

O Efeito da Liberalização da Conta de Capital sobre a Política Fiscal: Uma Avaliação do Caso Brasileiro Recente

Manoel Carlos de Castro Pires*

RESUMO

Recentemente tem ocorrido consenso de que a liberalização da conta de capital tem restringido a política econômica. Este artigo apresenta alguns argumentos e evidências para o Brasil. Encontrou-se evidências de que a estratégia de liberalização da conta de capital e flutuação cambial limitou a política fiscal brasileira o que pode explicar a fraca performance macroeconômica brasileira.

Palavras-chave: liberalização da conta de capital, política fiscal, flutuação cambial.

ABSTRACT

In recent years there have been some agreement that capital account liberalization have provided restriction on economic policies. This paper provides arguments and some evidence for Brazil. I find evidence that floating exchange rate in connection with capital account liberalization provided limits to fiscal policy in Brazil. This result can explain the weak macroeconomic performance in brazilian economy.

Key words: capital account liberalization, fiscal policy, floating exchange rate.

JEL Classification: F41, H60.

1. Introdução

Recentemente tem-se identificado um efeito restritivo da liberalização da conta de capital sobre o exercício da política fiscal. De fato, Kim (2003), em um estudo empírico, encontrou evidências de que a liberalização da conta de capital tem restringido a política fiscal. Esta evidência tem sido vista, por muitos, como desejável e valiosa. Este efeito é

* Doutorando do IE/UFRJ.

desejável na medida em que políticas econômicas consideradas inconsistentes com a rentabilidade de certos portfólios seriam rejeitadas pelo mercado financeiro¹.

De forma análoga, Dornbusch (1998) considera que a rigidez imposta pelo mercado de capitais é um corolário do processo de liberalização da conta de capital e que os países têm muito a ganhar se condicionando a tal estrutura liberalizada. Além disto, a mobilidade de capitais impõe grande peso à supervisão e regulação do sistema financeiro².

Diferentemente, Rodrik (1998) afirmou que é necessário ter fé cega nos mecanismos de mercado para acreditar que as metas de desenvolvimento coincidam com as metas dos investidores estrangeiros. Daí, conclui o autor, que a manutenção de controle de capitais é necessária e desejável para o bom funcionamento da economia assim como o emprego de políticas econômicas.

De forma alternativa ao argumento de que a liberalização na conta de capital restringe a política econômica, alguns autores têm argumentado que a liberalização da conta de capital, na prática, tem caracterizado não a restrição da política fiscal, mas o seu relaxamento. Conforme expôs Shigehara, à época chefe do departamento de economia da OCDE, ao analisar a evolução recente da política fiscal:

...the Bretton Woods system was abandoned in the early 1970s. One important consequence of this appear to have been the weakening of fiscal discipline in countries with current account deficits, which have tended to look to currency depreciation for current account adjustment under the floating exchange rate system. More recently, as international capital transactions were liberalized, the greater possibility of financing budget deficits abroad may also have weakened fiscal discipline in some countries (1995, p.77).

A preocupação de Shigehara (1995) se deve ao fato de que ao liberalizar a conta de capital um governo pode recorrer ao mercado internacional de capitais para se financiar. Neste caso, como o horizonte de financiamento via títulos se elevou, o governo pode emitir títulos a uma taxa de juros mais baixa ou mesmo aumentar o déficit já que as condições para o seu financiamento são mais amplas.

Esta discussão expõe duas questões: (i) a desejabilidade do uso de políticas econômicas e; (ii) qual a relação entre a liberalização da conta de capital e a política

¹ A questão então passa a ser dotar o mercado das informações necessárias para que ele faça o julgamento correto. Daí, surge a necessidade de aumentar o grau de transparência e sinalização da conduta futura da política econômica. Este é o principal objeto da análise de Fischer (1998).

econômica no Brasil. A resposta a estas duas questões é capaz de sinalizar se a recente onda de liberalização da conta de capital se apresenta como uma estrutura compatível com o desenvolvimento macroeconômico sustentável para o país em questão³.

O artigo está construído em cinco seções além desta introdução. A próxima seção apresenta as teorias de política fiscal de John M. Keynes, velhos keynesianos, Milton Friedman e Robert Barro. Conclui-se daí que o discricionarismo além de inevitável é desejável. A terceira seção explicita as hipóteses a respeito da relação entre liberalização da conta de capital e a política fiscal e conclui-se que o efeito final entre estas variáveis só pode ser resolvido empiricamente.

A partir das conclusões obtidas na análise teórica, a quarta seção descreve a metodologia empregada na análise empírica e a seção seguinte apresenta os resultados encontrados. Conclui-se, na última seção, que a hipótese de que a liberalização da conta de capital facilita o financiamento do déficit não deve ser descartada. Contudo, a partir da flutuação cambial, a estratégia de liberalização da conta de capital tem restringido a atuação da política fiscal no Brasil contribuindo para a fraca performance macroeconômica recente.

2. Uma Análise das Teorias de Política Fiscal

Após a segunda guerra mundial, a política fiscal mudou, sobretudo em países industrializados. Anteriormente, períodos de alto endividamento e elevados déficits fiscais aconteciam em períodos de guerra. Finalizados os conflitos, o equilíbrio orçamentário era refeito e a relação dívida/PIB declinava estavelmente (Masson & Mussa, 1995)⁴. Entretanto, após a Segunda Guerra Mundial, esta tendência foi quebrada. Foram observados períodos de elevados déficits, em países industrializados. Uma consequência foi o alto endividamento do governo destes países. Esta nova tendência foi resultado do temor de que

² A supervisão e regulação do sistema financeiro é importante para impor limites no processo de tomada de recursos e na administração de risco de ativos e passivos por parte dos bancos domésticos.

³ Para uma proposta de controle de capitais para o Brasil ver De Paula, Oreiro & da Silva (2003).

⁴ A relação dívida/PIB representa um indicador da capacidade do governo em honrar seus compromissos. Recentemente o FMI tem afirmado que a autoridade fiscal deve almejar uma meta para este indicador. Entretanto, a relação dívida/PIB representa uma relação dinâmica na qual não se deve caracterizar um valor para esta variável e sim uma trajetória. Com esta definição, o objetivo da autoridade fiscal deve ser a estabilidade desta relação ao longo do tempo. A palavra estabilidade aqui tem o sentido de manter o controle sobre determinada variável. Assim, a trajetória desta variável pode até ser crescente mas ressalta-se que a relação dívida/PIB não deve ser explosiva. O fato desta relação ser crescente não indica que esta situação não seja incontornável ou incontrolável. É com este sentido que esta expressão será utilizada ao longo do artigo.

a crise que se estabeleceu nos anos 1930 retornasse após a guerra. Além disto, vários outros fatores contribuíram para esta mudança como o aumento das transferências do sistema de previdência social e o aumento dos gastos com saúde, resultado da concepção do *welfare state* (Masson & Mussa, 1995)⁵.

Que tipo de implicações esta inversão de tendência tem estabelecido sobre a economia? Em especial, será que esta mudança de comportamento representa um resultado desejável? Para responder esta pergunta é necessário resgatar o debate sobre o papel que a política fiscal é capaz de produzir na economia. Para tanto, discute-se as prescrições de política fiscal sob quatro óticas: a de Keynes, a dos velhos keynesianos, a de Friedman e o teorema de equivalência ricardiana de Barro.

2.1 As Prescrições de Keynes

Keynes discute o papel que a política fiscal pode ter em um ambiente incerto onde as expectativas são realizadas com base em um conhecimento precário da economia. Com base nesta percepção, o comportamento defensivo dos agentes em um ambiente incerto torna-se uma possibilidade real. Este comportamento defensivo, expresso, segundo Keynes, na preferência pela liquidez dos agentes acaba por conduzir à redução dos gastos de forma a deprimir a economia.

Dado este comportamento defensivo, a intervenção da autoridade fiscal pode aumentar a previsibilidade dos agentes em relação à demanda futura o que implica menor incerteza em relação ao estado futuro da economia. Daí, Keynes propõe um plano de investimentos públicos para assegurar um nível mínimo de demanda agregada⁶.

Keynes propôs, então, que a administração da política fiscal fosse realizada por meio de duas esferas: (i) o orçamento corrente e (ii) o orçamento de capital. O orçamento corrente representa os gastos de consumo corrente do governo e deve estar sempre equilibrado. O orçamento de capital refere-se aos projetos de investimento do governo e deve ser equilibrado no longo prazo com os próprios recursos que espera-se obter com a execução plena dos projetos.

⁵ Para uma análise da evolução da política fiscal em países industrializados durante o século XX, ver Masson & Mussa (1995). Para uma análise da política fiscal em economias emergentes, ver Edwards (1995).

⁶ As prescrições de Keynes aqui expostas baseiam-se em Kregel (1983).

Este programa de investimentos públicos seria responsável por estabilizar o investimento na economia. A necessidade do uso dos recursos públicos em projetos de investimento era a principal recomendação de Keynes no pós guerra⁷. Keynes recomendava, entretanto, que o orçamento deveria estar em equilíbrio e que, para tanto, o investimento público poderia ser pago no longo prazo (Kregel, 1983).

2.2 A Política Fiscal na Análise de Velhos Keynesianos

A corrente velho keynesiana buscou desenvolver a teoria de Keynes no pós-guerra e teve seu apogeu na década de 1960 na administração macroeconômica dos presidentes John Kennedy e Lyndon Johnson. Esta visão, velho keynesiana, assumiu um caráter essencialmente fiscalista onde a prescrição principal era a utilização de gastos e déficits relegando, assim, a política monetária a um papel secundário (Carvalho, 1994).

A análise velho keynesiana dos efeitos da política econômica sobre a economia é baseada nos resultados do modelo IS-LM e no modelo keynesiano simples. Esta análise culminou com a estimação de modelos IS-LM para a realização de previsões dos efeitos da política econômica. A partir da análise de Klein (1952) estabeleceu-se que a curva IS era muito mais inclinada do que a curva LM de forma que acreditou-se que a política fiscal era um instrumento muito mais poderoso para a estabilização da demanda agregada do que a política monetária. Este resultado sustentou as prescrições de realização de gastos e geração de déficits para a estabilização da demanda agregada durante, principalmente, a administração do presidente Johnson⁸.

Esta visão é bem diferente da posição assumida por Keynes em relação à política fiscal. Ainda que desejável, Keynes defende que a política fiscal fosse apoiada por um orçamento que deveria ser equilibrado no longo prazo. Além disto, sua proposta é em relação a elevação de investimentos e não uma elevação de gastos correntes. De forma diferente, a corrente velho keynesiana propôs o emprego de políticas de déficits e políticas de gastos sem uma diferenciação clara entre investimentos e consumo corrente.

⁷ Vale ressaltar que Keynes reconhecia, ainda, o efeito distributivo que a política fiscal pode atingir em uma economia.

⁸ A exceção a este tratamento é Tobin que reconhece na política monetária um importante instrumento. Ressalta-se, ainda, que Tobin se aproxima de Keynes no que se refere ao poder distributivo existente na política fiscal. Para maiores detalhes ver Tobin (1987).

2.3 As Prescrições de Friedman

Friedman (1953) apresenta uma defesa da idéia do estabelecimento de regras para a política econômica. Em relação à política fiscal, Friedman propõe três princípios: (i) a política de gastos em bens e serviços, excluindo-se transferências, deve ser determinada inteiramente com base nos desejos, necessidades e desejabilidade da sociedade em pagar impostos pela provisão de tais serviços públicos, (ii) o programa de transferências deve consistir de uma declaração dos termos e condições sob os quais a assistência e outras transferências deve ser garantida e; (iii) um sistema progressivo que põe peso principal no imposto sobre a renda pessoal.

O argumento de que o orçamento deve ser equilibrado a um determinado nível de renda é baseado na idéia de que déficits ou superávits são resultados naturais dos ciclos econômicos. Quando a renda está alta, as receitas se elevam e as transferências se reduzem de maneira que um superávit é criado. A função do superávit passa a ser retirar recursos da economia o que reduz o impacto sobre a demanda agregada amenizando, assim, a amplitude do ciclo⁹.

O argumento em favor de regras deve-se ao fato de que:

changes in circumstances are likely to produce rapid and erratic variations in the share that seems desirable. But changes in the share assigned government are themselves likely to be destabilizing, both directly and through their adverse effects on anticipations. The attempt to adapt the magnitude of government operations to the requirements of stability may therefore easily introduce more instability than it corrects (1953, p. 141).

A existência de lags na economia pode gerar instabilidade na medida em que o efeito da política pode se dar quando a economia já estiver se recuperando o que acaba por amplificar o ciclo. Expondo de outra forma: quando a política contracíclica estiver causando os resultados esperados, a economia pode não precisar mais deste impulso o que a retiraria da trajetória de equilíbrio gerando mais instabilidade.

A análise de Friedman contrasta de forma fundamental com a visão de Keynes e velho keynesianos. Até então, a diferença fundamental era na forma em que a política fiscal

⁹ O argumento é análogo ao caso de renda baixa. Cria-se um déficit, o que injeta recursos na economia elevando a demanda agregada e daí reduzindo o efeito recessivo sobre a economia. Dessa forma, a política fiscal não discricionária representa um estabilizador automático para a economia.

deveria ser empregada. Entretanto, tanto Keynes quanto velho keynesianos recomendam o seu uso na estabilização da demanda agregada. Diferentemente destes autores, Friedman condena o uso discricionário da política fiscal dado seus efeitos defasados sobre a demanda agregada¹⁰.

2.4 A Análise de Barro

A análise da escola novo clássica se baseia no trabalho de Barro (1974) que estabelece o princípio da equivalência ricardiana. Segundo Barro, o seu objetivo ao propor a equivalência ricardiana é questionar o efeito riqueza. Este efeito refere-se à hipótese de que a elevação da taxa de juros, resultado do financiamento do déficit via títulos, torna os agentes mais ricos e, portanto, estes elevam seus gastos produzindo, assim, efeitos reais sobre a economia¹¹.

Entretanto, o princípio da equivalência ricardiana mostra que os agentes não reagem ao aumento nas taxas de juros porque sabem que no futuro a autoridade fiscal deverá aumentar os impostos para resgatar os títulos emitidos no presente. Assim, a compra de títulos no presente representaria uma poupança que os agentes realizariam para pagar impostos no futuro¹².

A partir do princípio de equivalência ricardiana, Barro (1979) discute as principais implicações sobre a determinação da dívida pública. O objetivo da autoridade fiscal, neste ambiente, é o de minimizar os custos de alocação resultantes de mudanças sistemáticas na política tributária obedecendo a restrição orçamentária do governo na ausência de incerteza.

Resulta daí, que a coleta de impostos eficiente deve ser constante no tempo e que flutuações de gastos (particularmente comuns em períodos de guerras e recessões) devem

¹⁰ Friedman questiona, ainda, a interpretação que velhos keynesianos deram ao multiplicador de gastos e pelo efeito *crowding out* do investimento. Para maiores detalhes ver Friedman (1982).

¹¹ Esta hipótese é essencial para tornar a política fiscal eficaz na análise de longo prazo de Modigliani (1961). O argumento básico do efeito riqueza é, de acordo com Barro (1974), de que um aumento na dívida implica aumento na riqueza percebida dos agentes e daí, um aumento no consumo relativo a poupança o que eleva a taxa de juros e reduz o estoque de capital da economia reduzindo o produto. Entretanto este resultado é devido a hipótese de que os agentes percebem uma elevação da sua riqueza.

¹² Vale ressaltar que, como o próprio Barro demonstra, este resultado é teoricamente frágil. Em um modelo de gerações sobrepostas com agentes que possuem vida finita, Barro (1974) mostra que o efeito riqueza pode operar em uma situação em que o mercado não funciona de forma eficiente. Para o aparecimento deste efeito basta que existam dois agentes diferentes na economia: um agente com uma taxa de desconto baixa e outro com uma taxa de desconto alta de maneira que diferem por um custo de transação.

ser compensadas com emissão de dívida. Desta forma, a política fiscal (com emissão de títulos) seria determinada por desvios passageiros do produto e dos gastos da sua tendência. Este resultado é análogo ao discutido em Friedman (apresentado na seção 2.3).

2.5 Conclusões Parciais: Uma Comparação entre as Teorias de Política Fiscal

Da discussão apresentada até aqui pode-se afirmar que existem dois grupos principais com a mesma prescrição ainda que obtida por caminhos diferentes (resumido na tabela 1 a seguir). O grupo que reconhece o efeito da política fiscal e defende seu uso (Keynes e velho keynesianos) e o grupo que apesar de reconhecer sua eficácia não recomenda seu uso (Friedman e Barro).

Tabela 1: Análise Teórica dos Efeitos Reais da Política Fiscal

<i>Análise</i>	<i>Resultado da política fiscal</i>	<i>Desejabilidade de seu uso</i>
Keynes	Eficaz	Sim
Velhos keynesianos	Eficaz	Sim
Friedman	Eficaz	Não
Barro	Eficaz	Não

Em relação à prática, vale considerar a conclusão de Bernanke, Laubach & Mishkin que afirmam que “in practice, only discretion prevails (1999, p. 6).” Esta conclusão é importante na medida em que mostra a distância de algumas teorias em relação às necessidades do mundo real. De fato, políticas econômicas são instrumentos necessários e inevitáveis para a estabilização da demanda agregada. Além disto, dada a necessidade de se implementar políticas econômicas, a questão passa a ser qual política econômica ou qual mix de políticas devem ser implementadas. Em relação à política fiscal, seu papel deve ser o de privilegiar o investimento público dado os efeitos de longo prazo que este componente da demanda agregada possui sobre a economia tal como preconizava Keynes. Soma-se à este argumento, o fato de que, no longo prazo, o investimento público pode se pagar.

3. O Comportamento das Autoridades Fiscais em um Ambiente de Liberalização da Conta de Capital

Ao fim dos anos 1970 e início dos anos 1980, a partir dos trabalhos de Kydland & Prescott (1977) e Barro & Gordon (1983), a defesa do mecanismo de regras deixou de ser utilizada principalmente pelo argumento do efeito incerto da política econômica sobre a economia (conforme Friedman, 1953). Kydland & Prescott (1977) mostraram que o uso de regras é superior porque a descrição implica selecionar a decisão que é melhor dada a situação corrente. Tal comportamento, ainda que consistente, não é ótimo dado que as expectativas dos agentes dependem da política futura e não da situação corrente. Contudo, existem incentivos para que a autoridade monetária quebre a regra e explore os benefícios da curva de Phillips. Portanto, foi identificado que as autoridades são dotadas de um viés inflacionário; e quando quebram a regra geram o problema que ficou conhecido, na literatura convencional, como problema da *inconsistência dinâmica*.

A introdução da problemática da reputação feita por Barro e Gordon (1983) poderia ajudar a resolver o problema da necessidade de redução do viés inflacionário. Quando a necessidade de acumulação de reputação se impõe, apesar dos agentes privados não conhecerem as preferências dos *policy makers*, o comportamento destes informa sobre suas características o que capacita os agentes a formarem expectativas ótimas. Dessa forma, o governo deve construir reputação ao longo deste período para que os agentes formem baixas expectativas de inflação.

Um resultado desta interpretação é que, para manter sua reputação, o *policy maker* deve apresentar um comportamento conservador em relação à política econômica, ou seja, apresentar, na verdade, um viés não inflacionário. Caso contrário, o público deve puni-lo com expectativas inflacionárias elevadas que acabam funcionando, então, como um contrapeso à tentação de enganar os agentes (Barro & Gordon, 1983).

A liberalização da conta de capital pode representar uma estrutura equivalente ao contrapeso proposto por Barro & Gordon (1983). Neste caso, as autoridades governamentais podem ser punidas com uma fuga de capitais caso seu comportamento não

seja compatível com o que os agentes, particularmente os mercados financeiros, esperam que realizem¹³.

Conforme esta visão, Heller (1997) propôs que ao liberalizar a conta de capital o país deve adotar um comportamento fiscal preventivo-conservador. O autor argumenta que este novo comportamento se faz necessário dada a baixa previsibilidade dos fluxos de capitais. Por exemplo, este ajuste pode ser necessário em uma situação de influxo excessivo de capitais onde a necessidade de esterilização pode tornar-se extremamente custosa ao Banco Central, fazendo com que o ajuste fiscal seja uma opção a ser considerada. Analogamente, em uma situação de fuga de capitais, o ajuste fiscal pode servir para fortalecer a confiança dos investidores internacionais. O resultado desta interpretação é que, ao liberalizar a conta de capital, um país deve adotar um comportamento preventivo-conservador permanente.

De forma análoga ao argumento de que a autoridade fiscal deve adotar um comportamento preventivo-conservador, Gruben e McLeod (2001) sugerem que a política monetária seja mais conservadora em um ambiente de liberalização da conta de capital¹⁴. A idéia de que a liberalização da conta de capital representa uma restrição à condução da política monetária e fiscal pode se justificar pelo fato de que o responsável por sua condução é punido por meio de uma fuga de capitais. Os agentes, em particular, os mercados financeiros, reagem dessa forma porque percebem uma perda no valor dos ativos domésticos que estão retendo em relação aos ativos estrangeiros. No caso da política fiscal, a punição pode se dar por um risco de *default* que só é compensado parcialmente pela remuneração dos títulos públicos.

Uma consequência da hipótese de que a política monetária deve ser mais conservadora (Gruben & McLeod, 2001) é que a política fiscal deve ser limitada também. A possibilidade do governo reduzir a expansão monetária e, portanto, obter reduzidas receitas de senhoriagem em comparação com o momento anterior à liberalização da conta de capital pode ser analisada por meio da observação da determinação do déficit público consistente com a estabilidade da relação dívida-PIB. No caso, a perda de receitas de

¹³ Vale ressaltar, que mesmo no caso de comportamento conservador por parte das autoridades governamentais a possibilidade de fuga de capitais não está descartada pois os mercados podem funcionar de forma ineficiente ou mesmo apresentar comportamento de manada como no caso da crise asiática (ver Furman & Stiglitz (1998)).

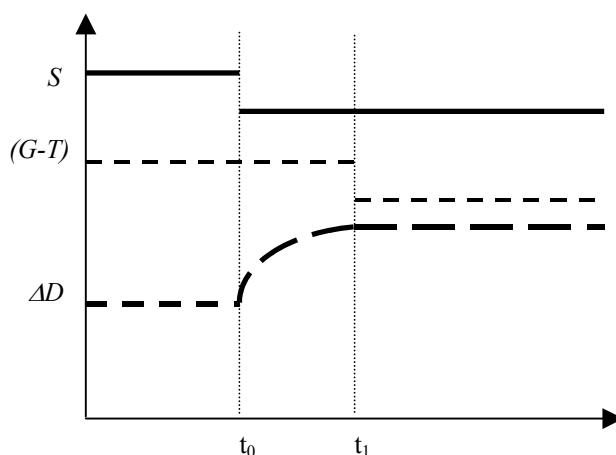
senhoriagem das autoridades fiscais tem dois impactos possíveis: (i) o aumento da relação dívida-PIB se nenhum ajuste fiscal é realizado ou; (ii) o aumento do superávit primário para estabilizar (manter constante) a relação dívida-PIB. Expondo formalmente, a dinâmica da dívida pública pode ser caracterizada pela seguinte equação:

$$(1) \quad \Delta D = (G-T) + (r-x)D - S(\tau)$$

que afirma que o crescimento da dívida pública (ΔD) é função do próprio estoque da dívida (D) e que seu acréscimo ou decréscimo depende da relação entre a taxa de juros vigente na economia (r) e taxa de crescimento do PIB (x) sendo que quando a taxa de juros for maior que o crescimento do PIB ($r > x$) o estoque da dívida contribuirá positivamente para o seu crescimento. O crescimento da dívida depende, ainda, do déficit primário ($G-T$) e das receitas de senhoriagem (S) que é uma função negativa da liberalização na conta de capital (τ).

A figura 1 ilustra a dinâmica das variáveis após a liberalização da conta de capital. Após um ato liberalizante na conta de capital em t_0 a receita de senhoriagem se reduz. Em um primeiro momento uma das fontes de financiamento do governo se reduz o que implica déficit ou um superávit menor do que o necessário para estabilizar a relação dívida-PIB. Neste caso, a relação dívida-PIB começa a se acelerar até t_1 quando o governo realiza o ajuste fiscal.

Figura 1: Receitas de Senhoriagem, Aceleração do Endividamento e Ajuste fiscal



¹⁴ Gruben & McLeod (2002) encontram evidências de que a taxa de inflação é menor em países com a conta de capital liberalizada que em países que adotam controle de capitais.

Este modelo implica, então, que a reduzida capacidade do governo em coletar receitas de senhoriagem, resultado da liberalização na conta de capital, resulta na aceleração do endividamento do governo até o momento em que o governo realiza o ajuste fiscal necessário para estabilizar a relação dívida-PIB. Pode-se traduzir estas relações no esquema abaixo:

$$\uparrow \tau \Rightarrow \downarrow S \Rightarrow \uparrow \Delta D \Rightarrow \Rightarrow \downarrow (G-T)$$

onde duas setas largas em sequência ($\Rightarrow \Rightarrow$) representam que o efeito sobre a variável se dá de forma defasada.

Desta forma, a liberalização da conta de capital causa um efeito restritivo sobre a determinação da política fiscal. Resumindo, após a liberalização da conta de capital, e a conseqüente queda das receitas de senhoriagem, torna-se necessário um ajuste fiscal para manter a estabilidade da relação dívida-PIB.

Entretanto, deve-se considerar um segundo efeito. De acordo com Shigehara (1995), a liberalização da conta de capital teria significado o relaxamento fiscal e não a sua restrição. Esta percepção se deve ao argumento de que a liberalização da conta de capital amplia o horizonte de financiamento de déficits a partir da possibilidade do governo se financiar no exterior.

Resta, então, analisar o efeito da hipótese de que a liberalização da conta de capital tem impactos positivos sobre a capacidade de emissão de títulos do governo. Neste caso, a taxa de juros torna-se função de τ . Desta forma, pode-se escrever (1) como:

$$(1') \quad \Delta D = (G-T) + (r(\tau)-x)D - S(\tau)$$

onde o efeito é negativo entre a taxa de juros e a liberalização da conta de capital. Se o objetivo da política fiscal é a estabilidade da dívida pública, $\Delta D=0$ e obtém-se:

$$(2) \quad S(\tau) = (G-T) + (r(\tau)-x)D$$

onde a redução das receitas de senhoriagem tem seus impactos minimizados pelo efeito redutor sobre os encargos, resultado do financiamento mais barato.

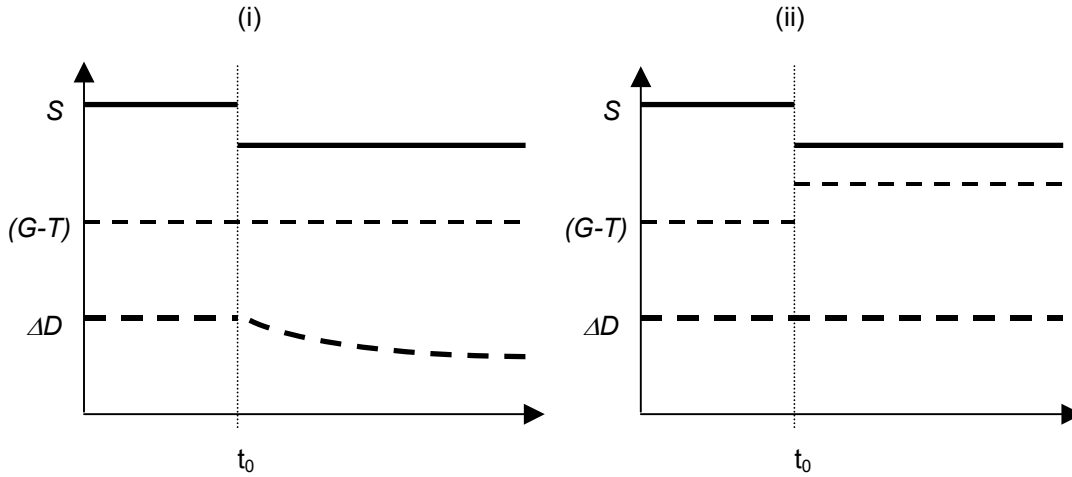
Nesta estrutura o efeito líquido depende do resultado obtido sobre cada variável. Se o impacto sobre a senhoriagem prevalece voltamos ao caso anterior ilustrado na figura 1. Se o impacto sobre a taxa de juros é superior podem ser construídos dois cenários: (i) a redução gradativa da dívida supondo-se o déficit constante e; (ii) a estabilidade da dívida

supondo-se que o governo eleve o déficit para manter a dívida estabilizada. Estes dois resultados são apresentados na figura 2. A relação esquemática é dada por:

$$(i) \quad \uparrow \tau \Rightarrow \downarrow S, \downarrow r \Rightarrow (G-T) \text{ constante} \Rightarrow \downarrow \Delta D$$

$$(ii) \quad \uparrow \tau \Rightarrow \downarrow S, \downarrow r \Rightarrow \uparrow (G-T) \Rightarrow \Delta D \text{ constante}$$

Figura 2: Liberalização da Conta de Capital, Redução do Custo de Endividamento e Política Fiscal



Estes resultados expressos nas figuras 1 e 2 representam a controvérsia em relação à mobilidade de capitais. Por um lado, a idéia de que a liberalização da conta de capital representa uma restrição à política econômica dado seu efeito sobre a política monetária o que impacta a política fiscal via redução das receitas de senhoriagem. Por outro lado, a liberalização da conta de capital reduz o custo de financiamento dado seu impacto sobre a ampliação da demanda por títulos. Esta controvérsia torna a questão essencialmente empírica.

4. METODOLOGIA

Para a análise empírica foi construído um índice de controle de capitais (ICC) baseado na legislação que controla o fluxo de capitais no período de janeiro de 1995 a dezembro de 2000. O índice foi construído a partir do saldo mensal entre decretos restritivos e decretos liberalizantes de forma que decretos restritivos (liberalizantes) são codificados com valor 1 (-1). A cada mês realiza-se o saldo entre os decretos de maneira

que o valor obtido dá o excesso de decretos restritivos sobre os liberalizantes indicando o aumento das restrições ao movimento de capitais. Ademais, não são consideradas diferenças entre decretos referentes à entrada ou à saída¹⁵.

Como indicador de política fiscal, utilizou-se a necessidade de financiamento do setor público em proporção ao PIB (*NFSP*). Assim, valores negativos (positivos) de *NFSP* estão associados a obtenção de superávit (déficit) por parte do governo¹⁶. A escolha da *NFSP* e não dos gastos do governo, por exemplo, se deve ao fato de que o aumento dos gastos do governo pode vir acompanhado de aumento dos impostos o que não significa necessariamente a atuação de uma política fiscal contracíclica (Kim, 2003)¹⁷. Esta variável está disponível no *site* do Banco Central do Brasil na seção séries temporais assim como os dados de PIB.

Espera-se que a correlação entre estas variáveis seja positiva. De um lado está a hipótese de que a liberalização da conta de capital (*ICC* negativo) restringe a política fiscal (menor *NFSP*) e por outro lado está a hipótese de que a liberalização da conta de capital reduz os encargos do governo (o que implica menor *NFSP*). Assim, independentemente da explicação para a relação entre as variáveis, esta deverá ser positiva.

A metodologia está dividida em duas etapas. A primeira realiza uma análise estrutural por meio dos determinantes da *NFSP*. A segunda etapa realiza uma análise temporal com objetivo de testar a causalidade entre o *ICC* e alguns componentes da *NFSP*. A segunda etapa deve criar informações a respeito das hipóteses aqui apresentadas.

Na análise estrutural, a utilização do estimador de mínimos quadrados ordinários (*OLS*) é capaz de captar a correlação entre as variáveis. Contudo, dois problemas devem ser

¹⁵ A informação para a construção do índice de controle de capitais foi extraído de Elena Soihet (2000). O objetivo é estudar esta relação durante o período do governo Fernando Henrique Cardoso que se inicia em janeiro de 1995. Entretanto, o estudo de Soihet (2000) se finaliza em dezembro de 2000 o que estabelece um limite para a investigação. Assim, o estudo cobrirá os seis primeiros anos desta administração.

¹⁶ Vale ressaltar que a estatística de *NFSP* é a utilizada para os acordos entre o Brasil e o FMI. Esta estatística corresponde “à variação do endividamento do setor público *não financeiro* junto ao sistema financeiro e ao setor privado, doméstico ou do resto do mundo... Por “endividamento” deve-se entender aqui o conceito de dívida líquida do setor público, como os créditos junto ao setor privado doméstico ou as reservas internacionais em poder do BC. Supõe-se que, se a dívida líquida cresce (cai), é devido à existência de um déficit (superávit) (Giambiagi e Além; 2001, p. 74).”

¹⁷ Uma crítica a este argumento se dá pelo efeito distributivo que a política fiscal pode ter sobre a economia. Se, por exemplo, o aumento dos impostos se der na camada social mais elevada e os gastos atingirem a camada social mais baixa, a política fiscal pode ser considerada contracíclica. Entretanto, este argumento não parece ser relevante para o caso brasileiro dado o caráter cumulativo e regressivo do sistema tributário de forma que o emprego da variável *NFSP* não deve suscitar maiores críticas. Para uma análise da tributação brasileira, ver Giambiagi e Além (2001).

tratados. O primeiro problema é corrigir algum viés proveniente da omissão de variáveis que contribuem para explicar a determinação da política fiscal. O segundo problema ocorre com o erro na mensuração do ICC. Esta crítica é importante na medida em que o índice não diferencia qualitativamente os decretos.

Para corrigir o problema da omissão de variáveis utilizou-se uma forma reduzida do modelo empregado por Kim (2003)¹⁸. A análise aqui apresentada inclui flutuações cíclicas (Y) do déficit medido como o desvio do PIB em relação a sua tendência linear $(y-y^*)/y$ onde y^* é dado pela tendência linear do PIB e y corresponde ao PIB corrente entre 1995 e 2000.

Deve-se incluir, ainda, o período em que o câmbio permaneceu semi-fixo no Brasil. Construiu-se, assim, a variável *CÂMBIO* que toma valor 1 para o período em que o câmbio permaneceu semi-fixo de janeiro de 1995 a dezembro de 1998 e 0 para o período restante. Segundo Tornell e Velasco (1995), o regime de câmbio flutuante é o regime cambial que tem restringido a política fiscal (um resultado contrário ao resultado obtido pelo modelo Mundell-Fleming).

O argumento que se segue, neste caso, é que a diferença entre câmbio fixo e flexível está na distribuição intertemporal dos seus custos. Sob taxas fixas, políticas consideradas inconsistentes, pelo mercado financeiro, se manifestam na perda de reservas. Apenas quando a situação se torna insustentável é que os custos realmente aparecem. Alternativamente, taxas flexíveis permitem que os efeitos apareçam imediatamente através de alterações na taxa de câmbio ou aumento da inflação¹⁹.

Criou-se duas variáveis *dummies* para captar o efeito proveniente das crises financeiras da Ásia e da Rússia (*ASIA* e *RUSSIA* respectivamente) que tomou valor 1 para o trimestre em que ocorreram as crises financeiras e 0 para o período restante. Utilizou-se, ainda, um índice de abertura comercial (*AC*) dado pela soma de exportações e importações²⁰ em relação ao PIB e um índice de liquidez internacional dado pela taxa de crescimento das reservas (*RES*). Espera-se que em um período de elevada liquidez

¹⁸ Excluiu-se as variáveis que captavam o efeito de ciclos políticos já que o período coberto neste artigo compreende apenas o ciclo político do presidente Fernando Henrique Cardoso.

¹⁹ Carvalho & Sicsú (2003) salientam que o regime de câmbio flutuante vem restringindo a política fiscal brasileira.

²⁰ Segundo Kim (2003), os governos tendem a compensar os setores prejudicados com a abertura comercial.

internacional o governo obtenha maiores facilidades para se financiar independentemente do nível de liberalização na conta de capital²¹.

Assim, o modelo pode ser escrito como:

$$(1) \quad NFSP = \beta_0 + \beta_1 ICC + \beta_2 Y + \beta_3 C\acute{A}MBIO + \beta_4 ASIA + \beta_5 RUSSIA + \beta_6 AC + \beta_7 RES$$

onde: $\beta_1 > 0$, $\beta_2 < 0$, $\beta_3 > 0$, $\beta_4 > 0$, $\beta_5 > 0$, $\beta_6 > 0$, $\beta_7 < 0$

O segundo problema, referente ao erro de mensuração, foi resolvido com o emprego do estimador de 2SLS. O *ICC* foi ajustado pelos seus determinantes. De acordo com Cardoso & Goldfajn (1997), a imposição de controle de capitais está relacionado com: (i) a expansão da base monetária proveniente do acúmulo de reservas, já que em um regime de câmbio fixo, um influxo de capitais provoca expansão da base monetária que pode causar inflação, (ii) a apreciação da taxa de câmbio real dado seus impactos sobre a balança comercial aumentando importações e reduzindo as exportações, (iii) o aumento da dívida resultante de políticas de esterilização mantidas por meio de elevadas taxas de juros, (iv) o próprio influxo de capitais que, de certa forma, contribuem na dinâmica das variáveis já discutidas (i, ii e iii), (v) a taxa de juros internacional por ter impacto sobre o diferencial de juros e; (vi) momentos de crises financeiras para evitar fuga de capitais.

Além das variáveis apontadas por Cardoso & Goldfajn (1997), Bartolini & Drazen (1997) afirmam que países emergentes têm um grande incentivo em impor controle de capitais após terem adotado medidas liberalizantes no período anterior. Isto se deve ao fato de que associado à liberalização estaria um influxo de capitais e que o governo teria incentivos para impor controles sobre o fluxo de capitais no período seguinte e manter estes capitais dentro do país com o objetivo de aumentar suas receitas através da taxação destes.

Desta maneira, a lista de instrumentos será dada pela taxa de crescimento da base monetária defasada em um período (*BM(-1)*), pelo saldo da conta corrente como proporção do PIB (*CC*), a taxa de crescimento da dívida pública (*DP*), *dummies* para o trimestre em que ocorreram as crises da Ásia (*ÁSIA*) e da Rússia (*RÚSSIA*), os fluxos efetivos como proporção do PIB defasados em um período (*FL(-1)*), a taxa de juros norte-americana (*i**),

²¹ Utilizou-se em estimações prévias a taxa de juros norte-americana como indicador de liquidez internacional. Os resultados não se alteraram com esta mudança.

o *ICC* defasado em um período (*ICC(-1)*) além das variáveis consideradas pré determinadas no modelo empregado anteriormente, *Y* e *CÂMBIO*²².

A correlação obtida até aqui, contudo, não será capaz de garantir se a política fiscal está sendo restringida ou não. Isto porque independentemente da explicação, a relação esperada entre as variáveis é positiva pois, como já exposto, se por um lado a liberalização da conta de capital restringe a política fiscal, a relação entre o *ICC* e a *NFSP* deve ser positiva e se, por outro lado, a liberalização da conta de capital reduz os encargos financeiros a relação deve ser igualmente positiva de forma que é necessário mais informações para que as conclusões possam ser efetuadas.

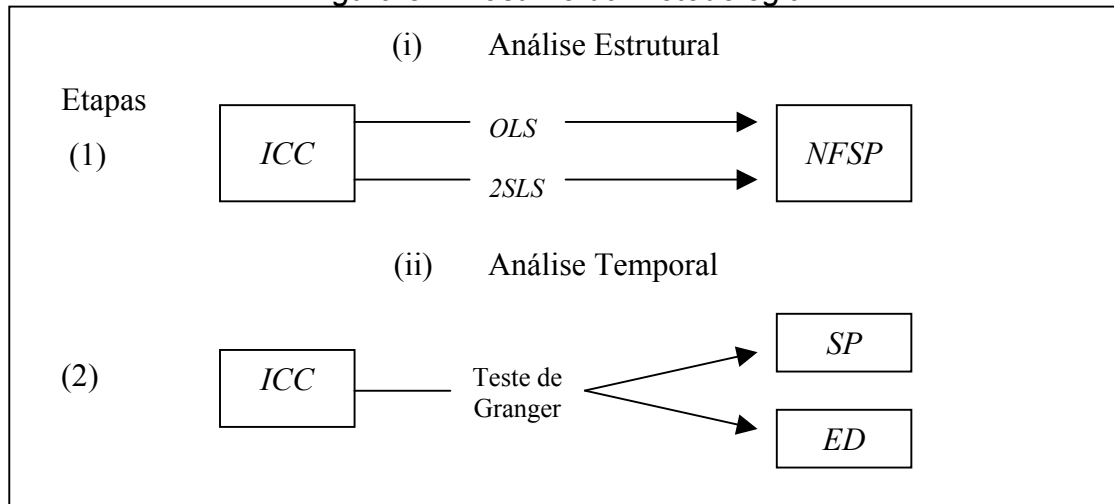
O passo seguinte passa a ser realizar uma análise temporal entre a política fiscal e o *ICC* por meio de testes de causalidade (teste de Granger). Utilizou-se como indicador de política fiscal, nesta etapa, o superávit primário como proporção do PIB (*SP*) e os encargos sobre a dívida como proporção do PIB (*ED*). Espera-se que a restrição deva ocorrer sobre a variável *SP* e a redução dos encargos sobre a variável *ED*. Assim, testes de causalidade, no sentido de Granger, podem gerar informações que permitam alguma conclusão definitiva para o período em questão²³.

A figura 3 resume a metodologia. A análise apresentada na próxima seção será subdividida em duas etapas. A primeira (análise estrutural) busca os determinantes da política fiscal brasileira para o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2000 explorando a correlação (possível) entre o *ICC* e a *NFSP*. A segunda etapa (análise temporal) explora a relação de causalidade entre o *ICC* e alguns componentes da política fiscal como o superávit primário (*SP*) e os encargos sobre a dívida (*ED*) ambos em relação ao PIB.

²² Como medida de fluxos efetivos, utilizou-se os dados referentes a carteira de ativos de investidores institucionais estrangeiros líquido. A utilização desta estatística deveu-se ao fato de que ela representa fluxos de curto prazo que caracterizam a imposição de medidas de curto prazo (tais como controle de capitais). A composição desta carteira inclui dentre outros ações e derivativos. Todos estes dados estão disponíveis no boletim do Banco Central.

²³ Vale ressaltar que o período utilizado nesta análise cobre apenas janeiro de 1997 a dezembro de 2000 pois a série de *SP* só está disponível com base mensal a partir desta data.

Figura 3 – Resumo da Metodologia



5. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

O primeiro passo estabelecido na metodologia foi encontrar os determinantes da *NFSP*. Os resultados estão dispostos na tabela 2 que apresenta os resultados pelo estimador de *OLS* e de *2SLS*. A análise do R^2 ajustado indica que o modelo que obtém o melhor ajuste é a forma reduzida de (1) a seguir:

$$(1') \quad NFSP = \beta_0 + \beta_1 ICC + \beta_2 Y + \beta_3 C\acute{A}MBIO + \beta_4 ASIA + \beta_5 RUSSIA$$

Os resultados confirmam uma relação positiva entre o *ICC* e a *NFSP*. Esta relação é estatisticamente significativa em todas as especificações. Um resultado interessante é o de que o regime de câmbio que restringe a política fiscal é o regime de câmbio flutuante confirmando o argumento de Tornell & Velasco (1995). A variável *dummy* para o regime cambial é significativa em todas as especificações.

Além disto, a política fiscal brasileira tem respondido a flutuações cíclicas neste período. Quando eleva-se o hiato do produto, o déficit fiscal tem se elevado. Esta relação é significativa nas três especificações. Das variáveis que captam o impacto das crises financeiras, apenas a da crise asiática mostrou-se significativa indicando que esta crise contribuiu para a deterioração da posição fiscal do governo brasileiro.

Tabela 2: Determinantes da NFSP OLS e 2SLS – Brasil jan/95 a dez/2000

A estatística DW refere-se ao teste de Durbin-Watson de correlação de resíduos. Foi utilizado, ainda, o correlograma para a identificação de correlação entre resíduos que não confirmou sua existência. Entre parênteses é registrado o erro padrão consistente de White. *, **, *** denotam nível de significância de 10, 5 e 1% respectivamente. A lista de instrumentos utilizada foi: constante, *BM(-1)*, *CÂMBIO*, *i**, *FL(-1)*, *DP*, *ÁSIA*, *RÚSSIA*, *Y*, *CC*, *ICC(-1)*.

	<i>OLS</i>	<i>OLS</i>	<i>2SLS</i>
<i>Constante</i>	-0.074 (0.0633)	-0.023*** (0.0057)	-0.023*** (0.0063)
<i>ICC</i>	0.006*** (0.0024)	0.007*** (0.0022)	0.007** (0.0036)
<i>Y</i>	-0.131* (0.0725)	-0.166*** (0.0621)	-0.166** (0.0630)
<i>CÂMBIO</i>	0.036** (0.0174)	0.022*** (0.0076)	0.022*** (0.0078)
<i>ÁSIA</i>	0.046* (0.0242)	0.044* (0.0255)	0.044* (0.0254)
<i>RÚSSIA</i>	0.011 (0.0179)	0.008 (0.0162)	0.008 (0.0163)
<i>AC</i>	0.274 (0.3515)	-	-
<i>RES</i>	0.034 (0.0322)	-	-
<i>R²</i>	0.46	0.46	0.46
<i>R² ajustado</i>	0.40	0.42	0.42
<i>Amostra</i>	71	72	72
<i>DW</i>	2.14	2.30	2.30

Conforme exposto anteriormente, os resultados obtidos até aqui confirmam uma relação significativa entre a liberalização da conta de capital e a política fiscal brasileira para o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2000. Entretanto, estes resultados não indicam se a política fiscal está sendo restringida ou se o seu financiamento está sendo facilitado. Em ambas as hipóteses a relação entre as variáveis deveria ser positiva.

Para complementar estas informações, realizou-se a segunda etapa deste estudo, que consiste em explorar a relação de causalidade, no sentido de Granger, entre o *ICC* e dois componentes da política fiscal: o superávit primário em relação ao PIB (*SP*) e os encargos sobre a dívida em relação ao PIB (*ED*). O efeito restritivo deve surgir sobre a variável *SP*, enquanto o efeito do financiamento do déficit deve surgir sobre a variável *ED*.

Para realizar a análise temporal é necessário realizar o teste de raiz unitária. O teste Phillip-Perron (PP) de raiz unitária (tabela 3) indicou que pode-se aceitar que as três séries

são estacionárias em nível. Todas as três séries tiveram a hipótese nula (séries não estacionárias) rejeitada ao nível de 1%.

Tabela 3: Teste de Raiz Unitária: ICC, SP e ED*

<i>Teste PP**</i>	<i>Estatística</i>	<i>Valor Crítico (1%)</i>	<i>Ordem de Integração</i>
<i>ICC</i>	-9.365744	-3.5745	I(0)
<i>SP</i>	-5.338250	-3.5745	I(0)
<i>ED</i>	-3.584035	-3.5745	I(0)

* Foi utilizado intercepto para todas as variáveis

** Foi utilizado Barlett Kernel igual a 3.

Os critérios de *AIC* e *SIC* (tabela 4) indicam que a especificação mais adequada refere-se ao modelo com uma defasagem por apresentar os menores valores. Foram estimados modelos com até quatro defasagens e a partir daí, reduzindo-se de forma gradativa o número de defasagens desde que aceitos pelos critérios de *AIC* e *SIC*.

Tabela 4: Critério de Akaike (AIC) e Schwartz (SIC) para determinação do VAR: ICC, SP e ED

<i>Defasagens</i>	<i>Com constante</i>	<i>AIC</i>	<i>SIC</i>
<i>4</i>		-6.144	-4.562
<i>3</i>		-6.674	-5.470
<i>2</i>		-7.236	-6.401
<i>1</i>		-7.733	-7.260
<i>Sem constante</i>			
<i>4</i>		-6.115	-4.656
<i>3</i>		-6.673	-5.589
<i>2</i>		-7.134	-6.419
<i>1</i>		-7.602	-7.247

O teste de Granger (tabela 5) mostra a relação de causalidade entre o *ICC* e as demais variáveis. De acordo com o teste de Granger pode-se afirmar que o *ICC* causa, no sentido de Granger, *ED* (ao nível de 7%) e não confirma-se nenhuma relação de causalidade, no sentido de Granger, entre *ICC* e *SP*. Assim, a hipótese de que a liberalização da conta de capital reduz os encargos financeiros do governo é confirmada.

Tabela 5: Teste de Granger para ICC, SP e ED

<i>Hipótese Nula</i>	<i>Amostra</i>	<i>Estatística F</i>	<i>Probabilidade</i>
<i>ICC não Granger causa SP</i>	47	0.59146	0.44596
<i>SP não Granger causa ICC</i>		0.21189	0.64755
<i>ED não Granger causa ICC</i>	47	0.22152	0.64021
<i>ICC não Granger causa ED</i>		3.33709	0.07452

A análise apresentada, nesta seção, mostra que a relação entre a política fiscal e a liberalização na conta de capital é estatisticamente significativa na direção das hipóteses apresentadas. Além disto, a análise temporal mostrou que a liberalização da conta de capital tem afetado os encargos sobre a dívida e não o superávit primário. Isto implica dizer que, para o caso brasileiro, a liberalização da conta de capital tem facilitado o financiamento do déficit público.

Do ponto de vista das teorias de política fiscal apresentadas anteriormente, deve-se ter em conta o efeito líquido que a estratégia de liberalização da conta de capital com flutuação cambial tem imposto sobre a política fiscal. Pode-se afirmar que se o efeito líquido é positivo tanto Keynes quanto velhos keynesianos estariam em acordo com esta estratégia macroeconômica. Entretanto, estes autores já expressaram sua posição oposta a esta estratégia²⁴. No caso de um efeito líquido negativo, pode-se afirmar que Friedman e Barro seriam favoráveis a esta estratégia.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise do comportamento da política fiscal tem mostrado que seu financiamento tem sido facilitado em um ambiente de liberalização da conta de capital. Entretanto, um resultado interessante é que o regime de flutuação cambial tem sido um fator responsável pela recente restrição imposta pelos mercados financeiros à política fiscal.

No caso brasileiro, em especial, o regime de flutuação cambial tem se caracterizado por dar à taxa de câmbio uma trajetória extremamente volátil com tendência ascendente (Sicsú, 2002). Assim, o regime de câmbio flutuante tem imposto uma restrição à política fiscal. Sempre que a incerteza em relação ao câmbio aumenta, os agentes financeiros

²⁴ Para uma defesa da instituição de controle de capitais ver Keynes (1980) e Eichengreen, Tobin e Wyplosz (1995).

reagem se dolarizando (o que é uma possibilidade resultante da liberalização da conta de capital). O Banco Central, para conter a fuga de capitais, responde com a elevação da taxa de juros elevando o estoque da dívida que é indexada, em sua grande parte, à taxa Selic. A autoridade fiscal responde com a elevação do superávit primário (Carvalho & Sicsú, 2003).

O que se coloca, então, é que dada a restrição imposta pelo regime de flutuação cambial, a necessidade de realizar políticas econômicas torna necessário a especificação de algum regime cambial que mantenha o câmbio estável ou que limite variações indesejáveis. Será que esse tipo de regime é possível em um ambiente de liberalização na conta de capital? Os eventos recentes da década de 1990 no México, Ásia, Brasil, Argentina e Turquia indicam que não.

Desta forma, a liberalização da conta de capital contribuiu também para a volatilidade cambial com tendência ascendente o que acabou por causar uma ação preventivo-conservadora da autoridade fiscal brasileira. Assim, ainda que facilitando o financiamento do déficit, a liberalização da conta de capital gerou uma externalidade que são os longos distanciamentos da taxa de câmbio em relação ao seu valor de equilíbrio com seus efeitos negativos sobre a inflação, expectativas e crescimento econômico o que acabou por restringir a atuação da política fiscal brasileira no período recente.

Uma última questão que deve ser observada, ainda, é a inconsistência do uso da política fiscal neste ambiente de liberalização da conta de capital. Sob este conjunto de hipóteses, que foram confirmadas, uma política fiscal ativa não seria empregada pois o governo capta recursos no mercado de capitais mas não os utiliza para fim nenhum (o que representa uma irracionalidade dos *policy makers*).

7. Referências Bibliográficas

- Barro, R. (1974). "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy*, vol. 82. November-December: 1095-1117.
- Barro, R. (1979). "On the Determination of the Public Debt." *Journal of Political Economy*, vol. 87. September-October: 940-971.
- Barro, R. & Gordon, D. (1983). "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy)." *Journal of Monetary Economics* vol. 12. July: 101-121.

- Bartolini, L. & Drazen, A. (1997). "Capital Account Liberalization as a Signal." *The American Economic Review*, vol. 87 n^o1. March.
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. (1999). "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience". New Jersey: Princeton University Press.
- Cardoso, E. & Goldfajn, I. (1997). "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls." *IMF working paper n^o 115*.
- Carvalho, F. C. de (1994). "Temas de Política Monetária Keynesiana." *Ensaio FEE*, vol. 15, n^o1.
- Carvalho, F. C. de & Sicsú, J. (2003). "Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais". *Revista de Economia Política*, (no prelo).
- De Paula, L. F., Oreiro, J. L., da Silva, G. J. C. (2003). "Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposta de Política." In: Sicsú, J., Oreiro, J. L. & de Paula, L. F. (org.). *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. Manole: Fundação Konrad Adenauer.
- Dornbush, R. (1998). "Capital Controls: An Idea Whose Time Is Past." In: P. Kenen (ed.), *Should the IMF pursue Capital Account Convertibility? Princeton Essays in International Finance*, n^o 207. Princeton University Press.
- Eichengreen, B., Tobin, J. & Wyplosz, C. (1995) "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance." *The Economic Journal*, vol. 105, n^o 428. January, p. 162-172.
- Edwards, S. (1995). "Public Sector Deficits and Macroeconomic Stability in Developing Economies." In: *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*. A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas. August 31-September 2.
- Fischer, S. (1998). "Capital-Account Liberalization and the role of the IMF." In: P. Kenen (ed.), *Should the IMF pursue Capital Account Convertibility? Princeton Essays in International Finance*, n^o 207. Princeton University Press.
- Friedman, M. (1953). "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability." *Essays in Positive Economics*. The University of Chicago Press. Chicago.
- _____. (1982). "Capitalismo e Liberdade." Coleção: *Os economistas*. Editora Abril S. A. Cultural. São Paulo.
- Furman, J. & Stiglitz, J. E. (1998). "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia." *Brookings Papers on Economic Activity* 2:1998.
- Giambiagi, F. & Além, A. P. (2001). *Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil*. Editora Campus: Rio de Janeiro, 2^a Edição.

- Gruben, W. e McLeod, D. (2002). "Capital Account Liberalization and Inflation." *Economics Letters*, vol. 77, n° 2, p. 221-225.
- _____. (2001). "Capital Account Liberalization and Disinflation in the 1990s." *Federal Reserve Bank of Dallas, Center for Latin American Economics*, Working Paper 0101.
- Heller, P. (1997). "Fiscal Policy Management in an Open Capital Regime." *IMF working paper* n° 20. January.
- Keynes, J. M. (1980). "The Origins of the Clearing Union." In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes: Activities 1940-1944: Shaping the Post-War World*. D. Moggridge (ed.), volume XXV. Londres: Cambridge University Press.
- Kim, W. (2003). "Does Capital Account Liberalization Discipline Budget Deficit?" *Review of International Economics*, vol. 11, n° 5. November (forthcoming).
- Klein, L. (1952). "La Revolución Keynesiana." Madrid: Revista de Derecho Privado.
- Kregel, J. (1983). "Budget Deficits, Stabilisation Policy and Liquidity Preference: Keynes's Post-War Policy Proposals." In: F. Vicarelli (ed.), *Keynes's Relevance Today*. The Macmillan Press: London.
- Kydland, F. & Prescott, E. (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistence of Optimal Plans." *Journal of Political Economy*, vol. 85. June: 473-492.
- Masson, P. & Mussa, M. (1995). "Long-Term Tendencies in Budget Deficits and Debt". *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*. A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas. August 31-September 2.
- Modigliani, F. (1961). "Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt." *Economic Journal*, n° 284, vol. 71. December.
- Rodrik, D. (1998). "Who needs Capital-Account Convertibility?" In: P. Kenen (ed.), *Should the IMF pursue Capital Account Convertibility? Princeton Essays in International Finance*, n° 207. Princeton University Press.
- Shigehara, K. (1995). "Commentary: Long-Term Tendencies in Budget Deficits and Debt". In: *Budget Deficits and Debt: Issues and Options*. A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas. August 31-September 2.
- Sicsú, J. (2002). "Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil." *Revista de Economia Política*, vol. 24, n° 3. Pág. 132-137.
- Soihet, E. (2002). Índice de Controle de Capitais: Uma Análise da Legislação e dos Determinantes do Fluxo de Capital no Brasil no Período 1990-2000. *Dissertação de Mestrado EPGE*.

Tobin, J. (1987). *“Policies for Prosperity: Essays in a keynesian mode”*. Peter M. Jackson (ed). Wheatsheaf Books: UK.

Tornell, A. e Velasco, A. (1995). “Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?” *NBER working paper series n° 5108*. May.