

Os mecanismos de transmissão da política fiscal

Fiscal policy transmission mechanisms

MANOEL CARLOS PIRES*
LUIZ FERNANDO DE PAULA**

RESUMO: O efeito da política fiscal sobre os ciclos econômicos tem sido fonte de maior controvérsia apesar da crescente literatura empírica e experiência internacional. Este artigo propõe um escopo analítico que permita analisar os canais de transmissão de política fiscal, atualizando as descobertas mais recentes após pandemia. Dessa forma, pretende-se contribuir para um entendimento mais detalhado de alguns dos principais mecanismos pelos quais a política fiscal afeta a economia.

PALAVRAS-CHAVE: Política fiscal; multiplicadores fiscais; taxas de juros; investimentos.

ABSTRACT: The effect of fiscal policy over business cycles has been a source of major controversy despite the growing empirical literature and international experience. This paper proposes an analytical framework that allows us to analyze the transmission channels of fiscal policy, updating the most recent findings after the pandemic. In this way, it aims to contribute to a more detailed understanding of some of the main mechanisms by which fiscal policy affects the economy.

KEYWORDS: Fiscal policy; fiscal multipliers; interest rates; investments.

JEL Classification: E32; E63; H62.

1. INTRODUÇÃO

A importância da atuação governamental durante a pandemia foi inegável. No mundo inteiro, o governo adotou ações para: (i) amenizar a queda de renda das famílias com transferências sociais, (ii) ampliar a capacidade dos sistemas hospitalares, (iii) repor recursos para Estados e Municípios administrarem as cidades e; (iv) evitar a falência das empresas com adiamento de impostos, subsídios ao crédito e complementos salariais para reduzir a jornada dos trabalhadores e sustentar as políticas de distanciamento social.

* Professor da Escola de Políticas Públicas e Governo da Fundação Getúlio Vargas – EPPG-FGV, Brasília/DF, Brasil. e da Universidade de Brasília – UnB, Brasília/DF, Brasil. Pesquisador Associado do FGV-IBRE, Brasília/DF, Brasil. E-mail: manoel.pires@fgv.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-1914-2004>.

** Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro/RJ, Brasil, e do IESP/UERJ, Rio de Janeiro/RJ, Brasil, pesquisador do CNPq e Cientista do Nosso Estado da FAPERJ. E-mail: luiz.fpaula@ie.ufrj.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-9770-516X>. Submetido: 19/Novembro/2022; Aprovado: 18/Dezembro/2023.

A recuperação econômica ocorreu de forma satisfatória, pois em vários países o nível de produção superou o PIB pré-pandemia e a taxa de desemprego também chegou a alcançar níveis abaixo do ocorrido em 2019¹. Assim, apesar do maior endividamento do setor público e privado e dos efeitos adversos da pandemia como a escassez de insumos, inflação mais elevada e a retração da oferta de trabalho no que ficou conhecido como Covid Longa, a combinação de políticas expansionistas com o fim do lockdown promoveu uma recuperação relevante.

A necessidade de adotar medidas fiscais expansionistas sem precedentes, ao mesmo tempo que é importante sinalizar com o controle do endividamento para evitar crises fiscais, requer um equilíbrio difícil para que a recuperação não seja abortada. A experiência prática demanda, portanto, uma avaliação dos efeitos da política fiscal expansionista em um debate que amadureceu muito desde os desdobramentos da crise de 2008.

O multiplicador fiscal é uma variável endógena que resume o impacto da política fiscal no PIB, já que de forma simplificada ele pode ser definido como a razão entre uma mudança no produto e uma mudança exógena do gasto público ou tributo. Seu valor reflete a estrutura da economia e como vários fatores interagem para produzir um determinado impacto. Assim, além da avaliação se o multiplicador fiscal é grande ou pequeno, é relevante entender quais fatores determinam seu tamanho e em quais situações a política fiscal se torna recomendável enquanto instrumento de gestão de demanda agregada. Para os objetivos deste trabalho interessa apenas destacar que o multiplicador fiscal funciona como um dos instrumentos analíticos – sobretudo em seus efeitos diretos – pelos quais a política fiscal afeta a economia².

Este artigo tem como objetivo apresentar de forma estilizada os principais mecanismos de transmissão da política fiscal para que seja possível analisar seus efeitos de forma ampla, tomando como ponto de partida a literatura existente. Neste sentido, a contribuição do artigo é apresentar alguns dos mecanismos de transmissão mais importantes da política fiscal. Para tanto, adotamos uma posição agnóstica: apresentamos diferentes perspectivas teóricas (algumas conflitantes), sem tomar

¹ A taxa de desemprego da OCDE em junho de 2022 foi de 4,9% contra 5,3% em junho de 2019. Quando se compara com países do G7, a taxa de desemprego está estimada em 4% em junho de 2022 contra 4,2% em junho de 2019. Fenômeno semelhante ocorre no Brasil: a taxa de desemprego em 2022 também se encontra abaixo da de 2019.

² Há uma ampla literatura analisando a natureza e os efeitos dos multiplicadores fiscais sobre o ciclo econômico, tomando como ponto de partida o trabalho seminal de Blanchard e Perotti (2002). Resende e Pires (2021) apresentam uma metodologia de implementação de um novo indicador, denominado impulso de multiplicador fiscal (IMF), com base na literatura de impulso fiscal estrutural, incorporando o efeito dos multiplicadores fiscais e o fato de que cada tipo de despesa possui um multiplicador específico. Entretanto, extrapola este artigo uma discussão mais detalhada sobre os multiplicadores fiscais. Para o caso brasileiro, os investimentos públicos e os gastos com política de transferência de renda apresentam multiplicadores mais elevados do que os demais componentes do gasto público. Essa literatura é utilizada na medida em que oferece suporte para as discussões sobre transmissão da política fiscal. Para uma ampla resenha, com ênfase na literatura empírica brasileira, ver Busatto e Martins (2022).

partido das mesmas. Desconhecemos trabalhos que procuraram organizar os diferentes mecanismos de transmissão de política fiscal, tal como já foi feito no caso da política monetária³.

Além desta introdução, o artigo está dividido em quatro seções. A seção 2 analisa o novo consenso de política macroeconômica pós-crise de 2008 e pós-crise da COVID-19 e as principais circunstâncias de atuação da política fiscal. A seção 3, por sua vez, apresenta os principais mecanismos de transmissão da política fiscal em um arcabouço simples de modo que seja possível entender seus vários efeitos. Já a seção 4 faz algumas considerações levando em conta o que é possível depreender da experiência da pandemia. Por fim, a seção 5 conclui o artigo.

2. UM NOVO CONSENSO NA POLÍTICA MACROECONÔMICA?

Um novo consenso na política macroeconômica nos países desenvolvidos surge com a percepção de que a política monetária em certas circunstâncias não consegue lidar sozinha com todos os tipos de choques. Em particular, quando choques são muito expressivos, a política monetária atinge seu limite mínimo (conhecido como ZLB – *zero lower bound*), situando-se próximo de zero, e perde eficácia no controle dos ciclos econômicos, colocando a necessidade de se adotar políticas monetárias não convencionais⁴.

Ademais, com taxas de juros próximas a zero pode surgir uma situação favorável para a política fiscal. Estudos empíricos mostram que os multiplicadores fiscais em geral são maiores quando a política monetária alcança o *zero lower bound* e/ou quando a economia se encontra em recessão (Eberly, 2014, p.180), ou seja, o efeito da política fiscal é altamente dependente da situação cíclica da economia. Ademais, taxas de juros baixas tornam o financiamento da dívida pública mais barato. Nessas situações, estímulos fiscais possuem impacto elevado sobre a economia porque a política monetária chancela a expansão fiscal elevando seu efeito multiplicador. Seu impacto sobre a dívida pública é pequeno ou possível de ser autofinanciado por meio do crescimento que a própria expansão fiscal gerou porque o custo da dívida pública se torna baixo (DeLong e Summers, 2012)⁵.

Blanchard (2022), por sua vez, acrescenta que as taxas de juros baixas diminuem não só os custos fiscais da dívida, mas também os custos sociais da dívida. Ao mesmo tempo, mostra como as taxas de juros baixas diminuem a margem de manobra da política monetária – e, assim, aumentam os benefícios da utilização da política

³ Ver, entre outros, Mishkin (1996).

⁴ Para uma análise da crise financeira americana e as políticas monetárias não convencionais, ver Saraiva et al. (2017). Para uma análise ampla da política macroeconômica (política monetária, política fiscal, política macroprudencial, regulação financeira e política cambial), ver Akerlof et al. (2014).

⁵ SDMRG (2020) aplica a metodologia de De Long e Summers para o caso brasileiro, simulando as condições pelas quais uma política fiscal expansionista no Brasil poderia ser autofinanciável.

de gastos públicos, incluindo os déficits e dívida pública, para a estabilização macroeconômica. Para o autor, a dívida pública é sustentável se a probabilidade de uma explosão da dívida for pequena. Em suma, as taxas de juros reduzidas contribuem para custos mais baixos e benefícios maiores da expansão da dívida pública.

Nessa visão, a política fiscal poderia ajudar na construção de um equilíbrio macroeconômico mais saudável ao contribuir para a recuperação e para retirar a economia do ZLB. Seguindo esse raciocínio, Williams (2019) reconhece que os custos de manter a economia presa na armadilha da liquidez são elevados e recomenda a adoção de estratégias monetárias para que essa situação seja evitada:

“The key lessons from this research hold today and in the future. First, take swift action when faced with adverse economic conditions. Second, keep interest rates lower for longer. And third, adapt monetary policy strategies to succeed in the context of low r-star and the ZLB.”

A pandemia apresentou uma nova situação favorável para a política fiscal. A política monetária tem um efeito horizontal sobre a economia. A pandemia, por sua vez, é um choque muito assimétrico entre setores essenciais – que não podem ser paralisados – e setores não essenciais que são afetados pelas políticas de *lockdown*. A política fiscal consegue atuar diretamente sobre os setores mais afetados e atenuar o transbordamento das políticas de *lockdown* sobre os setores essenciais⁶.

A crise da COVID-19 mostrou, portanto, a importância da política fiscal mesmo em países com taxas de juros mais elevadas ainda que de forma mais moderada. Nesse sentido, é importante observar que houve um amadurecimento importante na aplicação prática da política fiscal desde a crise de 2008 para a implementação durante a pandemia.

Romer e Romer (2019) verificaram, ao estudarem os episódios de expansão fiscal anteriores à pandemia, que o tamanho da dívida pública foi um determinante importante da expansão fiscal. Por outro lado, não se observa correlação entre expansão fiscal e a taxa de juros de mercado ou a classificação *rating* de dívida. Isso significa que os gestores de política econômica não aproveitaram as condições mais favoráveis de endividamento para delinear suas ações. Eles concluem que ideias antidívida possuíram um papel crucial na definição da política fiscal ao invés de adotarem uma análise de custo-benefício.

Ao revisitar o tema, Romer (2021) argumenta que a correlação entre pacotes fiscais e tamanho das dívidas públicas desapareceu durante a pandemia. A ação fiscal se tornou mais pragmática, os gestores de política econômica aproveitaram condições financeiras mais favoráveis e o viés antidívida não impediu as ações de política econômica. Isso ocorreu pelo amadurecimento em torno do novo consenso e da natureza da crise. Um reflexo desse amadurecimento pode ser constatado a partir da mudança de visão de vários economistas que se posicionaram contra a expansão fiscal em 2008, mas que apresentaram posição distinta durante a pandemia⁷.

⁶ Retomamos este ponto na seção 4.

⁷ Uma boa referência a refletir essa mudança de posição ocorreu com a economista Carmen Reinhart

3. DESCRIÇÃO DOS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA FISCAL

Os desdobramentos que se seguiram à discussão fiscal durante e pós-crise de 2008 permitiram um amadurecimento a respeito dos seus efeitos na economia, o que se refletiu nos desdobramentos práticos durante a pandemia. O que esse amadurecimento mostrou é que a questão relevante não é se o multiplicador fiscal é grande ou pequeno, mas em que condições a política fiscal é mais ou menos eficiente para contribuir na estabilização da economia. Entendemos que essa é uma discussão fundamental a respeito dos mecanismos de transmissão da política fiscal.

Os mecanismos de transmissão da política fiscal podem ser divididos entre efeitos diretos e indiretos. Os *efeitos diretos* estão relacionados ao impacto direto sobre a demanda agregada e no mercado de trabalho. Os *efeitos indiretos* estão relacionados ao impacto da política fiscal em variáveis financeiras que também produzem efeitos na demanda agregada.

Iniciando pelos *efeitos diretos*, a política fiscal possui impactos sobre o consumo do governo (o G, das contas nacionais), um item que compõe a demanda agregada de forma direta. Esse efeito é basicamente contábil. Em particular, a política fiscal pode ser utilizada aqui como um instrumento contracíclico, quando por conta de uma desaceleração econômica mais aguda, os gastos privados se retraem.

O segundo impacto se dá sobre o consumo das famílias na medida em que uma parte importante dos gastos do governo se constitui em transferências de renda (previdência, seguro-desemprego, programas assistenciais, pagamento de juros). Esses gastos públicos compõem a renda disponível das famílias que financia as decisões de consumo.

Se as famílias consumirem com base na teoria keynesiana, as transferências de renda aumentam a renda disponível e com isso o consumo. A história é muito semelhante à descrição dos livros-textos de macroeconomia e a magnitude desse efeito depende da propensão marginal a consumir, da propensão marginal a importar e da carga de impostos e seus efeitos sobre a renda disponível (Keynes, 2007).

Por outro lado, se as famílias consomem com base na renda permanente, as transferências de renda irão estimular o consumo apenas na medida em que afetarem a renda permanente. Mas, nesse caso, o efeito multiplicador é menor porque o impacto sobre o consumo é diluído no tempo.

O que determina a relevância dessa distinção no padrão de consumo é a capacidade que uma família possui de suavizar consumo no tempo, o que reflete a importância das restrições de crédito para as famílias. Famílias mais pobres têm

que cunhou o termo “This time truly is different” em que defendeu durante a pandemia da COVID-19 a adoção de uma política “whatever it takes”, ou seja, uma política fiscal e monetária de grande escala e “fora da caixa”. O título é uma referência a sua famosa pesquisa realizada com Kenneth Rogoff sobre crises financeiras (Reinhart e Rogoff, 2008), intitulada: “This time is different”. Para maiores detalhes ver: <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-crisis-has-no-economic-precedent-by-carmen-reinhart-2020-03?barrier=accesspaylog>.

maior restrição no acesso ao crédito e, portanto, consomem com base na renda disponível, enquanto famílias mais ricas suavizam consumo com mais facilidade, uma vez que têm maior acesso ao crédito bancário e podem ainda se utilizar de sua riqueza financeira.

A função consumo representativa da economia será, portanto, uma média ponderada da importância dos dois perfis de família em uma economia. Nesse caso, a importância do estímulo fiscal no consumo será proporcional à relevância dos gastos das famílias cujo consumo é mais dependente da renda disponível. A importância do tema é bem demonstrada nas simulações apresentadas por Galí, Lopes-Salido e Vallez (2007), que chegam em multiplicadores próximos a dois quando consideram os efeitos da restrição de crédito. A diferenciação no perfil das famílias introduz um elemento distributivo importante na análise do efeito da política fiscal.

O terceiro canal de transmissão se dá sobre os investimentos e se desdobra em dois efeitos. O primeiro efeito se refere ao fato de que os investimentos públicos compõem o cálculo do investimento e, portanto, há mais um efeito contábil.

O segundo efeito está na relação entre investimento público e privado. Existem inúmeros exemplos em que o investimento público pode potencializar o investimento privado, como no caso das externalidades positivas: (i) mais infraestrutura pública reduz o custo de produção do setor privado e pode ter complementariedade com o investimento privado⁸; e (ii) o aumento dos investimentos públicos representa um aumento da demanda por investimento privado, conhecido como efeito acelerador, gerando um efeito “*crowding in*” (ver Aschauer (1989) e Samuelson (1937), respectivamente). Por outro lado, também é possível verificar a possibilidade de *crowding out* que pode ocorrer quando o investimento público concorre com o investimento privado, uma vez que quando o governo aumenta os gastos públicos para expandir a economia, este efeito pode ser anulado devido ao aumento das taxas de juros em função da necessidade do governo se financiar no mercado e consequente diminuição dos investimentos privados, anulando total ou parcialmente o efeito de uma política fiscal expansionista. O “efeito *crowding-out*” foi inicialmente desenvolvido por Friedman (ver, entre outros, Friedman, 1972). Portanto, o efeito final do investimento público sobre a economia depende do resultado desses vários elementos.

O segundo tipo de efeito direto está mais relacionado aos desdobramentos do estímulo fiscal no mercado de trabalho. Em um modelo keynesiano, o estímulo fiscal aumenta a demanda por trabalho, o que produz um efeito positivo sobre os salários e gera um estímulo positivo para a economia via aceleração do consumo. Em modelos desse tipo Fair (1984), encontra multiplicadores da ordem de 1,8.

No modelo neoclássico o efeito é distinto, pois o aumento da demanda pública reduz o consumo privado. Em um modelo competitivo, o aumento do emprego

⁸ Segundo IMF (2014, cap. 3), o aumento do investimento público em infraestrutura pode incrementar a produção tanto no curto quanto no longo prazo, especialmente durante períodos de desaceleração econômica, quando há escassez de infraestrutura e quando a eficiência do investimento é alta.

resulta na queda da produtividade marginal do trabalho e, portanto, em queda dos salários. Assim, em modelos neoclássicos o consumo tende a cair reduzindo parcialmente o efeito final da expansão fiscal, conforme demonstra Hall (2009)⁹.

A ambiguidade na relação entre política fiscal e consumo é muito importante para determinar o tamanho do multiplicador. Em uma economia fechada e sem capital, o multiplicador fiscal depende fundamentalmente da resposta do consumo privado, pois a derivada parcial do gasto do governo em relação ao PIB pode ser escrita como:

$$\frac{\partial Y}{\partial G} = \frac{\partial C}{\partial G} + \frac{\partial G}{\partial G} = \frac{\partial C}{\partial G} + 1$$

O sinal da resposta do consumo privado ao estímulo fiscal tem peso importante para definir se o multiplicador é superior ou inferior à unidade nesse formato mais simplificado. Perroti (2013) encontrou evidências de relação positiva entre estímulos fiscais e o consumo privado, concluindo favoravelmente aos efeitos keynesianos. Ramey (2011), por sua vez, encontrou evidências negativas concluindo em favor de modelos neoclássicos.

Ilzetzky, Mendoza e Vegh (2013) e Huidrom, Kose e Lim (2016) conciliam a controvérsia mostrando que os efeitos dependem da resposta da política monetária. Em períodos em que há expansão monetária concomitante à expansão fiscal, a resposta do consumo privado é positiva, ao passo que é possível encontrar resposta negativa do consumo privado em períodos de aperto de política monetária. Isso nos leva à discussão dos efeitos indiretos relacionados ao comportamento das variáveis financeiras.

Os *efeitos indiretos* da política fiscal se dão sobre o preço dos ativos: ações, taxas de juros dos mais variados prazos e taxa de câmbio. Nesse sentido, um canal de transmissão importante é o da taxa de juros e está relacionado ao eventual impacto inflacionário da expansão fiscal. Uma expansão fiscal em condições de elevada ociosidade dos fatores de produção tem baixa probabilidade de resultar em inflação e em aumento da taxa de juros. De forma alternativa, uma expansão fiscal que resulta em resposta a uma política monetária contracionista teria um impacto contraproducente e atuaria no sentido de reduzir o tamanho do multiplicador conforme mostram DeLong e Summers (2012). Por essa via, estabelece-se a ligação entre multiplicador fiscal, política monetária e o grau de ociosidade da economia.

Krugman e Eggertsson (2012), por exemplo, mostram que o multiplicador fiscal pode ser bastante significativo e superior a dois em um contexto de limite inferior para a taxa de juros. Nesse modelo, os agentes se dividem entre credores e devedores. Em uma crise de endividamento, a taxa de juros é reduzida, mas os agentes

⁹ Hall (2009) apresenta um modelo teórico explicando como diferentes respostas do consumo em modelos ricardianos e não ricardianos produz multiplicadores distintos elucidando essa questão. A relação inversa entre o estímulo fiscal e o consumo privado explica os baixos multiplicadores encontrados por Baxter e King (1993) e Cogan et al. (2010).

poupadores não são estimulados a ampliar seus gastos, pois já têm seus planos de consumo plenamente atendidos. Por outro lado, os agentes devedores estão cortando seus gastos para se desalavancar. Dessa forma, a política monetária se torna pouco efetiva e a política fiscal ganha importância.

Blanchard (1981) desenvolve um modelo IS-LM que incorpora o mercado de ações. Nesse caso, se a expansão fiscal aumenta a perspectiva de lucro das empresas, o mercado acionário se valorizará estimulando as empresas a investir mais. Quando uma expansão fiscal possui como efeito preponderante um aumento da taxa de juros, a contração econômica resulta em uma redução do lucro da empresa que desvaloriza o valor das suas ações reduzindo o incentivo para novos investimentos. O resultado final dependerá de qual efeito prevalece¹⁰.

O efeito sobre as taxas de câmbio se dá dentro de um contexto do modelo Mundell-Fleming. Em uma economia aberta, uma expansão fiscal eleva a demanda agregada que resulta em uma pressão inflacionária. Em resposta à pressão inflacionária, o Banco Central eleva a taxa de juros que aprecia a taxa de câmbio e gera um vazamento de demanda agregada, o que faz com que em economias abertas o multiplicador de renda seja um pouco menor do que o de uma economia fechada (Mundell, 1968).

O último canal de transmissão indireto é o canal da dívida pública que se dobra em três efeitos. O primeiro efeito é devido à Tobin (1963) e realçado por Agell, Persson e Friedman (1992). A gestão da dívida pública altera o portfólio de riqueza do setor privado na medida em que afeta a composição e a liquidez dos detentores da dívida pública, parcela importante da riqueza privada. Quando a gestão da dívida oferece instrumentos financeiros mais líquidos, os agentes podem transformar riqueza em poder de compra com maior facilidade.

O problema desse efeito é que o principal papel na gestão da dívida pública é minimizar os custos e riscos para o governo. Isso, na prática, significa minimizar o retorno do setor privado. Dessa forma, uma gestão ponderada da dívida teria como papel exatamente desestimular a demanda agregada em qualquer circunstância. É difícil, portanto, avaliar a extensão e o interesse na utilização desse tipo de instrumento para tais fins e, por essa razão, esse mecanismo perdeu um pouco de importância com o tempo.

O segundo canal de transmissão associado à dívida diz respeito ao efeito riqueza. O efeito riqueza é um mecanismo em que a expansão da dívida, resultante do estímulo fiscal, eleva a despesa do governo com juros e foi contemplado por Blinder e Solow (1973) em um debate com Friedman. O impacto positivo dos juros sobre a riqueza financeira (na forma de remuneração pela posse de títulos públicos) deixa os agentes mais ricos, o que levaria ao aumento do consumo. Assim, a forma de

¹⁰ Mumtaz e Theodoridis (2020) mostram que para a economia norte-americana a resposta do mercado de ações a choques fiscais era positiva no período 1959-1979. Após 1980, a resposta aos choques fiscais se tornou negativa. O mecanismo básico a explicar essa mudança de comportamento está na resposta da taxa de juros à política fiscal.

financiamento da dívida faria diferença em relação ao efeito final da expansão fiscal, já que o financiamento por meio da elevação de impostos não produziria tal efeito adicional sobre a renda disponível dos agentes.

Barro (1974) argumenta que o efeito riqueza é inexistente, pois os agentes deveriam elevar suas poupanças na medida em que se sentem mais ricos, pois agentes racionais esperariam que os impostos fossem aumentados no futuro em decorrência da necessidade que o governo teria para pagar a dívida acumulada. Assim, a forma de financiamento da dívida não produziria diferença na transmissão da política fiscal.

Esse efeito, conhecido como equivalência ricardiana, costuma causar muita incompreensão. O argumento é que o efeito riqueza não existe pois seria anulado pela reação de agentes racionais. A equivalência ricardiana, entretanto, não é sinônimo de ineficácia de política fiscal, pois todos os demais canais de transmissão funcionam normalmente.

Em relação ao argumento da equivalência ricardiana, Tobin (1982) lista várias razões para argumentar que as condições de aplicabilidade do teorema da equivalência ricardiana são muito específicas. Uma hipótese é a de que não há crescimento populacional: em modelos com crescimento populacional, os agentes que sofrem a elevação do imposto não são os mesmos que se tornaram mais ricos. No mundo real, restrições de crédito impedem agentes de suavizar consumo, o que os torna dependentes da renda disponível. Além disso, se existe neutralidade na forma de financiamento do déficit, não haveria, portanto, problema em monetizar o déficit. Dessa forma, modelos não ricardianos tendem a ser mais realistas e apresentar multiplicadores mais elevados.

Sutherland (1997) argumenta que em níveis moderados de dívida pública a política fiscal terá resultados keynesianos. Nessa visão, a geração atual de consumidores desconsidera eventuais aumentos futuros de impostos, pois entende que não estará viva quando os impostos forem aumentados. Em níveis elevados de endividamento, a geração presente atribui uma elevada probabilidade ao aumento futuro de impostos e eleva sua poupança. Dessa forma, a expansão fiscal teria efeitos contracionistas em casos de dívida elevada. Em outras palavras, a economia se aproximaria da equivalência ricardiana em níveis elevados de dívida.

O último canal de transmissão da política fiscal está associado ao efeito do risco em um contexto de dívida pública elevada. Blanchard (2004) mostra, com evidências para o Brasil, como problemas de coordenação de política econômica podem surgir em um contexto de dívida pública elevada na qual o Banco Central evita elevar a taxa de juros para não aumentar a dívida pública e, com isso, perde o controle da inflação, pode causar fuga de capitais e depreciação da taxa de câmbio. Esse efeito é conhecido como dominância fiscal.

Um segundo efeito relacionado ao tema foi exposto por Corsetti, Kuester, Meier e Mueller (2010) e Blanchard e Zettlemeyer (2018) em que uma expansão fiscal em um contexto de dívida pública elevada pode elevar a percepção de risco dos agentes e culminar com uma crise fiscal, situação em que o governo possui dificuldade de rolar a dívida pública ou o faz com taxas de juros muito elevadas. Assim,

deveríamos esperar que o multiplicador fiscal também seja função do nível de endividamento. Huidrom, Kose e Lim (2016) apresentam evidências que confirmam que o tamanho da dívida pública atenua o multiplicador fiscal.

A Figura 1 abaixo descreve os mecanismos de transmissão da política fiscal descritos nesta seção.

4. ALGUMAS CONSIDERAÇÕES A PARTIR DA EXPERIÊNCIA DA PANDEMIA

A experiência da política fiscal durante a pandemia agrega um novo elemento para análise dos seus mecanismos de transmissão, pois a principal novidade em relação aos pacotes fiscais presentes em crises anteriores foi a necessidade de oferta de crédito subsidiado para as empresas em função da necessidade de se evitar um *credit crunch*, em decorrência da abrupta queda nas receitas das empresas, criando um canal de transmissão do crédito. Este efeito tende a ser maior para pequenas e médias empresas que têm um *funding* de recursos menos diversificado e são mais dependentes do crédito bancário.

Durante as políticas de *lockdown*, muitos setores fecharam o que significou um forte choque negativo no fluxo de caixa das empresas. Como resultado, a demanda por crédito aumentou ao mesmo tempo em que a oferta de crédito desacelerou porque os bancos evitaram correr riscos mais elevados dado o cenário bastante incerto.

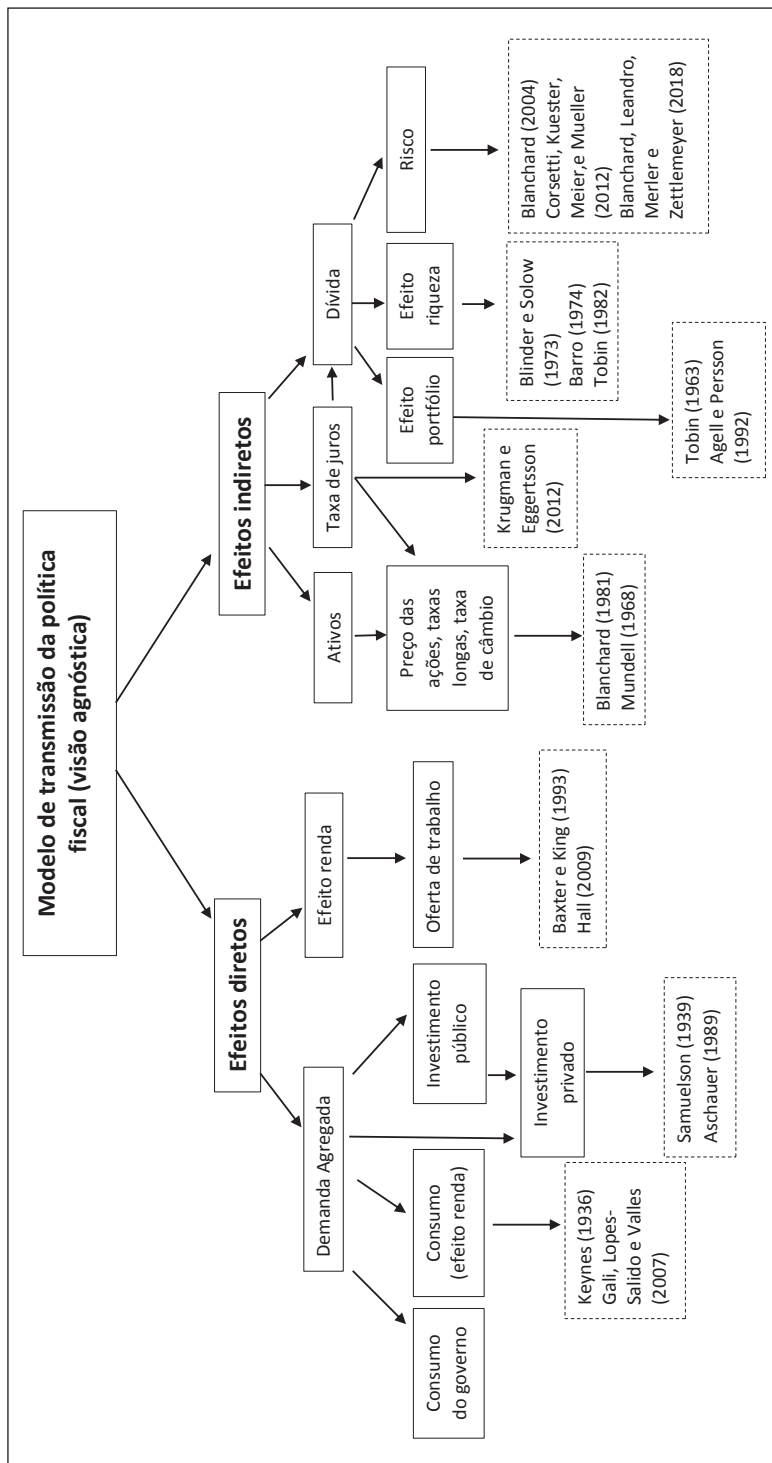
Assim, diferentemente da crise de 2008 em que o *credit crunch* era um problema do sistema financeiro e que foi resolvido pela política monetária e por políticas de ampliação de liquidez e socorro ao sistema financeiro, a pandemia trouxe um *credit crunch* pelo aumento do risco do setor privado não financeiro. Em função do forte receio de falência das empresas, havia expectativa de que os custos associados a esse processo fossem muito mais elevados do que em crises normais, o que causou uma reação imediata por parte das autoridades do governo¹¹.

Como esse problema não poderia ser resolvido apenas com redução das taxas de juros, e as demais políticas de ampliação de liquidez e socorro, tendo em vista que o risco continuaria elevado, a solução foi oferecer garantias de crédito bem como de outras medidas que aliviaram o fluxo de caixa das empresas, como adiamento de impostos e subsídios para reduzir os custos da jornada de trabalho.

Do ponto de vista teórico, a política pública deveria ser focada nas empresas com crise de liquidez dado que o problema de insolvência em si, quando ocorre, não tem como ser resolvido. O foco, portanto, esteve concentrado nas empresas

¹¹ Para um panorama internacional das medidas econômicas adotadas para reduzir os efeitos econômicos da pandemia de Sars-COV-2 nos EUA, Reino Unido e Espanha, ver Amitrano, Magalhães e Silva (2020). Para uma análise ampla das medidas contracíclicas adotadas no Brasil em 2020, ver Paula (2021).

Figura 1: Mecanismos de transmissão da política fiscal



Fonte: Elaboração própria dos autores.

que seriam viáveis, mas que por conta da crise poderiam se tornar insolventes caso nenhum apoio financeiro fosse implementado¹².

De maneira geral, existem alguns pontos a serem considerados no contexto da crise pandêmica da COVID-19.

Na medida em que as empresas fossem preservadas, o processo de normalização resultaria na reabertura das atividades e a elevação da demanda por trabalho reduziria o desemprego para níveis mais próximos em relação ao observado no pré-crise. Caso houvesse destruição de empresas, teríamos uma recuperação da demanda por trabalho mais lenta até que novas empresas surgissem.

Se as empresas entrassem em falência em grande escala muitos investimentos seriam perdidos. O capital humano, representado pela parcela de trabalhadores mais estratégicos e que são necessários para as empresas produzirem de forma mais eficiente se perde, assim como todo o capital organizacional na medida em que o desenvolvimento de produtos, marcas e estratégias de marketing não vão gerar retorno. Em suma, existem perdas patrimoniais relevantes que podem desestimular investimentos no futuro ou reduzir o estoque de capital comprometendo o crescimento potencial da economia.

Com uma perda grande de empresas, teria sido possível que outras empresas menos afetadas diretamente pela crise fossem afetadas indiretamente na medida em que sofrem perdas em decorrência do não cumprimento de contratos ou da queda adicional de demanda. Pelo lado financeiro, a inadimplência pode se elevar, o que pode levar os bancos a reduzirem a oferta de crédito. Do lado real, a queda de rentabilidade das firmas gera um ajuste dos negócios levando em conta uma realidade mais adversa do que seria necessário com redução de investimentos e da contração na demanda por trabalho.

O custo de realocação de capital pode ser maior que em crises tradicionais com piora na distribuição da riqueza e maior concentração de poder de mercado em algumas atividades. Algumas empresas quebram e pode ocorrer um processo de substituição de firmas menos eficientes por firmas mais eficientes. Quanto melhor esse processo ocorrer, menor o custo econômico das crises. Mas quando as crises são muito profundas essa realocação é mais problemática, pois a escala desse processo é muito maior. É difícil haver uma entrada de novas empresas na escala necessária para manter o nível de produção quando uma parte relevante dos agentes econômicos se encontra muito mais endividada.

Em determinadas atividades e setores, apenas as grandes empresas que possuem mais liquidez e ativos conseguem aproveitar as novas oportunidades. Empresas em dificuldades financeiras vendem seu patrimônio em condições muito adversas em

¹² De acordo com a abordagem do fluxo de caixa de Minsky (1986), as firmas tenderiam a reduzir a sua margem de segurança (diferença entre fluxos futuros de lucros esperados de uma unidade econômica e os compromissos financeiros contratados em cada período de tempo) no *boom* cíclico, o que as tornariam vulneráveis a choques, com um choque de juros sobre suas dívidas, o que pode torná-las insolventes. No caso da crise pandêmica, a crise de insolvência se origina a partir da queda abrupta nos fluxos de receitas das empresas.

um fenômeno conhecido como “*fire sales*”, que denota uma queima de estoque de ativos que empobrece investidores. O resultado final pode ser maior concentração de riqueza e maior poder de mercado tornando a economia menos eficiente no longo prazo.

Os mecanismos tradicionais para gerenciar empresas em dificuldades financeiras como a lei de falências possuem uma dinâmica própria e mais lenta. Em geral, elas possuem efetividade diferenciada conforme o porte da empresa, o perfil dos credores e a estrutura de dívida que está sendo renegociada. Além disso, os sistemas judiciais estão prontos para atender uma determinada demanda. Nesse sentido, também seria necessário ajustar a demanda por esse instrumento da mesma forma como foi feito nos sistemas de saúde¹³.

Em função dessas justificativas, ocorreu uma grande ampliação dos subsídios de crédito para empresas na forma de garantias públicas. Nos EUA, os programas para pequenas e médias empresas (PMEs) previam perdão de dívida (ou *grant*) se comprovada manutenção de empregos e juros prefixado com 100% de risco do Tesouro sem exigência de garantias.

No Canadá alguns programas cobriam 100% do risco da operação e havia perdão de 25% da dívida e taxa de juros zero. No Reino Unido, os programas tinham limites de juros apenas quando o Tesouro assumia 100% do risco e, nos demais casos, as condições financeiras foram flutuantes e sem contrapartidas.

Na Alemanha, o KFW dispensou análise de risco de crédito, simplificou os procedimentos com os bancos comerciais e exigiu demonstração de rentabilidade para não “salvar empresas ineficientes” e garantias variaram entre 85% e 100%. Nesse caso, as taxas de juros eram fixas¹⁴.

Os principais estudos de avaliação foram feitos no âmbito do PPP, *Paycheck Protection Program*, que foi implementado nos EUA e que vinculou o crédito para pequenas empresas com exigência de manutenção de emprego. Segundo Autor et al. (2022), o PPP preservou entre dois e três milhões de empregos ao custo de US\$ 170 mil a US\$ 275 mil por emprego (de acordo com os autores um custo bastante elevado).

Agarwal et al. (2022) estudaram o impacto do PPP sobre a inadimplência e concluíram que o programa reduziu as inadimplências relacionadas às hipotecas em US\$ 28,9 bilhões, que equivale à metade da inadimplência ocorrida durante a crise de 2008. Granja et al. (2021) encontraram efeitos de curto prazo e médio prazo sobre o emprego que consideraram pequenos em relação ao tamanho do programa. O efeito sobre o mercado de crédito foi relevante, mas não foi expressivo sobre os empregos.

As evidências apresentadas não são relacionadas ao PIB, mas em emprego e inadimplência, por exemplo, o que torna a tradução desses efeitos em termos de multiplicador não trivial. Mas é importante ressaltar que o objetivo de estabilizar

¹³ Sobre a discussão de *debt overhang* durante a pandemia ver, OECD (2020).

¹⁴ Para maiores detalhes sobre a política de crédito durante a pandemia, ver Pires (2020).

o nível de atividade econômica, nesse caso, ocorre de forma indireta passando primeiro por normalizar e atender a demanda crescente por crédito no período.

Assim, a experiência da pandemia introduziu uma dimensão fiscal no canal de transmissão do crédito que precisa ser conhecida e aprofundada. As evidências preliminares sugerem que existem ganhos de eficiência a serem explorados com esses programas, mas que a política fiscal possui um efeito potencialmente relevante.

Existem outros efeitos relacionados à pandemia que estabelecem canais de transmissão relevantes tais como o aumento da incerteza, o efeito das políticas de *lockdown* e a ruptura das cadeias de oferta. Auerbach e Gorodnichenko (2021) concluem que os estímulos fiscais produziram efeitos relevantes nas regiões em que o *lockdown* foi menos intenso.

Kindam, Lengyel e Chahande (2022) encontraram evidências de que o efeito dos estímulos fiscais durante pandemias é maior do que em períodos normais. Ao analisar os mecanismos de transmissão responsáveis por tais diferenças, os autores concluem que o acúmulo de poupança precaucional e as políticas de *lockdown* respondem pela magnitude das diferenças e por alongar no tempo o efeito das políticas fiscais. A incerteza também possui impacto relevante positivo sobre a economia, mas o efeito é apenas de curto prazo. Os autores não incluíram a pandemia da COVID-19 e se restringiram a episódios anteriores.

Clemens, Hoxie e Veuger (2022) encontraram evidências de baixos efeitos multiplicadores durante a pandemia, mas os autores esperam que os efeitos aumentem na medida em que as poupanças sejam desmobilizadas, tal como evidenciado por Kindam, Lengyel e Chahande (2022). Dessa forma, tais diferenças dependem de efeitos de longo prazo ainda difíceis de serem captados, nesse momento, porque a elevada incerteza transformou uma parte importante dos estímulos fiscais em poupança precaucional, o que será desmobilizado com o tempo. Esses temas, portanto, ainda requerem mais esforço para serem melhor elucidados.

5. CONCLUSÃO

Este artigo objetivou propor um escopo analítico que permita analisar os canais de transmissão de política fiscal, consolidando a literatura e atualizando as descobertas mais recentes após pandemia, destacando as principais evidências empíricas e os temas ainda em aberto. Dessa forma, pretende-se contribuir para um entendimento mais detalhado de alguns dos principais mecanismos pelo qual a política fiscal afeta a economia. Em particular, buscou-se apresentar de forma estilizada os principais mecanismos de transmissão da política fiscal para que seja possível analisar seus efeitos, tomando como ponto de partida a literatura teórica e empírica existente, e que evoluiu de forma considerável depois da crise de 2008.

A experiência com a pandemia permitiu uma reflexão mais ampla da importância da política fiscal que se justifica em situações de choques muito assimétricos, ampliando seu campo de atuação macroeconômica. Destacou-se o papel da políti-

ca fiscal pelo canal crédito, mas também com relação a um ambiente de maior incerteza econômica, restrições de mobilidade e poupança precaucional em que seus efeitos de curto prazo podem ser menores, mas os de longo prazo mais substanciais.

Trata-se, portanto, de uma primeira tentativa de sistematização dos mecanismos de transmissão da política fiscal. Um assunto também promissor, que ainda carece de uma sistematização mais acurada, são os efeitos redistributivos da política fiscal. Enfim, apesar dos avanços recentes, há uma longa estrada a ser explorada.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agarwal, S.; Ambrose, B.; Lopez, L.; Xiao, X. (2022). “Did the paycheck protection program help small business? Evidence from commercial mortgage-backed securities”. Disponível em SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3674960.
- Agell, J.; Persson, M.; Friedman, B. (1992). “Does Debt Management Matter?” *FIEF Studies in Labour Markets and Economic Policy*. Oxford: Oxford University Press.
- Akerlof, G.; Blanchard, O.; Romer, D.; Stiglitz, J. (2014). *What have we learned? Macroeconomic Policy after the Crise*. Cambridge (Mass.): The MIT Press.
- Amitrano, C.; Magalhães, L.C.; Silva, M. (2020). “Medidas de enfrentamento dos efeitos econômicos da pandemia COVID-19: panorama internacional e análise dos casos dos Estados Unidos, do Reino Unido e da Espanha”. *Texto para Discussão IPEA* no. 2559, maio.
- Aschauer, D. (1989). “Is public expenditure productive?” *Journal of Monetary Economics*, 23(2): 177-200.
- Auerbach, A.; Gorodnichenko, Y.; Murphy, D. (2021). “Fiscal multipliers in the COVID19 recession.” *NBER working paper* no. 29.531, dezembro.
- Autor, D.; Cho, D.; Crane, L.; Goldar, M.; Lutz, B.; Montes, J.; Peterman, W.; Ratner, D.; Vallenas, D.; Yildirmaz, A. (2022). “The \$ 800 billion paycheck protection program: where did the money go and why did it go there?” *NBER Working Paper* no. 29.699, janeiro.
- Baxter, M.; King, G. (1993). “Fiscal policy in general equilibrium”. *American Economic Review*, 83: 315-334.
- Barro (1974). “Are government bonds net wealth?” *Journal of Political Economy*, 82(6): 1.095-1.117.
- Blanchard, O. (1981). “Output, the stock market and interest rates”. *American Economic Review*, 71(1): 132-43.
- Blanchard, O. (2004). “Fiscal dominance and inflation target: lessons from Brazil”. *NBER Working Paper* no. 10.389, março.
- Blanchard, O. (2022). *Fiscal policy under low interest rates*. Cambridge (Mass.): The MIT Press.
- Blanchard, O.; Leandro, A.; Merler, S.; Zettlemeyer, J. (2018). “Impact of Italy’s draft budget on growth and fiscal solvency”. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief.
- Blanchard, O.; Perotti, R. (2002). “An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output.” *Quarterly Journal of Economics*, 117(4): 1329-1368.
- Blinder, A.; Solow, R. (1973). “Does fiscal policy matter?” *Journal of Public Economics*, 2(4): 319-337.
- Busatto, M.I.; Martins, N. (2022). “Multiplicadores fiscais no Brasil: entre consensos e dissensos”. *Texto para Discussão IE/UFRJ* n. 012/2022, maio.
- Clemens, J.; Hoxie, P.; Veuger, S. (2022). “Was the pandemic relief effective fiscal stimulus? Evidence from Aid to State and Local Governments”. *NBER Working Paper* no 30.168, junho.
- Cogan, J.; Cwik, T.; Taylor, J.; e Wieland, V. (2010). “New Keynesian versus old Keynesian spending multipliers”. *Journal of Economic Dynamic and Control*, 34(3): 281-295.
- Corseti, G.; Kuester, K.; Meier, A.; Mueller, G. (2012). “Sovereign risk, fiscal policy and macroeconomic stability”. *IMF Working Paper* no 33, janeiro.

- DeLong, B.; Summers, L. (2012). "Fiscal policy in a depressed economy". *Brooking Papers on Economic Activity*, 233-297.
- Eberly, J. (2014). "Defining the reemerging role of fiscal policy" In: Akerlof, G; Blanchard, O; Romer, D; Stiglitz, J. (ed.) *What We Have Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*. Cambridge (Mass.): The MIT Press.
- Fair, R. (1984). *Specification, Estimation and Analysis of Macroeconomic Models*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.
- Friedman, M. (1972). "Comments on the critics". *Journal of Political Economy*, 80(5): 906-50.
- Gali, J.; López-Salido, D.; Vallés, J. (2007). "Understanding the effects of government spending on consumption". *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 227-270.
- Granja, J.; Makiridis, C.; Yanellis, C.; Zwick, E. (2021). "Did the paycheck protection program hit the target?" *NBER Working Paper*, no 27.095, setembro.
- Hall, R. (2009). "By how much does gdp rise if the government buys more output?" *Brooking Papers on Economic Activity*, pp. 183-231.
- Huidrom, R.; Kose, M.; Lim, J. (2016). "Do fiscal multipliers depend on fiscal positions?" *CAMA Working Papers* no 35. Crawford School of Public Policy, Australia National University, 2016.
- Ilzetzky, E.; Mendoza, E.; Vegh, C. (2011). "How big (small) are fiscal multipliers". *IMF Working Paper* no 52, setembro.
- IMF – International Monetary Fund (2014). *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties*. Washington: IMF, October.
- Keynes, J. M. (2007). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Houndmills: Palgrave Macmillan.
- Kinda, T.; Lengyel, A.; Chahande, K. (2022). "Fiscal multipliers during pandemics". *IMF Working Paper* no 149, julho.
- Krugman, P.; Eggertsson, G. (2012). "Debt, deleveraging and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, no 3, 1.469-1.513.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- Mishkin, F. (1996). "The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy". *NBER Working Paper* no. 5464, fevereiro.
- Mundell, R. (1968). *International Economics*. Londres: Macmillan.
- Mumtaz, H.; Theodoridis, K. (2020). "Fiscal policy shocks and stock prices in the United States", *European Economic Review*, 129: 1-25, <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2020.103562>.
- OECD (2020). "Insolvency and debt overhang following the COVID-19 outbreak: Assessment of risks and policy responses". *OECD Policy Responses to Coronavirus*, November 27.
- Paula, L.F. (2021). "The coronavirus crisis and counter-cyclical policies in Brazil". *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 18: 177-197.
- Perroti, R. (2013). "The austerity myth: growth without pain". In: Alesina, A.; Giavazzi, F. (Orgs.). *Fiscal Policy after the Great Recession*. Chicago: Chicago Press.
- Pires, M. (2020). "Lições para a política creditícia durante a pandemia". *Blog do IBRE, FGV*.
- Ramey, V. (2011). "Identifying government spending shocks: It's all in the timing". *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 1-50.
- Reinhart, C.M.; Rogoff, K.S. (2008). "This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises". *NBER Working Paper* 13882, março.
- Resende, C.; Pires, M. (2021). "O impulso de multiplicador fiscal: implementação e evidência para o Brasil". *Estudos Econômicos*, 51(2): 213-243.
- Romer, C. (2021). "The fiscal policy response to the pandemic". *Brooking Papers on Economic Activity*. Conference Draft.
- Romer, C.; Romer, D. (2019). "Fiscal space and the aftermath of financial crises: How it matters and why". *Brooking Papers on Economic Activity*, 239-313.
- Samuelson, P. (1939). "A synthesis of the principle of acceleration and multiplier". *Journal of Political Economy*, 47(6): 75-78.

- Saraiva, P.; Paula, L.F.; Modenesi, A. (2017). “Crise financeira americana e as políticas monetárias não-convencionais”. *Economia e Sociedade*, 26(1): 1-44.
- SDMRG – Structuralist Development Macroeconomics Research Group (2020). “Pode uma expansão fiscal pagar-se a si mesma?” Disponível em: https://macroeconomia-strapis3.sa-east-1.amazonaws.com/Zero_Lower_Bound_2_c664278d0f.pdf.
- Sutherland, A. (1997). “Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy?” *Journal of Public Economics*, 65(2): 147-162.
- Tobin, J. (1963). *An Essay on the principles of debt management*. New Haven: Yale University.
- Tobin, J. (1982). *Asset accumulation and economic activity: Reflection on Contemporary Macroeconomic Theory*. Chicago: University of Chicago Press.
- Williams, J. (2019). “Living life near the ZLB”. Speech at Annual Meeting of the Central Bank Research Association (CEBRA). Disponível em: <https://www.bis.org/review/r190719a.htm>.

