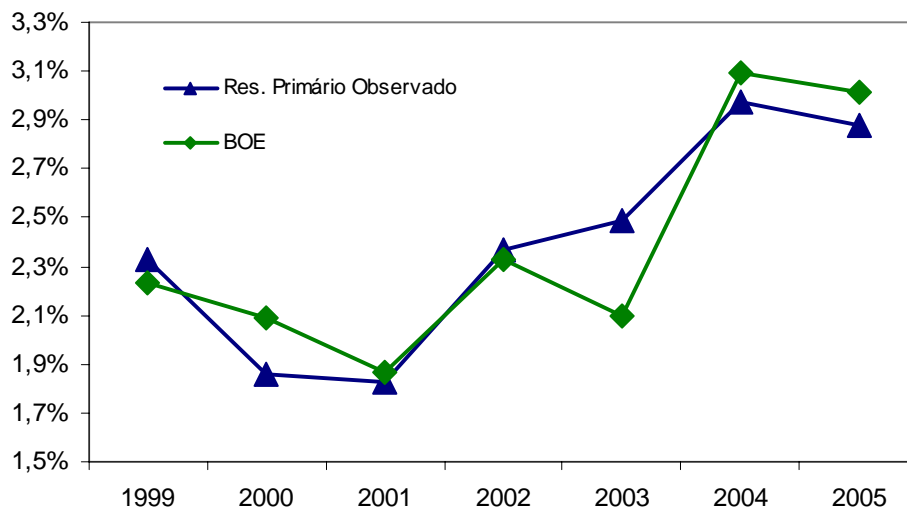
Considerando o fator cíclico como a razão entre o produto potencial e o PIB realizado $\left(\frac{Y_t^*}{Y_t}\right)$, podemos notar que tal fator apresentou seu valor mais baixo em 2000 e

³ Ver Maciel (2005) para mais detalhes sobre o cálculo do Produto potencial.

seu mais alto em 2003, ou seja, períodos onde os ciclos econômicos podem ter exercido maior influência nas contas públicas do Brasil.

Obtido o componente cíclico, Maciel (2005) conduziu o cálculo do Balanço Orçamentário para o caso brasileiro, obtendo os seguintes dados:

Gráfico 11 – Resultado Primário Observado e Balanço Orçamentário Estrutural estimado - Brasil



Fonte: Maciel (2005, p.20), Elaborado pelo autor

Observando o gráfico acima, notamos que nos anos 2000 e 2003 o diferencial entre os balanços apresentou as maiores dimensões, indicando a possibilidade de integrar os resultados cíclicos no balanço fiscal do país.

Assim, podemos inferir que o governo brasileiro não teve como objetivo evitar oscilações distorcidas do PIB em torno de sua tendência, uma vez que os resultados primários obtidos foram menores que o BOE nos períodos que requeriam uma redução do gasto público, e maiores quando um maior dispêndio era desejado.

É importante observar que a discrepância entre o balanço orçamentário estrutural e o resultado primário praticado pelo governo teve um diferencial máximo de 0,39% do PIB (em 2003), indicando, como assinala Maciel (2005), estabilidade para a adoção da regra fiscal cíclica no país. Isto porque uma variação nos gastos públicos da magnitude de 0,39% do PIB tende a não desestabilizar a dinâmica da dívida pública, mas pode contribuir para suavizar as oscilações do produto brasileiro.

Tentamos demonstrar nos itens acima a natureza da política fiscal contra-cíclica e o modo como ela pode ser aplicada, isto é, observando o Balanço Orçamentário Estrutural de um país. Este balanço, eliminando o componente cíclico, mostra a efetiva atuação da Política Fiscal, sendo capaz de determinar as receitas “extras” e a perda de receitas para o governo decorrente dos ciclos econômicos.

Sendo, então, a política fiscal contra-cíclica a política fiscal ótima, é interessante agora verificarmos se os países, de maneira geral, estão se utilizando desta prática em suas atuações fiscais.

3.2. Análise da política fiscal dos países

Na tentativa de definir o tipo de política fiscal adotada por diversos países, conferindo se há indícios do uso de políticas fiscais contra-cíclicas neles, apresentaremos alguns estudos onde em cada um deles foi utilizado um instrumental analítico diferente para julgar as práticas fiscais adotadas. Verificaremos se os estudos compartilham do mesmo resultado, ou se apresentam divergências em suas análises. Julgamos importante esta diversificação para o trabalho não ficar enviesado, recorrendo, então a diversos autores que estudaram a questão.

A primeira e mais simples das análises é obter as correlações entre os desempenhos do PIB e dos gastos do governo durante certo período de tempo, para os países. Se a correlação for negativa, indicará que os gastos governamentais agem contra o produto, isto é, à medida que o produto cai, os dispêndios do governo aumentam, e à medida que o produto sobe, tais dispêndios se reduzem, numa clara política contracíclica. Do contrário, ou seja, se a correlação for positiva, mostrará que os gastos governamentais dos países crescem quando o PIB cresce, e caem quando o PIB se retrai. Tal política é definida como política fiscal pró-cíclica.

Na tabela abaixo, apresentamos as correlações para grupos de países selecionados:

Tabela 2 – Correlações consumo do governo x PIB – grupo de países

Região	Número de países	Correlação com Produto		
		<i>Cons.Privado</i>	<i>Cons.Governo</i>	<i>Receitas</i>
Países Industrializados	20	0,79	0,17	0,38
G-7	6	0,87	-0,02	0,31
Outros	14	0,75	0,25	0,39
Países em Desenvolvimento	36	0,60	0,53	0,53
América Latina	17	0,64	0,53	0,49
África	11	0,48	0,54	0,55
Outros	8	0,69	0,52	0,62
Todos Países	56	0,69	0,40	0,47

Fonte: Talvi (2000, p.33), Elaboração do Autor

Em destaque, a correlação entre o produto e os gastos públicos para cada grupo de país. A tabela a seguir, abre as correlações individuais dos países:

Tabela 3 – Correlações consumo governo x PIB – países

G-7	Correlação
Canadá	-0,04
França	-0,28
Itália	0,23
Japão	0,18
Inglaterra	-0,15
EUA	-0,10
Média	-0,03
Outros OECD	
Austrália	-0,03
Bélgica	0,27
Dinamarca	-0,23
Irlanda	0,36
Holanda	0,60
Nova Zelândia	-0,10
Noruega	-0,06
Portugal	0,67
Espanha	0,42
Suécia	0,12
Suíça	0,57
Média	0,24
Outros	
Indonésia	0,62
Coréia Sul	0,60
Malásia	0,54
Tailândia	0,45
Média	0,56
América Latina	
Argentina	0,29
Brasil	0,44
Chile	0,59
Colômbia	0,31
Costa Rica	0,80
México	0,77
Panamá	0,67
Paraguai	0,66
Peru	0,71
Uruguai	0,53
Venezuela	0,53
Média	0,57
África	
Botswana	0,72
Gana	0,54
Quênia	0,72
Marrocos	0,58
Nigéria	0,43
África do Sul	0,26
Tanzânia	0,46
Média	0,53

Fonte: Talvi (2000, p.37), Elaborado pelo autor

Suzuki (2006) também apresenta tais correlações, calculadas separando os gastos do governo em subsídios e transferências. Os resultados aparecem na tabela abaixo:

Tabela 4 – Correlações subsídios e transferências x PIB

Países	Gastos do Governo (Correlações)	
	Subsídios	Transferências
Países Desenvolvidos	-0,18	-0,32
<i>G-7</i>	<i>-0,21</i>	<i>-0,51</i>
<i>EUA</i>	<i>-0,44</i>	<i>-0,76</i>
Países Emergentes	0,22	0,31

Fonte: Suzuki (2006, p. 37), Elaborado pelo autor

Observando, então, os cálculos de correlação apresentados acima, a conclusão é imediata de que somente os países desenvolvidos (G-7 e alguns da OECD⁴) apresentam política fiscal contra-cíclica, já que as correlações obtidas neste grupo de países são negativas. Países emergentes, como a América Latina, Asiáticos e sub-desenvolvidos como os africanos, mostram clara política fiscal pró-cíclica, pois todas as correlações consideradas são positivas.

Na busca pela avaliação de políticas fiscais dos países pelo mundo, outros importantes trabalhos foram produzidos, utilizando desta vez regressões econométricas para distinguir as políticas fiscais adotadas pelas nações.

Neste sentido, um interessante estudo foi desenvolvido por Alesina (*Why is Fiscal Policy Often Procyclical?* – 2005), o qual estabeleceu uma regressão econométrica entre

⁴ Organisation for Economic Co-Operation and Development

os resultados fiscais do governo e o diferencial dos produtos corrente e potencial, aplicado para 87 países no período 1960-2000.

Para o PIB potencial, o autor utilizou o Filtro HP.

O modelo de avaliação fiscal cíclica adotado foi:

$$\Delta S_t = \alpha + \beta \cdot GDP_GAP_t + \varepsilon_t$$

Onde,

ΔS_t é a variação do superávit do orçamento do governo (em % do PIB); e

GDP_GAP_t é o log dos desvios do PIB de sua tendência.

Rodando esta regressão para todos os países, um coeficiente (β) negativo em GDP_GAP_t implicará que um cíclico de recessão é associado a um acréscimo no superávit orçamentário, indicando ser a política fiscal pró-cíclica.

Os resultados encontrados, que estão na tabela a seguir, permitiram a seguinte conclusão:

- a) Para os países da OECD encontrou-se $\beta > 0$, indicando que neste grupo de nações a política fiscal é contra-cíclica;
- b) Em 36, de 64 países não-OECD, foi encontrado $\beta < 0$, mostrando que a política fiscal neste universo é pró-cíclica (os demais países deste grupo apresentaram β muito próximo de zero, indicando ser acíclica a política fiscal);
- c) Duas regiões que apresentaram os maiores níveis de políticas pró-cíclicas: África Sub-Saariana e América Latina;

d) Em termos do β calculado, a América Latina foi o grupo com o pior nível apresentado, indicando ser a região com maiores políticas pró-cíclicas do estudo.

Os dados com os coeficientes calculados por Alesina (2005) para os países estão na tabela a seguir:

Tabela 5 – Coeficientes beta – países selecionados

País	Beta	Início	Fim	País	Beta	Início	Fim
Austrália	0,319	1970	1996	Argentina	-0,011	1973	1996
Bélgica	0,120	1970	1996	Belize	-0,262	1977	1997
Canadá	0,359	1969	1996	Bolívia	0,278	1980	1997
Dinamarca	0,840	1970	1996	Brasil	-0,104	1960	1997
Finlândia	0,264	1960	1996	Chile	-0,060	1960	1999
França	0,401	1972	1996	Colômbia	0,087	1960	1999
Alemanha	-0,086	1991	1996	Costa Rica	-0,264	1970	1997
Grécia	0,136	1960	1996	Dominicana	0,048	1960	1998
Irlanda	-0,333	1960	1996	Equador	-0,098	1960	1997
Itália	0,419	1960	1996	El Salvador	0,023	1960	1999
Japão	0,278	1960	1993	Guatemala	-0,461	1960	1998
Holanda	0,209	1960	1996	Honduras	0,033	1960	1997
Nova Zelândia	0,206	1960	1996	Jamaica	-0,517	1975	1985
Noruega	0,536	1972	1996	México	-0,094	1971	1997
Portugal	0,425	1975	1996	Panamá	-0,164	1980	1998
Espanha	0,265	1962	1996	Paraguai	-0,038	1960	1993
Suécia	0,788	1960	1996	Peru	-0,037	1965	1999
Suiça	0,078	1960	1996	Trinidad T.	-0,801	1976	1995
Inglaterra	0,216	1960	1996	Uruguai	-0,041	1965	1999
EUA	0,389	1960	1996	Venezuela	-0,144	1974	1999
OECD	0,291			América Latina	-0,131		
Bulgária	0,432	1988	1997	Egito	-0,028	1975	1997
Croácia	0,001	1991	1996	Gabão	-0,384	1973	1991
Hungria	0,248	1961	1997	Marrocos	-0,032	1972	1995
Romênia	0,140	1989	1997	Tunísia	0,021	1972	1999
Turquia	-0,262	1987	1997	Botswana	0,224	1982	1996
Leste Europa	0,112			Camarões	0,017	1975	1998
Índia	-0,019	1965	1998	Congo	-0,124	1980	1998
Indonésia	0,181	1972	1997	Etiópia	-0,021	1981	1992
Malásia	-0,003	1960	1997	Costa Marfim	-0,219	1979	1998
Nepal	0,013	1973	1999	Mali	0,064	1977	1988
Filipinas	0,043	1960	1998	Senegal	0,035	1972	1984
Coréia Sul	0,002	1972	1996	África Sul	0,133	1972	1998
Tailândia	0,129	1960	1997	Togo	-0,739	1977	1987
Ásia	0,049			Zâmbia	0,166	1972	1988
				África	-0,063		

Fonte: Alesina (2005, p.28), Elaborado pelo autor

Portanto, como nos estudos anteriores apresentados por Talvi e por Suzuki, pode-se obter a mesma conclusão neste feito por Alesina, ou seja, que somente os países desenvolvidos (OECD) são capazes de executar a política fiscal ótima, que é a contra-cíclica.

Utilizando o mesmo modelo econométrico, Alesina também fez novas inferências, procurando, desta vez, encontrar a forma de atuação das políticas cíclicas e pró-cíclicas dos países avaliados. Para isso, o autor separou o coeficiente ΔS_t em dois novos subgrupos: gastos do governo e impostos, ambos como % do PIB. Tais subgrupos apresentarão caráter pró-cíclico se $\beta > 0$ para os gastos e $\beta < 0$ para as receitas. Os resultados obtidos foram:

- Nos países da OECD, a maioria das ações contra-cíclicas se dão no lado dos gastos públicos;
- Na América Latina, ambos os lados (gastos e receitas) são pró-cíclicos, sendo o valor do gasto duas vezes maior do que a média; e
- Na África Sub-Saariana toda ação pró-cíclica vem do lado dos gastos.

A discrepância das políticas fiscais adotadas entre a América Latina e os países OECD, face ao apresentado acima, foi também tema de estudo para Gavin (1996), que efetuou interessante pesquisa (*Managing Fiscal Policy in Latin America and Caribbean - 1996*) acerca da execução de políticas fiscais durante os ciclos econômicos para estes dois grupos. Através de regressões econométricas, o autor mostra a utilização dos instrumentos fiscais de acordo com as evoluções do PIB, isto é, a resposta dos balanços fiscais às oscilações do PIB.

Os resultados estão sumarizados na tabela abaixo, onde os números apresentados indicam o impacto do crescimento de um ponto percentual do PIB Real nos superávits fiscais:

Tabela 6 – Resposta do balanço fiscal aos ciclos econômicos

	Períodos de Alto Crescimento Econômico		Períodos de Baixo Crescimento Econômico	
	OECD	Am.Latina	OECD	Am.Latina
Resposta Superávit	0,174	0,154	0,611	-0,022
Resposta Superávit Primário	0,136	0,123	0,580	-0,049

Fonte: Gavin (1996, p.14), Elaborado pelo Autor

No grupo OECD, pode-se notar que a resposta fiscal para o crescimento do PIB é muito maior nos períodos de recessão do que nos períodos de crescimento. Nos tempos de rápido crescimento, a contribuição do balanço fiscal é em torno de 17 centavos para cada dólar de expansão do PIB, ao passo que durante as recessões, o choque fiscal no PIB é maior, contribuindo em mais do que 60 centavos para cada dólar de mudança no PIB. Isto mostra que os déficits são gerados por forte resposta contra-cíclica nas recessões.

Na América Latina o oposto ocorre. Embora a resposta do balanço fiscal para o produto durante os *booms* é similar ao observado no OECD, não há existência de déficits para responder aos períodos de recessão. Logo, isto sugere que na América Latina os balanços fiscais movem-se de maneira pró-cíclica durante os tempos econômicos ruins, corroborando os outros estudos apresentados anteriormente.

Uma vez que todos os estudos apontaram para a mesma conclusão, indicando que a política fiscal ótima (contra-cíclica) somente é executada pelos países desenvolvidos, é

importante compreendermos as razões pelos quais os demais países não seguem esta política, levando-os a ter atuação fiscal diametralmente oposta (pró-cíclica).

Tentaremos investigar tais razões no próximo capítulo, buscando encontrar argumentos para justificar esta distinção de políticas fiscais, já que todas as nações deveriam praticar política fiscal contra-cíclica, que, como visto, é a política que suaviza os ciclos econômicos e amplia o bem-estar dos países.

CAPÍTULO 4 – ELEMENTOS PARA POLÍTICA FISCAL CONTRA-CÍCLICA

A adoção de política fiscal contra-cíclica tem sido, conforme diversos estudos indicam, uma prática somente utilizada pelos países desenvolvidos. Dado este sistema ser considerado a política fiscal ótima, precisamos compreender as razões pelos quais os países emergentes ou em desenvolvimento não fazem uso de tal política. Pelo contrário, adotam a pior das políticas fiscais, que é a pró-cíclica.

Considerando que a política fiscal é um importante instrumento para estabilizar os ciclos econômicos, é fácil compreendermos que o modelo fiscal pró-ciclos não contribui para esta finalidade, pois como observa Guerson (2003), uma das características de políticas fiscais pró-cíclicas é a redução do bem-estar. Gordon (2005) segue a mesma linha de pensamento afirmando que esta orientação é um erro, na medida em que tal política causa grandes custos ao crescimento econômico e ao bem-estar, principalmente nas classes mais pobres da população. Isto porque na existência de uma recessão econômica, o caráter pró-cíclico do modelo leva as autoridades a reduzirem os gastos públicos, piorando ainda mais a situação da economia. Do outro lado, na ocorrência de expansões do produto, o aumento dos gastos governamentais, ou a redução de impostos, termina por expandir ainda mais o nível da atividade, colocando a economia do país sob perigoso cenário inflacionário. Dessa maneira, é evidente que nenhum governante gostaria de aplicar a política pró-cíclica em seu país.

Fica claro então, que a política fiscal pró-cíclica está em oposição com o paradigma fiscal keynesiano, o qual prescreve que as políticas ótimas devem ser contra-cíclicas.

Por isso, nosso objetivo neste capítulo é justamente tentar encontrar elementos para explicar os motivos que levam algumas nações a se utilizarem desta nociva prática fiscal, incluindo o Brasil.

4.1. Volatilidade e credibilidade

Como pôde ser visto no capítulo anterior, há uma clara distinção entre grupos de países e suas políticas fiscais, mas também é possível observar, através da análise de Alesina (1996), que todos eles se utilizam do gasto público como principal instrumento fiscal, seja de maneira contra-cíclica, seja de maneira pró-cíclica. Logo, é importante confrontarmos os gastos governamentais destes países para tentarmos obter alguma indicação do que os leva a praticar tão diferente política fiscal nos ciclos econômicos.

As palavras de Gavin (1996, p.3) nos revelam este diferencial, já que “*a resposta fiscal de choques econômicos é importantemente afetada pela estrutura de receitas e gastos do governo, onde tais itens apresentam grande diferença entre a América Latina e os países da OECD*”. Senão vejamos na tabela abaixo, onde são comparados os superávits fiscais entre países da OECD e América Latina no período de 1974 a 1994:

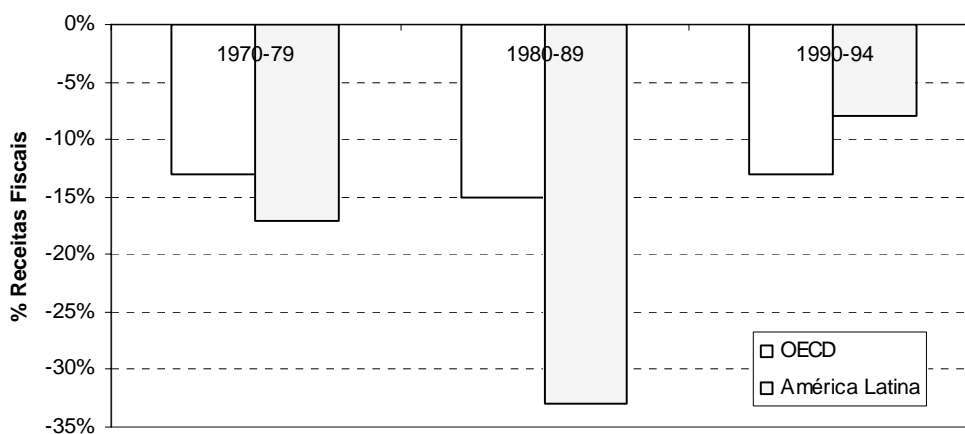
Tabela 7 – Superávit fiscal (em %)

	(1970-1994)	
Superávit	OECD	Am.Latina
Relativo ao PIB	-3,8	-3,9
Relativo ao Sistema Financeiro	-5,1	-14,9
Relativo a Receita Fiscal	-15,0	-21,0

Fonte: Gavin (1996, p.3), Elaboração do autor

Podemos observar que, apesar do déficit fiscal ter sido equivalente entre os grupos no período, a razão entre este déficit e o sistema financeiro⁵ é três vezes maior na América Latina. Além disso, separando por período os gastos do governo como proporção das receitas, verifica-se maior volatilidade deste quesito na América Latina, conforme mostrado no gráfico abaixo:

Gráfico 12 – Gastos do governo (como proporção das receitas)



Fonte: Gavin (1996, p.6), Elaborado pelo autor-

A volatilidade das receitas fiscais observadas é três vezes maior na América Latina do que nos países da OECD (15,2 e 5,2 respectivamente), demonstrando a dificuldade de se fazer previsões de receitas nas nações latinas.

Este fato termina por impactar nos resultados do balanço fiscal de cada país, trazendo também maior volatilidade às mudanças nos superávits ou déficits totais. Gavin mostra que o nível das oscilações fiscais na América Latina é consideravelmente superior às observadas nos países da OECD.

⁵ Gavin (1996) define este quesito como a participação do agregado monetário M2 no PIB, estimando de forma superficial o tamanho do sistema bancário doméstico em relação ao PIB.

As mudanças no superávit primário (como % do PIB) entre 1974 e 1994 são duas vezes maiores nos países latino-americanos do que nos países desenvolvidos, indicando que a atuação fiscal dos governos latinos foi alterada constantemente durante o período.

Quando comparado com o tamanho do sistema financeiro nacional, a volatilidade das mudanças no superávit primário é ainda maior, em torno de seis vezes: 12,2 na América Latina e 1,7 nos países da OECD, medidos a partir do componente *M2* da economia.

Com os números observados acima, torna-se importante também avaliar o padrão de gastos nos dois grupos de países. A tabela abaixo traz este comparativo:

Tabela 8 – Gastos consolidados dos governos

	1970-1994		1990-1994	
	OECD	Am.Latina	OECD	Am.Latina
Total de gastos	100,0	100,0	100,0	100,0
Gastos de Capital	7,7	14,2	6,5	7,7
Gastos Corrente	92,3	85,8	93,5	92,3
<i>Pagamento de Salários</i>	15,0	17,8	13,1	21,9
<i>Transferências</i>	56,0	37,1	57,1	30,0
<i>Pagamento de Juros</i>	9,8	22,0	12,8	24,4

Fonte: Gavin (1996, p.6)

Pode-se constatar que a participação de juros e pagamentos de salários é muito maior na América Latina. Estes itens são considerados importantes para o ajuste fiscal, pois é muito difícil fazer rápidas reduções nestes itens em respostas a choques fiscais adversos, dado que os juros podem crescer nos maus momentos.

Constata-se também a muito menor participação de pagamentos de transferências na América Latina, refletindo no sistema de bem-estar social, que demonstra ser subdesenvolvido em comparação aos países da OECD.

Fica claro que a volatilidade dos déficits fiscais na América Latina deve ser reflexo não só da dispersão das receitas, mas também das relevantes mudanças dos gastos fiscais. A tabela abaixo mostra esta volatilidade:

Tabela 9 – Volatilidade dos gastos fiscais (1970 – 1994)

	Volatilidade	
	OECD	Am.Latina
Total Gastos	3,9	15,7
Gastos de Capital	17,6	34,6
Gastos Corrente	3,8	15,3
<i>Pagamento de Salários</i>	4,5	17,0
<i>Pagamento de Transferências</i>	5,4	46,9
<i>Pagamento de Juros</i>	11,9	30,8

Fonte: Gavin (1996, p.11), Elaboração do autor.

Como era de se esperar, verifica-se que volatilidade total dos gastos fiscais⁶ na América Latina é quase o quádruplo da registrada pelos países desenvolvidos. A volatilidade dos gastos com salários, transferências e pagamentos de juros também apresentam brutal discrepância, sendo que as mudanças nos itens destes gastos, durante o período observado, são respectivamente, quatro, nove e três vezes maiores nos países latinos. O estudo de Gavin (1996), apesar de comparar somente a América Latina aos países desenvolvidos, dá uma dimensão das diferenças entre os agregados fiscais e suas volatilidade entre os dois grupos de nações.

Para o nível desta disparidade ficar mais nítida, Suzuki (2006) ampliou a amostra de países, mostrando a volatilidade dos gastos governamentais para regiões além da

⁶ A volatilidade é calculada como o desvio-padrão das variações em percentual dos valores indicados.

América Latina, ampliando inclusive o período dos dados, que se situaram entre 1972 e 2004. Os resultados podem ser observados na tabela abaixo:

Tabela 10 – Volatilidade dos gastos governamentais - países

País	VOL (G)	País	VOL (G)	País	VOL (G)
Austrália	2,73	Canadá	3,87	China	4,93
Áustria	1,63	França	1,18	Indonésia	9,86
Bélgica	1,31	Alemanha	1,31	Coréia Sul	4,70
Dinamarca	2,06	Itália	1,67	Malásia	7,68
Finlândia	2,01	Japão	4,89	Filipinas	8,85
Grécia	2,84	Inglaterra	2,94	Cingapura	7,23
Islândia	3,80	EUA	2,00	Tailândia	5,93
Irlanda	3,56	G-7	2,55	Vietnã	8,57
Luxemburgo	2,30			Índia	5,46
Holanda	1,30			Nepal	7,15
Nova Zelândia	4,40			Paquistão	8,12
Noruega	3,46			Sri Lanka	8,28
Portugal	2,96			Ásia	7,23
Espanha	2,40				
Suécia	2,50				
Suíça	5,92				
OECD	2,82				
País	VOL (G)	País	VOL (G)	País	VOL (G)
Bulgária	12,92	Argentina	8,30	Angola	5,85
Croácia	4,25	Belize	4,49	Botswana	18,19
Rep. Tcheca	4,33	Brasil	7,82	Camarões	9,57
Hungria	6,20	Chile	7,43	Congo	15,62
Lituânia	16,90	Colômbia	7,34	Costa do Marfim	8,56
Polónia	24,28	Costa Rica	3,71	Gabão	14,35
Roménia	23,62	Equador	13,55	Gana	11,58
Rússia	6,50	El Salvador	6,46	Quênia	9,07
Eslováquia	4,77	Guatemala	8,97	Mali	15,48
Turquia	9,65	Honduras	7,47	Moçambique	15,81
Ucrânia	9,06	Jamaica	9,97	Nigéria	22,51
Europa	11,13	México	8,42	Serra Leoa	16,82
		Panamá	6,45	Africa do Sul	4,21
		Paraguai	13,32	Tanzânia	15,77
		Peru	12,41	Togo	10,89
		Trinidad Tobago	13,23	Zâmbia	16,89
		Uruguai	7,50	África	13,20
		Venezuela	17,94		
		América Latina	9,15		

Fonte: Suzuki, (2006, p.44), Elaboração do autor

Calculando as médias das volatilidades do consumo do governo para os países acima, obtemos os seguintes resultados:

- Países do G-7 = 2,55

- Outros países desenvolvidos (OECD) = 2,74
- Países em desenvolvimento = 11,09

Diante de tais números, e considerando os dados obtidos por Gavin, podemos concluir que a volatilidade dos gastos públicos, somada à sua composição, podem ser uma das razões para a natureza da adoção de políticas fiscais cíclicas. Países com maior volatilidade nos gastos do governo acabam por efetuar políticas fiscais pró-cíclicas, ao contrário daqueles com menor volatilidade, que conseguem apresentar gastos contra-cíclicos.

A grande consequência da alta volatilidade dos instrumentos fiscais nos países em desenvolvimento é sem dúvida criar um ambiente de incerteza sobre evolução de suas contas fiscais para períodos subsequentes. Na presença de alta dispersão dos componentes fiscais, não haverá, portanto, garantias, nem projeções confiáveis sobre o comportamento futuro dos agregados fiscais, aumentando-se, assim, a desconfiança sobre o fluxo financeiro fiscal do país.

Este grau de confiança será extremamente importante para os períodos de dificuldade econômica, já que um período como esse criará a necessidade de um ajuste fiscal para equilibrar as finanças públicas, e a presença de uma alta volatilidade dos componentes fiscais, ampliará as dúvidas sobre a habilidade do governo em efetuar-lo.

Considerando, então, que um país atravessa este período crítico, se ele necessitar de recursos externos, seu acesso ao crédito será restringido, pois os credores não terão certeza se o país conseguirá promover ajustes fiscais para aumentar sua capacidade de pagamento.

Decorre daí a conclusão de Gavin (1996): a percepção pelo mercado financeiro de que a capacidade de ajuste tem aumentado e o custo do ajuste declinado, promove confiança e encoraja os credores a emprestarem nas recessões. Eis aqui uma das premissas para um país adotar política fiscal contra-cíclica, que é ter acesso irrestrito ao crédito.

Portanto, o acesso ao crédito só será completo se uma nação mostrar capacidade de promover ajuste fiscal quando preciso, isto é, elevar o superávit primário. Contudo, em regiões com alta volatilidade dos instrumentos fiscais, este fato torna-se extremamente duvidoso.

Dessa forma, se em um período de recessão um governo desejar estimular sua economia através de gastos públicos, isto é, promover uma resposta fiscal contra-cíclica, ele poderá, como visto no capítulo 1, elevar sua dívida e realizar tal política. Aumentando sua dívida (utilizando-se de recursos de terceiros) as autoridades conseguirão aumentar os gastos, mas para isso terão de mostrar aos credores capacidade para realizar ajustes fiscais, aumentando o superávit primário quando necessário. Do contrário, não haverá disponibilidade de recursos externos e, conseqüentemente, a política de estímulo contra-cíclico não será realizada.

Pudemos constatar que a estreita relação entre volatilidade dos instrumentos fiscais e ajuste fiscal traz influência direta no acesso ao crédito externo, podendo definir, então, o tipo de política fiscal a ser adotada durante os ciclos econômicos.

Estudo realizado por Alberola (*Debt Sustainability and Pro-cyclical Fiscal Policies in Latin América - 2006*) também traz o problema do crédito externo como principal suporte na adoção da política fiscal ótima, que como visto, é a contra-cíclica. O

autor, avaliando o que acontece quando choques negativos na economia confrontam-se com o nível da dívida de um país, argumenta que este episódio induz a preocupações com a sustentabilidade de sua dívida, gerando problemas de acesso ao crédito externo. Logo, nos países em desenvolvimento, preocupações com cortes de créditos externos e com a sustentabilidade da dívida serão suas determinantes fiscais, gerando volatilidade no estoque da dívida e colocando em xeque o cumprimento de todas suas obrigações. Dessa maneira, segundo o autor, períodos de dificuldade de acesso ao mercado de capitais externo tenderão a induzir políticas macroeconômicas restritivas, reduzindo a atividade econômica. É justamente esta redução da atividade que poderá agravar a solvência fiscal, o qual chamará por um novo aperto fiscal adicional, constituindo, assim, uma política fiscal pró-cíclica. Senão vejamos:

Relembrando do capítulo 1, vimos que o coeficiente de sustentabilidade fiscal pode ser expresso como a relação Dívida-PIB

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \left(\frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

Considerando, então, um baixo crescimento (Y_t menor) devido a algum choque transitório, a razão dívida-PIB aumentará, obrigando os governantes a aumentarem o superávit primário ($G_t - T_t$).

Portanto, a queda no produto levará, como já visto, a uma perda de arrecadação, implicando na necessidade de fortes cortes adicionais nos gastos públicos.

A partir daí, podemos concluir que a necessidade de se manter constante $\frac{B_t}{Y_t}$ obriga o governo a cortar seus gastos, praticando indubitavelmente uma política fiscal pró-cíclica.

A análise de Alberola mostra claramente que o nível de sustentabilidade da dívida pode explicar a distinção entre os tipos de políticas fiscais adotados pelos países durante os ciclos econômicos. Países desenvolvidos conseguem atuar contra-ciclicamente devido ao alto grau de sustentabilidade de suas dívidas e consequente acesso irrestrito ao mercado de crédito, condição esta não verificada nos países em desenvolvimento.

Fica evidente neste trabalho que o nível da dívida é um elemento central e um obstáculo para a política fiscal, havendo um elo entre posição fiscal e a sustentabilidade da dívida.

A partir daí o autor propõe um indicador de sustentabilidade fiscal, argumentando que *“uma dívida será sustentável em algum ponto do tempo, quando o valor corrente da dívida for menor que o valor presente líquido dos resultados primários futuros”* (2006, p.17, tradução do autor). Neste modelo, a variação da dívida será:

$$\Delta D_t = -PB_t + \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} \alpha D_{t-1} + \frac{(r_t^* + \Delta e_t - g_t)}{(1 + g_t)} (1 - \alpha) D_{t-1}$$

Onde $-PB_t$ indica o superávit primário, $\frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} \alpha D_{t-1}$ a dívida em moeda local (D_t) e $\frac{(r_t^* + \Delta e_t - g_t)}{(1 + g_t)} (1 - \alpha) D_{t-1}$ a dívida em moeda estrangeira (D_t^*). Os coeficientes r ,

g e e são, respectivamente, taxa de juros, taxa de crescimento do produto e taxa de câmbio.

Neste ponto, Alberola (2006, p.18) define, então, o indicador de sustentabilidade da dívida como sendo o nível de superávit primário necessário para equilibrar o total das dívidas, ou *Current Threshold Balance (CTB)*:

$$CTB_t = D_t + D_t^*$$

Assim, a equação inicial fica:

$$\Delta D = -PB_t + CTB_t \quad .$$

Dessa forma, quando CTB_t for maior que PB_t , o estoque da dívida pública aumenta, e vice-versa. Com isso, um persistente *gap* positivo entre CTB e PB levaria a uma posição fiscal insustentável, afastando o país do acesso ao mercado de crédito externo.

Efetuada algumas simplificações nas equações das dívidas internas e externas, ALBEROLA passa a definir o CTB como:

$$CTB_t = \frac{(\rho_t - g_t)}{(1 + g_t)} D_{t-1},$$

com ρ denotando o custo médio da dívida.

Dado esta definição do nível de superávit primário necessário para equilibrar o total das dívidas (CTB), o autor, utilizando-se do SBB (mostrado no capítulo anterior) elaborou uma relação entre os dois elementos para a América Latina, onde se pôde

constatar que uma piora na percepção da sustentabilidade da dívida pública é seguida por um aperto fiscal.

Portanto, como o define o autor, existe uma forte evidência que os países da América Latina ajustam suas posições fiscais quando há mudanças em suas condições de sustentabilidade.

Fica claro, então por esta análise, que a preocupação com a sustentabilidade da dívida é o principal fator que dirige o comportamento da política fiscal na América Latina, não havendo, desse modo, uma política voltada para a atividade econômica. O contrário pode ser observado nos países desenvolvidos, onde a reduzida preocupação com a evolução da dívida pública permite-os atuar de maneira fiscal contra os ciclos econômicos.

Assim, este estudo de Alberola completa a idéia dos trabalhos anteriores, indicando que a adoção de políticas fiscais durante os ciclos econômicos apresenta relevante relação com o nível de sustentabilidade da dívida pública, pois o acesso dos países ao mercado de crédito dependerá deste grau para atrair os credores.

Outro interessante trabalho foi elaborado por Calderón (2003), com o objetivo de testar o uso do *spread* de risco-país na dívida soberana como o principal determinante da ciclicidade da política fiscal nos países emergentes. Admitindo que este *spread* possa indicar o nível de credibilidade de um país perante a comunidade financeira internacional, a análise de Calderón pode ratificar as conclusões obtidas até agora. Isso porque espera-se que um país com baixa credibilidade (refletindo em alto prêmio de

risco-país) acabe sendo forçado a adotar políticas fiscais pró-cíclicas, uma vez que um *spread* de dívida soberana elevado afastá-lo-á do mercado de crédito externo.

Neste estudo, o autor utilizou um modelo empírico, aplicado para 11 países emergentes, no período 1996-2002. A equação especificada foi:

$$(f - \bar{f})_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1(y - \bar{y})_{i,t} + \gamma_2(y - \bar{y})_{i,t} \rho_{i,t} + z_{i,t}$$

Onde,

$(f - \bar{f})_{i,t}$ são os desvios do balanço fiscal (% PIB) de seu nível de longo prazo,

$(y - \bar{y})_{i,t}$ são os desvios do PIB de seu potencial (utilizando-se Filtro HP) e

ρ é o prêmio de risco-país.

Rodando esta regressão, os estimadores serão:

- em baixos níveis de risco-país (alta credibilidade), a política fiscal deverá ser contra-cíclica e o coeficiente γ_2 será positivo; e
- em altos níveis de risco-país (baixa credibilidade), a política fiscal deverá ser pró-cíclica e o coeficiente γ_2 será negativo.

Na análise, o autor aplicou o modelo para dois grupos de países distintos. O primeiro considerou todos os países da amostra, independente da situação de risco que se encontravam na época, que foram: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Filipinas, Malásia, México, Peru, Tailândia e Venezuela. Na segunda estimação, o autor excluiu da amostra Argentina e Equador, países em estado de *default* na ocasião, e que poderiam contaminar o resultado final.

Os resultados obtidos para a segunda amostra foram:

Tabela 11 – Grau de ciclicidade da política fiscal

Regressor	Amostra Completa	Amostra Reduzida
γ_1	18,69710	60,45749
γ_2	-0,0039	-0,105271
<i>Estatísticas</i>		
Número de Países	11	9
Observações	77	63
R^2	0,3482	0,5131

Fonte: Calderón, (2003, p.17), Elaborado pelo Autor

Avaliando a resposta do modelo aplicado para nove países (em destaque), os resultados mostram significativa relação entre políticas macroeconômicas e os ciclos econômicos, junto a uma interação com o *spread* de risco-país ($R^2 = 0,51$).

O modelo confirma que nos países emergentes as políticas fiscais são pró-cíclicas, ao contrário daqueles com baixo nível de risco (países desenvolvidos), que apresentarão políticas contra-cíclicas.

Os resultados apresentados por Calderón (2003) podem indicar, em consonância com os demais trabalhos até aqui apresentados, que o nível de risco está associado à definição de políticas fiscais durante os ciclos econômicos. Por isso, seguindo a linha já analisada, o *spread* do prêmio risco-país guarda estreita relação com a sustentabilidade da dívida soberana, com o acesso de um país ao mercado internacional e com as volatilidades dos componentes fiscais, todos eles fortes determinantes do tipo de política fiscal utilizado pelos países, em resposta às oscilações do produto em torno de sua tendência.

A partir do trabalho de Calderón (2003), poderíamos nos perguntar, qual seria, então, o nível de risco-país compatível para se aplicar a política fiscal ótima contra-

cíclica. Na busca por esta resposta, o autor aplicou a regressão econométrica acima apresentada para o Chile no período 1991-2003, período este no qual o país passou a praticar políticas fiscais contra-cíclicas.

O autor, analisando o período citado para o Chile, passou a interagir o prêmio de risco soberano com as políticas fiscais adotadas, buscando mensurar o nível de risco em que o país passou a se utilizar de políticas contra os ciclos econômicos, isto é, o momento em que o estimador γ_2 tornou-se positivo. Após algumas derivadas, Calderón (2003) encontrou que para o Chile, a política fiscal tornou-se contra-cíclica nos anos 1990, quando o risco-país encontrava-se abaixo de 220 pontos. Dessa maneira, pode-se inferir que este seria, de acordo com o modelo apresentado, um nível razoável de prêmio de risco para um país adotar a política fiscal ótima.

Diante disso, o autor conclui afirmando que políticas fiscais em países emergentes podem ser contra-cíclicas, dado o nível de sua credibilidade perante os mercados de crédito internacionais.

Indo de encontro com o observado acima, de que o nível de credibilidade de um país influi diretamente no tipo de política fiscal a ser usada durante os ciclos econômicos, podemos avaliar esta premissa sob outra ótica, utilizando agora o modelo prescrito por Suzuki em “*Fate For Procyclical Policy in Emerging Markets*” (2006).

Nets trabalho, Suzuki elaborou uma regressão econométrica para auferir tal relação, mas aplicando desta vez a nota de risco soberano atribuído a um país por uma agência de classificação de risco (*rating*) como a variável determinante na condução da política fiscal.

O autor dividiu o trabalho em dois estágios: primeiro avaliou a característica fiscal de cada país, procurando determinar qual tipo adotado durante os ciclos, se contra-cíclica, ou se pró-cíclica. Uma vez obtido o padrão cíclico de cada país, ele comparou este padrão com os respectivos *ratings* da dívida dos países.

Inicialmente, então, Suzuki considerou a seguinte regressão econométrica:

$$CYCL_FISCAL_{it} = \alpha_1 + \alpha_{2i} + \alpha_{3t}$$

Sendo α_{2i} a interação entre uma variável *dummy* país e seu PIB, um valor negativo para este coeficiente significa que o consumo do governo tende a ser contra-cíclico. Os padrões de ciclicidade encontrados, que podem ser visualizados na tabela abaixo, corroboram com os analisados no capítulo anterior, indicando que a política fiscal contra-cíclica é aplicada somente nos países desenvolvidos:

Tabela 12 – Resultados para o estimador α_{2i}

Interação entre *dummy*-país e PIB
(número de países entre parênteses)

Regiões	Coefficiente
Todos os países (149)	0,40
Países OECD (23)	-0,01
<i>Países G7 (7)</i>	-0,22
Países em desenvolvimento (126)	0,48
<i>Países Emergentes (33)</i>	0,74
<i>Outros países (93)</i>	0,38

Fonte: Suzuki, (2006, p.41), Elaboração do autor

De posse deste indicador, Suzuki explorou esta relação de ciclicidade e as notas de risco de crédito atribuída aos países pela agência de classificação de risco *Standard & Poor's (S&P)*.

Como é sabido, após avaliação dos aspectos macroeconômicos, financeiros e políticos de cada país, uma agência classificadora de crédito emite uma nota, cancelando o grau de risco financeiro que este país apresenta em suas dívidas. Em outras palavras, a agência mede a capacidade de pagamento de um país, onde o *rating* conferido à sua dívida, indica aos credores o nível de risco associado a seu pagamento.

A escala de notas da *S&P* apresenta 20 pontuações, indo do rating AAA (o mais seguro) ao *SD* (país em estado de inadimplência de sua dívida).

A partir desta escala, Suzuki elaborou o seguinte modelo empírico para tentar encontrar explicações para a adoção de políticas fiscais contra-cíclicas:

$$CYCL_FISCAL_{it} = \beta_0 + \beta_1(RATEDUMMYRATING) + u_{it}$$

Onde *RATEDUMMYRATING* é uma variável *dummy*, recebendo um valor numérico de acordo com o *rating* da *S&P* (AAA = 20, AA+ = 19, ..., SD = 0).

Calculando os coeficientes de regressão, Suzuki encontrou $\beta_1 < 0$, indicando que a relação entre o padrão fiscal cíclico e as notas de risco de risco soberano de um país é inversa, ou seja, os países com maiores *ratings* tendem a apresentar mais consumo contra-cíclico do governo.

No quadro abaixo, podemos visualizar as notas de crédito soberano atribuída pela *S&P* a alguns países:

Quadro 1 – Rating Standard & Poors (países selecionados - 2006)

PAÍS	RATING
EUA	AAA
França	AAA
Alemanha	AAA
Suécia	AAA
Chile	A
México	BBB
Brasil	BB+
Filipinas	BB -
Indonésia	BB -
Turquia	BB -
Argentina	B+

Fonte: Bloomberg, Elaboração do autor

Podemos notar que países desenvolvidos como Estados Unidos, Alemanha, França e Suécia são detentores dos maiores níveis de *rating*, e conseqüentemente, dado o modelo de Suzuki, estarão em condições de praticar uma política fiscal contra-cíclica, o que é demonstrado na prática. O contrário pode ser observado para México, Brasil e Indonésia, que com notas inferiores não conseguirão executar a política fiscal ótima durante os ciclos econômicos.

A análise de Suzuki, sem dúvida reforça os pontos até aqui apresentados, de que o modelo fiscal ótimo só pode ser praticado por países com maior nível de credibilidade ou sustentabilidade da dívida, já que nas palavras do próprio dele, “*quanto maior o rating, maior o acesso do país ao mercado de capitais internacional, podendo estimular assim, o comportamento cíclico dos gastos públicos*” (2006, p.32, tradução do autor).

Uma vez que níveis de risco-país e notas de crédito soberano estão intimamente ligados com a percepção dos agentes sobre a capacidade de pagamento de um país, o

comportamento dos empréstimos internacionais ao longo dos ciclos econômicos deve ser diretamente afetado pela possibilidade de *default* soberano.

Com base nesta premissa, Suzuki (2006) realizou nova simulação para saber se o prêmio de risco endógeno na concessão de empréstimos, derivado da opção de *default*, pode explicar o contraste de ciclicidade dos gastos do governo entre países emergentes e países desenvolvidos.

Para isso, o autor definiu os gastos do governo como sendo o consumo do governo (g) somado ao pagamento de transferências (e^{TR}):

$$G = g + e^{TR}$$

Onde o consumo do governo, por sua vez, é subdividido em bens públicos (g^{PG}) e quasi-transferências (g^{TR})

Considerando que a decisão de repagar uma dívida ou suspender os pagamentos é feito pelo governo soberano com base nas informações do padrão dos choques e na posição corrente dos ativos, a existência da probabilidade do *default* afastará o país dos mercados internacionais. Dado que são nestes mercados que o governo pode comprar e vender bônus, buscando conduzir o ótimo intertemporal entre poupança e despoupança para a economia, o não acesso a eles poderá prejudicar o fluxo de gastos do governo, pois limitará uma das fontes de recursos do setor público, que é a emissão de dívidas.

Portanto, o estímulo de g , e^{TR} , g^{PG} e g^{TR} será restringido pelo não acesso aos mercados de crédito, particularmente pelo prêmio de risco endógeno (derivado da opção de *default*) impactando no produto do país.

Sendo a demanda agregada definida como (modo reduzido):

$$Y_t = C_t + G_t \quad \text{ou, no caso,} \quad Y_t = C_t + [(g^{PG} + g^{TR}) + e^{TR}],$$

e levando-se em conta que a hipótese da decisão de *default* restringirá, como visto acima, g , e^{TR} , g^{PG} e g^{TR} , o novo equilíbrio da economia será:

$$Y = C_t + (1 - \lambda) \cdot G$$

Onde λ é a redução da dotação normal dos gastos do governo devido ao afastamento dos mercados ocasionado pelo *default*. Com isso, podemos observar que há uma clara relação entre os gastos do governo e a opção de *default*.

A partir daí, Suzuki, utilizando-se de séries temporais [AR(1)], tentou verificar como a possibilidade de *default* pode afetar o padrão cíclico de gastos do governo. No modelo, o autor relacionou os gastos do governo ($[(g^{PG} + g^{TR}) + e^{TR}]$) ao produto do país (Y), influenciados por um parâmetro de aversão ao risco (γ).

A simulação, então, considerou os países emergentes detentores da opção de *default*, isto é, influenciado por γ , e os países OECD com pleno acesso aos mercados de crédito, praticando taxas de juros livres de risco (e portanto sem a influência de γ).

Com esta proposta, Suzuki encontrou as seguintes conclusões:

a) Sob a influência de γ , a correlação entre o produto e o pagamento de transferências é igual à correlação entre o produto e o pagamento de quasi-transferências:

$$\text{Correl}(Y, e^{TR}) = \text{Correl}(Y, g^{TR}) = 0,52$$

Uma vez que as correlações são positivas, pode-se perceber que em países com a presença da possibilidade de *default* o comportamento das transferências será pró-cíclico.

b) Para os países sem a influência de γ , isto é, os da OECD, o resultado encontrado foi:

$$\text{Correl}(Y, e^{TR}) = \text{Correl}(Y, g^{TR}) = -0,73$$

Isto indica forte componente contra-cíclico nas transferências do governo, em países sem a aversão ao risco.

c) Utilizando-se dos resultados do primeiro item (a), o autor alterou o padrão de γ , reduzindo a aversão ao risco, obtendo o seguinte resultado:

$$\text{Correl}(Y, e^{TR}) = 0,04$$

Mostrando que um melhor acesso ao mercado internacional afeta o padrão cíclico das transferências do governo, tornando-as pouco pró-cíclica.

d) Para extrapolar ainda mais a simulação, rodou-se novo modelo para os países OECD, mantendo todos os parâmetros iniciais inalterados, mas atribuindo a eles a opção de *default* (γ). O resultado obtido foi:

$$\text{Correl}(Y, e^{TR}) = \text{Correl}(Y, g^{TR}) = 0,85$$

Mudando radicalmente o resultado anterior obtido (item b) para este grupo de países.

Com este estudo de Suzuki, pode-se concluir inexoravelmente que a opção de *default* e a aversão ao risco podem explicar o padrão cíclico das transferências e gastos do governo, pois países emergentes, sem a opção de *default*, apresentaram política neutra,

ao passo que os países desenvolvidos, com a introdução da probabilidade de *default*, alteraram sensivelmente suas políticas fiscais cíclicas.

Guerson (2003) também analisou as influências da suspensão de pagamentos na condução de políticas fiscais, verificando que, sob a probabilidade deste cenário, os países serão obrigados a executar modelos fiscais pró-ciclos.

Isto porque, segundo ele, aumentos no estoque da dívida pública elevam a probabilidade de default no próximo período, o qual faz aumentar as taxas de juros. Logo, por esta análise, países com significativos níveis de dívida (e baixos *ratings*), terão suas taxas de juros internacionais elevadas, assim que o panorama econômico se deteriorar. Neste momento, o aumento dos juros aumentará o serviço da dívida para o próximo período, além de provocar redução dos investimentos privados, aumentando o risco de se fazer negócios na economia, e conseqüentemente aumentando a probabilidade de default.

Diante deste cenário, a saída para um governante é reduzir o gasto público para reequilibrar a situação fiscal do país, e permitir seu recesso ao capital externo, numa clara política fiscal pró-cíclica.

Portanto, o estoque de dívida pública afeta o prêmio soberano, fazendo com que a dinâmica da acumulação de dívida e as possibilidades de *default* possam explicar a adoção de políticas pró-cíclicas por alguns países.

Fica claro que para Guerson a relação dívida-*default* é a razão pelo qual a política fiscal pró-cíclica é considerada o melhor modelo para os países endividados, pois quando o leque de credibilidade e conflito de interesses são reconhecidos estar fora de controle das autoridades, o governo deve cortar gastos em recessões para reduzir a volatilidade do

PIB do país. O autor mostra que a volatilidade na demanda agregada é minimizada se o governo reduzir os gastos nos maus momentos para evitar a excessiva acumulação da dívida pública. Para ele, então, a política fiscal pró-cíclica seria a política ótima sob condições de aversão ao risco.

Dessa maneira, sendo a probabilidade de *default* uma função crescente do estoque da dívida e uma função decrescente do nível da realização econômica, os países desenvolvidos, ao não apresentarem tais considerações, serão capazes de estabelecer uma política fiscal contra-cíclica, elevando o gasto público durante recessões para estimularem seus produtos.

A análise de Guerson (2003) se alinha com as de Calderón (2003) e Suzuki (2006), uma vez que o *spread* do prêmio de risco é função da perspectiva do estoque da dívida do país para o próximo período, o que implica ser função do estado corrente da economia. Assim, nos maus períodos, o governo deve incentivar a poupança para poder fazer pagamentos dos serviços da dívida no instante $t + 1$, mantendo os gastos baixos e incorrendo em superávits fiscais, numa demonstração de que é a política fiscal pró-cíclica que deve ser adotada pelos países com baixa credibilidade.

A mesma conclusão pode ser também obtida em Vegh, pois analisando um conjunto de dados das nações desenvolvidas e em desenvolvimento, afirmou que “*diferenças no menu de ativos financeiros disponíveis para os países (acesso aos diversos mercados) podem explicar a diferença quantitativa no comportamento pró-cíclico dos gastos do governo*” (2003, p.18, tradução do autor). Ou seja, países que participam do mercado internacional de forma completa, sem apresentar restrições, serão os mais aptos a praticarem a política fiscal ótima, que, como já visto, é a contra-cíclica.

Outro interessante estudo comparativo de políticas fiscais durante os ciclos econômicos foi elaborado por Talvi (2000), intitulado “*Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy*”. Neste trabalho, o autor pôde verificar que a diferença de política fiscal entre os países do G-7 e os países em desenvolvimento pode ser explicada pela volatilidade dos impostos.

No trabalho, Talvi desenvolveu um modelo de política fiscal ótimo, e tal modelo mostrou que quanto maior a variabilidade dos impostos, mais pró-cíclica será a política fiscal. Neste aspecto, o autor encontrou uma volatilidade dos impostos nos países emergentes quase quatro vezes maior que a média dos países desenvolvidos, indicando que este é realmente um dos motivos pelos quais as nações em desenvolvimento não conseguem adotar políticas contra-cíclicas.

Investigando as causas para esta expressiva discrepância de volatilidades, Talvi encontrou um consumo privado nos países emergentes quase três vezes mais volátil do que os do G-7, como assinala a tabela abaixo:

Tabela 13 – Volatilidade consumo privado (1970 – 1994)

Região	Número de países	Desvio-Padrão	
		<i>Produto</i>	<i>Cons.Privado</i>
Países Industrializados	20	2,18	2,85
G-7	6	2,05	2,26
Outros	14	2,24	3,10
Países em Desenvolvimento	36	4,47	7,62
América Latina	17	4,54	7,41
África	11	4,00	8,46
Outros	8	4,96	6,91
Todos Países	56	3,65	5,92

Fonte: Talvi, (2000, p. 32), Elaboração do Autor

Esta variável é de suma importância para explicar a premissa principal, porque os impostos nos países emergentes são frequentemente baseados em alíquotas sobre o consumo, ao invés de impostos sobre a renda, como nos países desenvolvidos.

Dessa forma, o grande desvio no consumo privado dos países emergentes acarreta em bases de impostos mais voláteis deste grupo perante os do G-7, impossibilitando uma previsão segura de suas receitas públicas em um horizonte de tempo maior.

Esta incerteza, segundo Talvi, é que levará os países em desenvolvimento a não praticarem políticas fiscais contra-cíclicas, terminando por executar o modelo inverso, a política fiscal pró-cíclica.

4.2. Política, corrupção e instituições

A essência da política fiscal contra-cíclica prescreve agir contra os ciclos econômicos, aumentando o gasto público durante as recessões e reduzindo os gastos ou elevando os impostos durante os períodos de expansão do produto.

Diante disso, podemos derivar que nos *booms* econômicos o governo, gastando menos ou ampliando as receitas via impostos, terminará aumentando a poupança pública. Esta dinâmica por si só já é capaz de explicar a própria política fiscal contra-cíclica, pois o acúmulo de reservas durante os momentos de crescimento da atividade é que formarão a base para o aumento dos gastos quando o cenário econômico se deteriorar.

Assim, um governo engajado na política contra-cíclica aproveitará o excedente de receitas dos bons períodos para reduzir a dívida pública ou aumentar suas reservas financeiras, formando um colchão de recursos. Dessa forma, ele estará em condições de

estimular a economia quando esta entrar em períodos de recessão, aumentando os gastos sem desequilibrar sua estrutura financeira.

Contudo, nem todos os governos são capazes de aproveitar o excesso de recursos oriundos dos períodos de expansão econômica e melhorar sua condição fiscal. Muito pelo contrário, eles acabam ampliando seus gastos diante da crescente arrecadação.

Talvi (2000) analisou justamente este comportamento fiscal de alguns países, observando as reações dos gastos governamentais perante um incremento extraordinário de suas receitas. No trabalho, em que o aumento destas receitas é fruto de uma alta cíclica nos preços das *commodities*, o autor apresentou as propensões marginais a gastar dos países produtores de petróleo, na ocasião do segundo choque do petróleo (1974-78).

A tabela abaixo reproduz os resultados encontrados:

Tabela 14 – Propensão marginal a gastar – países produtores de petróleo

País	Total Receitas (% PIB)		Total Gastos (% PIB)		Propensão Marginal para gastos das receitas
	<i>1970-1972</i>	<i>1974-1978</i>	<i>1970-1972</i>	<i>1974-1978</i>	
Argélia	32,60	59,90	40,20	71,50	0,97
Indonésia	15,60	23,10	18,70	25,10	0,90
Irã	31,70	71,10	37,70	71,60	0,85
Nigéria	12,30	27,70	10,80	24,20	0,99
Venezuela	25,20	42,10	24,80	32,20	0,77
<i>Média</i>	<i>23,48</i>	<i>44,78</i>	<i>26,44</i>	<i>44,92</i>	<i>0,90</i>

Fonte: Talvi, (2000, p.34), Elaboração do autor

Sendo a propensão marginal a gastar definida como a razão das mudanças dos gastos totais do governo face a uma mudança de suas receitas totais, é fácil verificar o comportamento das despesas públicas destes países em um ambiente de arrecadação excessiva ocasionado por um fator exógeno.

Na tabela acima, observa-se que a propensão marginal média para gastos é de 0,90, indicando a baixa inclinação dos países para poupar os recursos excedentes. Logo, o forte aumento da arrecadação fiscal em virtude da disparada nos preços do petróleo foi quase que inteiramente gasto pelos países, não havendo qualquer tipo de reserva de recursos ou redução de dívidas.

Talvi também conduziu outro exemplo, apresentando o desempenho fiscal de países durante o *boom* dos preços do café e cacau no período 1975-78, quando se assistiu as cotações dobrarem de preço. Na ocasião, os principais produtores destas *commodities*, Costa do Marfim e Quênia, aumentaram expressivamente o gasto público, passando de 8% do PIB em 1975 para 22% do PIB em 1977, mostrando relevante incapacidade de acumular os recursos extraordinários.

Dessa maneira, podemos concluir que estas nações não conseguem poupar os ganhos inesperados com *commodities* para os momentos de baixa em seus preços, ampliando, assim, a volatilidade de suas receitas e de seus produtos.

A natureza deste fenômeno deve ser explorada, uma vez que fatalmente não permitirá os países adotarem um mecanismo contra-cíclico em sua política fiscal.

O próprio Talvi aponta algumas considerações, mostrando existir a questão da subestimação das receitas pelo governo. Segundo ele, quando a receita efetiva supera as projeções, haverá fortes pressões por gastos destes fundos adicionais, oriundo, sobretudo, de pressões políticas.

Este tema foi objeto de estudo para Zápál (2007), onde ele mostra que durante épocas de crescimento, a proposta do Ministro da Fazenda de reduzir gastos pode não

encontrar muito suporte entre os outros Ministros de Estado. Em virtude disso, o gasto público aumenta durante as expansões do produto.

Assim, a composição política do governo pode influenciar no grau de inclinação cíclica dos gastos, pois alguns ministros podem ter mais forças do que outros e proporem não cortar qualquer tipo de gasto quando houver elevação da arrecadação.

Dessa forma, segundo Zápala, *“uma pior posição do Ministro da Fazenda pode estar associada a uma forte tendência a ciclicidade dos gastos”* (2007, p.12, tradução do autor), já que, se a base governista for dispersa, ele pode não encontrar aliados que votem a favor de sua proposta.

O autor conclui, avaliando que governos em minoria no Parlamento apresentam política fiscal mais frouxa e conseqüentemente, maiores déficits fiscais.

Portanto, em uma situação de fragmentação política, com base governista fraca, elevado número de partidos no Ministério e sem a maioria no Legislativo, haverá incentivos para gastar, levando ao crescimento da despesa pública durante as expansões do PIB, numa clara política fiscal pró-cíclica.

Alesina (2005) foi outro economista que despendeu grande atenção ao dilema de países que não fazem um “auto-seguro”, isto é, acumular reservas nos bons tempos econômicos.

Na busca para responder esta questão, Alesina (2005) salientou ser necessário considerar a arena política dos países, apontando que execuções fiscais pró-cíclicas podem ser oriundas de problemas políticos. O fator corrupção foi demonstrado ser um

dos grandes responsáveis pela elevação dos gastos públicos em cenários de *boom* econômico.

Para o autor, governos corruptos podem se apropriar de parte das receitas com impostos para consumo público improdutivo, onde estas “rendas políticas” podem ser:

- a) Apropriação direta (roubo) das receitas oficiais com impostos do governo; e
- b) Pagamento de favores especiais, tal como funcionários públicos ou amigos do governo.

Tal situação pode ocorrer, pois segundo Alesina, há um problema de informações, uma vez que os eleitores observam somente o estado da economia, não podendo eles observarem os empréstimos do governo.

Assim, em um ambiente quando há um *boom* na economia, os eleitores demandarão alta utilidade para eles mesmos em forma de menores impostos ou melhores bens públicos, forçando o governo a adotar uma política fiscal pró-cíclica, ampliando os gastos.

Portanto, podemos concluir que em um cenário de corrupção e informação imperfeita, não haverá estímulo para políticas fiscais contra-cíclicas.

Para checar suas considerações teóricas, Alesina elaborou ainda um modelo empírico, relacionando o grau de corrupção aos procedimentos fiscais adotados para 87 países no período 1960-1999.

O modelo considerado, onde i denota os países, foi:

$$\beta_i = \phi_0 + \phi_1 \text{Controle_Corrupção} + \phi_2 X_i + u_i$$

Sendo,

β , a medida de política contra-cíclica;

Controle_Corrupção, a medida de ausência de corrupção; e

X , outros regressores.

Para medir o grau de corrupção utilizou-se o índice de *controle de corrupção*, elaborado por outros autores⁷.

Em *outros regressores*, o autor considerou três itens:

- 1) Renda *per Capita* (em % do PIB);
- 2) *POLITY*, uma variável criada para capturar o nível de democracia dos países. Trata-se de um índice de -10 a +10 (quanto maior o índice, mais democrático o país é); e
- 3) Tamanho do Governo (medido como os gastos do governo em % do PIB);

Rodando o modelo apresentado acima, o coeficiente que nos interessa aqui é ϕ_1 , pois a política fiscal será mais contra-cíclica, quando existir menos corrupção, isto é, quando $\phi_1 > 0$.

Os resultados encontrados foram:

⁷ Ver na obra de referência os autores utilizados. Calculou-se indicadores agregados de governança, com *scores* e *ratings* de diferentes fontes, formando uma escala de -2,5 (mais corrupção) a +2,5 (menos corrupção).

Tabela 15 – Controle de Corrupção (ϕ_1)

<i>Estimador da Regressão</i>	
Região	Controle_Corrupção
OECD	1,813
Leste Europeu	-0,056
Asia e Pacífico	-0,008
Oriente Médio	-0,073
Africa Sub-Saariana	-0,339
America Latina	-0,237

Fonte: Alesina, (2005, p.35). Elaboração do autor

Como podemos notar, somente os países da OECD apresentaram o coeficiente de controle de corrupção positivo (1,813). Os demais, todos sujeitos a corrupção do governo, com a África Sub-Saariana e a América Latina registrando os menores níveis de controle de corrupção.

Dessa maneira, Alesina pôde relatar uma significativa relação entre controle de corrupção e pró-ciclicidade fiscal, mostrando que países mais corruptos apresentam mais políticas fiscais pró-cíclicas.

A influência política no programa fiscal de um país também mereceu atenção de Golinelli (2006), que analisou o impacto das eleições na condução de gastos do governo.

Através de regressões econométricas aplicados aos países da Zona do Euro, Golinelli (2006) encontrou grande disposição para gastos nos períodos eleitorais. Seu modelo indicou perda de posição fiscal em anos de eleições, mostrando que os gastos públicos ocorrem independentemente da situação econômica do momento. O que muda é a intensidade dos gastos, dado o *gap* do produto com relação à sua tendência. Na interpretação do autor, os gastos do governo têm grandeza duas vezes maior quando o

gap é positivo do que quando é negativo, mostrando que em anos de eleições, há um incentivo fiscal maior se o PIB está em ascensão. Dessa forma, segundo Golinelli (2006), a influência política da escolha de novos governantes acarreta em execuções fiscais pró-cíclicas, não havendo, portanto, o acúmulo de reservas como recita a política fiscal ótima contra-cíclica em momentos de maior arrecadação.

Na análise de elementos que são capazes de influenciar a política fiscal devemos considerar não só o aspecto político-partidário, como também a estrutura fiscal que um país apresenta, que é o processo orçamentário. Perotti (1996) assinala que há três fases neste processo:

- a) Formulação do Orçamento pelo Executivo;
- b) Apresentação e Aprovação do Orçamento pelo Legislativo; e
- c) Implantação do Orçamento.

Ao conjunto dos integrantes deste sistema dá-se o nome de Instituições Orçamentárias, que são, então, todas as regras e regulações no qual o orçamento público é preparado, aprovado e executado.

É interessante compreender a importância que as Instituições exercem na atividade econômica de um país, uma vez que são elas as responsáveis pelo gasto público, apontando como, quanto e onde alocar os recursos governamentais. Dessa forma, Instituições competentes devem possibilitar condições de execução eficiente do orçamento público, bem como ter a capacidade de gerenciá-lo.

Estudo elaborado pelo Banco Mundial juntamente com o FMI em 2006, intitulado “*Fiscal Policy for Growth and Development*”, mostra que em alguns países emergentes, um fraco gerenciamento de projetos e pobre manutenção de novos ativos resultam na ineficiente criação e gestão de ativos de infra-estrutura estatal. Daí, a importância de uma boa estrutura institucional para se obter uma política fiscal eficaz.

Dessa maneira, fica claro que um fraco arranjo institucional e problemas de governança podem gerar baixos retornos dos investimentos, mesmo em programas de alto potencial de retorno, causando impacto reduzido no crescimento econômico de um país.

O estudo ainda mostra que países com passado de gerenciamento fiscal de baixos retornos em termos de estabilidade macroeconômica e crescimento, terão acesso reduzido a empréstimos e maiores taxas de juros.

Logo, é necessária atenção para os sistemas de orçamento, desenvolvimento de estruturas de gastos de médio prazo e capacidade institucional para gerenciar o orçamento. É preciso ter o conhecimento de como os objetivos traçados são influenciados pela política fiscal.

Nota-se, então, que a composição e a eficiência dos gastos públicos são, de acordo com o Banco Mundial, as chaves para se obter altos retornos na economia, incluindo o crescimento sustentado.

Como exemplo, o Banco Mundial aponta o caso de Belize:

Como parte da estratégia do governo para estimular o crescimento econômico do país, foi realizado, entre 1999 e 2004, um forte programa de investimentos públicos da ordem de 13% do PIB, focando prioritariamente construção de casas e obras públicas. Como resultado, o produto saltou fortemente, crescendo em média 6,5%. Entretanto, evidências

de mau gerenciamento dos gastos, com baixa transparência e corrupção, levaram o país a perder credibilidade na política fiscal. Com isso, o elevado déficit fiscal gerado, somado ao baixo nível das instituições, não teve a contrapartida dos mercados internacionais de crédito, levando a dívida do país a crescer fortemente, aumentando, assim, a probabilidade de default. (Banco Mundial, 2006, p.22)

Este caso ilustra como o eficiente uso dos recursos pode impulsionar o crescimento e melhorar a solvência fiscal de um país. Belize não tinha se utilizado de empréstimos no começo do programa, mas teve seu espaço fiscal reduzido com a perda de confiança no gerenciamento de sua política fiscal e conseqüentemente na sua estrutura macroeconômica.

Portanto, o desenho da política fiscal precisa incorporar os canais de transmissão no qual a política fiscal influencia no crescimento de longo prazo. Isso requer, como aponta o estudo, transparência no gasto público.

O arcabouço das Instituições fiscais levou também Stein (1998) a elaborar interessante estudo (*Institutional Arrangements and Fiscal Performance*), tentando avaliar se fatores político-institucionais podem explicar as diferenças no desempenho fiscal entre os diversos países.

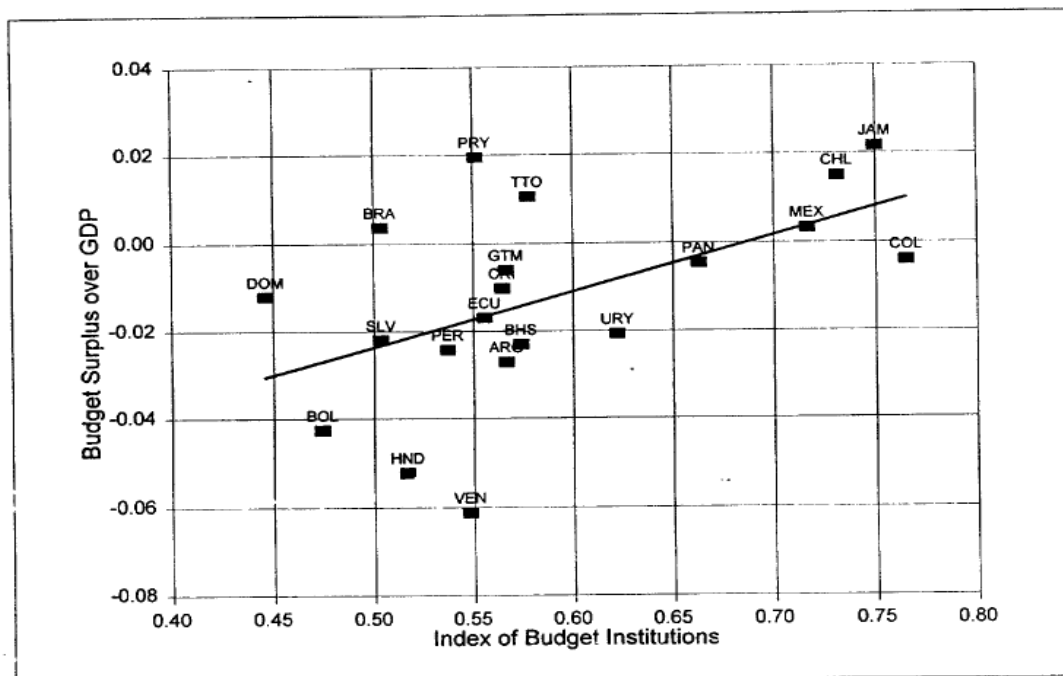
O autor, analisando as nações da América Latina, inclui outros elementos como tipo de governo (coalizão), durabilidade do governo e polarização do sistema político

(número de partidos), para construir um índice, denominado “Índice de Instituições Orçamentárias”⁸

Dado que o orçamento de um governo é o resultado de uma decisão coletiva, o qual envolve uma variedade de agentes dos poderes Executivo e Legislativo, o processo orçamentário pode apresentar interesses setoriais ou geográficos, afetando a condução da política fiscal. Diante disso, Stein comparou o resultado fiscal dos governos latino-americanos com seus respectivos Índice de Instituições Orçamentárias, visando estabelecer uma relação entre a política fiscal e as instituições do orçamento público.

As relações podem ser observadas no gráfico abaixo, onde o eixo das ordenadas indica o superávit fiscal (como proporção do PIB), e o das abscissas, o índice das instituições:

Gráfico 13 – Instituições orçamentárias e performance fiscal – 1990-1995



Fonte: Stein, (1998, p.42)

⁸A metodologia completa e os índices encontrados para cada país podem ser obtidos na obra de referência

A partir do gráfico podemos verificar que quanto maior o índice de instituições orçamentárias, maior será o superávit registrado pelo país.

Stein conclui então, que políticas fiscais pró-cíclicas na América Latina evidenciam ser resultados de distorções políticas, uma vez que arranjos institucionais baixos podem gerar dificuldades de se poupar durante os *booms* econômicos.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo pesquisar sobre o melhor modelo de política fiscal que um país deve adotar durante os ciclos econômicos. Obtido este modelo, nossa preocupação se situou em buscar elementos para explicar as razões que levam algumas nações a não executá-lo, visto que seria a melhor estratégia para enfrentar as oscilações do produto.

Apesar de termos dois objetivos distintos, mas interligados, cremos que a tentativa de encontrar as razões pelas quais não permitem um país a se utilizar deste melhor desenho fiscal pode ser apontada como nossa principal meta, pois acreditamos que os governantes devem sempre persegui-lo se almejam uma eficiente alocação de seus recursos na economia.

Para uma melhor compreensão desta obra e de seus resultados, julgamos ser necessário apresentar um capítulo introdutório, no qual pudemos verificar os instrumentos de política fiscal à disposição de um governo e os efeitos que cada um deles exerce na economia. Os gastos do governo com bens e serviços foram apontados como o melhor mecanismo fiscal para uma política expansionista, e a partir daí, discutimos os modos de financiamento destes gastos.

Com o domínio das noções de Política Fiscal, partimos para solucionar nosso primeiro objetivo, que foi descobrir o modelo fiscal apropriado para enfrentar os ciclos econômicos.

A primeira resposta fiscal a uma mudança na atividade econômica é o estabilizador automático, que são as receitas e gastos públicos diretamente ligados aos

ciclos da economia, ou por definição, os elementos de política fiscal que tendem a abrandar as flutuações do produto, sem qualquer ação explícita do governo.

A partir do momento em que os estabilizadores não proverem um grau suficiente de estabilização na atividade econômica, o governo deve intervir na economia, adotando políticas fiscais discricionárias. Desse modo, na presença de uma recessão ou de uma forte expansão da atividade, a mais eficiente intervenção fiscal do governo será considerada a melhor política fiscal para enfrentar os ciclos econômicos.

Obtivemos a resposta sobre a melhor condução fiscal em Keynes, apontando que o modelo ótimo para enfrentar recessões seria uma política fiscal expansionista, dado o efeito que o multiplicador exerce na demanda agregada, impulsionando assim a economia. Tal modelo é denominado política fiscal contra-cíclica, pois o governo atua literalmente contra os ciclos, tentando amenizar as bruscas oscilações do produto. Logo, na presença de uma recessão, aumentam-se os gastos públicos ou reduzem-se os impostos na tentativa de reaquecer a atividade econômica. Já nos períodos de *boom* econômico, a operação é inversa, com o governo reduzindo os gastos ou aumentando os impostos para tentar esfriar os avanços da atividade.

Diante disso, para uma melhor orientação de médio prazo da política fiscal contra-cíclica, analisamos o método de estimação do resultado orçamentário estrutural, aplicando a metodologia do FMI. Tal método faz a partição do balanço orçamentário em estrutural e cíclico. O balanço estrutural leva em consideração o produto potencial da economia, e dele, devemos retirar o componente cíclico, que tem o objetivo de captar os choques transitórios passados pela economia. Logo, para estimação do balanço estrutural

é necessário estimar o produto potencial e encontrar o fator cíclico, sendo que a subtração deste último do balanço observado nos dará o resultado fiscal estrutural.

Conhecendo o melhor modelo fiscal a ser adotado durante os ciclos econômicos e de posse do balanço que pode nos orientar como aplicar tal política, investigamos se os países fazem uso deste sistema, que é considerado a política fiscal ótima.

Através de instrumentos estatísticos como correlações e equações econométricas, pudemos verificar que somente os países desenvolvidos, representados pelo grupo G-7 e alguns da OECD, fazem uso da política fiscal contra-cíclica, cabendo aos países emergentes e em desenvolvimento, a adoção de um modelo pró-cíclico, isto é, atuando inversamente à política ótima.

Atingido o primeiro objetivo, passamos a tentar compreender as razões pelos quais alguns países não seguem a política fiscal contra-cíclica, ou melhor, porque não conseguem aplicar o modelo ótimo em suas economias.

Apresentamos diversas explicações de diversos autores, todos eles visando encontrar elementos que justificassem a adoção de sistemas fiscais contra-cíclicos somente pelos países desenvolvidos.

Um primeiro elemento foi encontrado em Gavin, que avaliando os gastos fiscais de diversos países, verificou que a volatilidade total dos gastos fiscais na América Latina é quase o quádruplo da registrada pelos países desenvolvidos, criando, então, um ambiente de incerteza sobre a evolução das contas fiscais de um país para períodos subsequentes. Na presença de alta dispersão dos componentes fiscais não haverá, portanto, garantias, nem projeções confiáveis sobre o comportamento futuro dos

agregados fiscais, aumentando-se, assim, a desconfiança sobre o fluxo financeiro fiscal do país.

A consequência imediata desta perda de confiança será o frágil acesso do país ao mercado de crédito internacional, ainda mais em períodos de deterioração de seu cenário econômico. A falta de crédito nos maus momentos, então, pode levar os países a serem obrigados a praticar políticas pró-cíclicas.

Elementos diretamente interligados como prêmio de risco soberano, *ratings* da dívida externa e a premissa do *default* mostraram forte teor explicativo na adoção de políticas fiscais contra-cíclicas ou pró-cíclicas. Expusemos ainda outros fatores que mostram claramente suas relações com o tipo de modelo fiscal praticado.

A existência de pressões políticas para aumento de gastos em períodos de prosperidade econômica, decorrente de fatores como fragmentação política, base governista fraca, elevado número de partidos no Ministério e minoria no Legislativo, impossibilitará, como mostra Zápal, um país praticar a política fiscal ótima.

Baixo controle de corrupção também se mostrou associado à utilização de políticas pró-cíclicas nos países emergentes e subdesenvolvidos, uma vez que não se encontrou evidência deste quesito nos países desenvolvidos.

Por fim, a análise de períodos eleitorais e do nível das Instituições Orçamentárias, indicou elevada relação com o modelo fiscal empregado por um país, mostrando definitivamente que somente países desenvolvidos como os do G-7 e da OECD são capazes de fazer uso da política fiscal ótima, a política contra-cíclica.

Julgamos que este trabalho pode trazer importantes ensinamentos aos países emergentes, sobretudo ao Brasil, uma vez que ele ilustra os fatores que podem explicar as origens da não utilização da política fiscal ótima por eles.

A proposta deste estudo foi elencar, através da literatura disponível, os motivos que impossibilitam o uso do modelo fiscal contra-cíclico por um país, e não apresentar soluções para sua adoção. Medidas como reformas institucionais, transparência nas contas públicas ou regras fiscais podem ser quesitos que consigam alterar o padrão fiscal dos países que buscam praticar o sistema ótimo, mas não são objetos de análise aqui.

Cabe, portanto, às nações emergentes se espelharem nas nações desenvolvidas, verificando que o melhor modelo, que equilibrará as oscilações do produto e do bem-estar social é o contra-cíclico.

Acreditamos que, como fez o Chile na década de 1990, o Brasil deva sempre buscar o modelo fiscal ótimo, procurando encontrar os elementos (mostrados neste trabalho) que o levam a praticar política contrária a esta, adotando medidas para mudá-las, de modo que possibilitem, então, conduzi-lo ao seletivo grupo dos países desenvolvidos.

BIBLIOGRAFIA

ALBEROLA, E., MONTERO J. *Debt Sustainability and Procyclical Fiscal Policies in Latin America*. Madrid: Banco de España: Documentos de Trabajo, No.0611, 2006.

ALESINA, A., PEROTTI, R. *Budget Deficits and Budget Institutions*. Cambridge: NBER Working Paper, No.5556, 1996.

ALESINA, A., TABELLINI, G. *Why is Fiscal Policy Often Procyclical?* Cambridge: NBER Working Paper, No.11600, 2005.

ANGELIS, C. T. *Um estudo sobre os filtros Hodrick Prescott e Baxter-King*. Dissertação de Mestrado – Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2004.

BLANCHARD, O. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

BUDNEVICH, C. *Countercyclical Fiscal Policy*. Helsinki: United Nations University: WIDER Discussion Paper, No.41, 2002.

BUDNEVICH, C. *La Política Fiscal y El Ciclo Económico en el Chile de los Noventa*. Santiago: Banco Central de Chile: Documentos de Trabajo, No.20, 1997.

BURNSIDE, C. *Mexico: A Case Study of Procyclical Fiscal Policy*. Durham: Duke University, 2004.

CALDERÓN C., DUNCAN R. *The Role Of Credibility in The Cyclical Properties of Macroeconomic Policies in the Emerging Markets*. Santiago: Banco Central de Chile: Documentos de Trabajo, No.237, 2003.

CHATERJEE, S. *Real Business Cycles: A Legacy of Countercyclical Policies?* Filadélfia: Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, 1999.

DANNINGER, S. *A New Rule: "The Swiss Debt Brake"*. Washington: IMF Working Paper, No.18, 2002.

EUROSTAT. *Statistical Office of the European Communities*. endereço eletrônico: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.

FAVERO C., GIAVAZZI, F. *Debt and The Effects of Fiscal Policy*. Cambridge: NBER Working Paper, No.12822, 2007.

FRIEDMAN, M., SCHWARTZ, A. *A Monetary History of The United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

GAVIN, M. *Managing Fiscal Policy in Latin America and Caribbean: Volatility, Procyclicality, and Limited Creditworthiness*. Nova York: Inter-American Development Bank, Working Paper No.326, 1996.

GOLINELLI R., MOMIGLIANO, S. *Real Time Determinants of Fiscal Policies in the Euro Area: Fiscal Rules, Cyclical Conditions and Elections*. Roma: Banca D'Italia, Paper No.609, 2006.

GORDON, D. *Are Countercyclical Fiscal Policies Counterproductive?* Cambridge: NBER Working Paper, No.11869, 2005.

GUERSON, A. *On The Optimality of Procyclical Fiscal Policy when Governments Are Not Credible*. Washington: George Washington University, 2003.

HAGEMANN R. *The Structural Budget Balance: The IMF's Methodology*. Washington: IMF Working Paper, No.95, 1999.

KALECKI, M. *Teoria da Dinâmica Econômica*. São Paulo: Ed. Abril, 1983.

KEYNES, J. M. *A Teoria do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Atlas, 1982.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nova York: Harcourt Brace Jovanowitch, 1936. p.129.

LANE, P. *The Cyclical Behaviour of Fiscal Policy: Evidence from the OECD*. Dublin: Trinity College Dublin, 2002.

LOPREATO, F. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. Campinas: IE-UNICAMP, Texto para Discussão, No.119, 2006.

MACIEL, P. J. *Proposta à Regra Fiscal Brasileira: Orientação pelos Ciclos Econômicos*. Brasília: ESAF – Ministério da Fazenda, 2005.

MARCEL, M. *Structural Budget Balance: Methodology and Estimation for the Chilean Central Government 1987-2001*. Santiago: 2004.

MANASSE, P. *Deficit Limits, Budget Rules and Fiscal Policy*. Washington: IMF Working Paper, No.120, 2005.

MANASSE, P. *Procyclical Fiscal Policy: Shocks, Rules, Institutions – A View from MARS*. Washington: IMF Working Paper, No.027, 2006.

MENDOZA, E., OVIEDO. M. *Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: The Cases of Brasil, Colombia, Costa Rica e Mexico*. Cambridge: NBER Working Paper, No.10637, 2004.

METZLER, H. I. *The Nature and Stability of Inventory Cycles*. Cambridge: Harvard University Press, 1941.

MOHANTY, M., SCATIGNA, M. *Countercyclical Fiscal Policy and Central Banks*. Basel: BIS Paper, No.20, 2003.

MOUNTFORD, A.,UHLIG, H. *What are the Effects of Fiscal Policy Schoks?* Berlin: Economic Risk Berlin, Discussion Paper No. 039, 2005

MONTIEL, P. J. *Macroeconomics in Emerging Markets*. Cambridge: University Of Cambridge, 2003.

NAIME, J. *A Economia dos Estados Unidos após 11 de setembro*. Cenários PUC Minas – Conjuntura Internacional. Belo Horizonte, 2004.

NOGUEIRA, I. *A Centralidade do Investimento para a Teoria Macroeconômica: uma breve revisão do modelo de Kalecki*. *Crítica Econômica*, 2008. Endereço eletrônico: <http://criticaeconomica.wordpress.com>.

PINA, A. *Fiscal Policy in Portugal: discipline, cyclicity, and the scope for expenditure rules*. Lisboa: II Conferência do Banco de Portugal, 2003.

RIASCOS, A. VÉGH, C. *Procyclical Governments Spending in Developing Countries: The Role of Capital Market Imperfections*. Los Angeles: UCLA, 2003

ROMER, D. *Advanced Macroeconomics*. Nova York: Mc Graw Hill, 2001.

ROTHBARD, M. N. *O essencial von Mises*. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1988.

SACHS, J. *Macroeconomia*. São Paulo: Makron Books, 2000.

SCHUMPETER, J. A. *The Theory of Economics Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*. Cambridge: Harvard University Press, 1934.

SILVA, A. A. C. *Finanças Públicas e Política Macroeconômica*. Lisboa: Universidade Nova de Lisboa, 1982.

SIMON, C. P. *Matemática Para Economistas*. São Paulo: Bookman, 2006.

SIMONSEN, M. H. *Macroeconomia*. São Paulo: Atlas, 1995.

STEIN, E. *Institutional Arrangements and Fiscal Performance: The Latin American Experience*. Cambridge: NBER Working Paper, No.6358, 1998.

SUZUKI, Y. *Fate for Procyclical Fiscal Policy in Emerging Economies: Role and Function of Sovereign Borrowing with Default Option*. Michigan: University Of Michigan, 2006.

TANNER, E. *Fiscal Rules and Countercyclical Policy: Frank Ramsey Meets Gramm-Rudman-Hollings*. Washington: IMF Working Paper, No.220, 2003.

TALVI, E., VÉGH, C. *Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy*. Cambridge: NBER Working Paper, No.7499, 2000.

VELASCO, A. *A Model of Endogenous Fiscal Deficits and Delayed Fiscal Reforms*. Cambridge: NBER Working Paper, No.6336, 1997.

WORLD BANK. *Fiscal Policy for Growth and Development: An Interim Report*, Washington: Development Comitee, 2006.

ZÁPAL, J. *Cyclical Bias in Government Spending: Evidence from New EU Member Countries*. Praga: IES Working Paper No.15, 2007.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)