



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA

FACULDADE DE ECONOMIA

CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

MARCUS VINÍCIUS SOUZA PIMENTEL DOS SANTOS

**SOBRE MULTIPLICADORES FISCAIS: O QUE A LITERATURA TEM A NOS
DIZER?**

SALVADOR

2024

MARCUS VINÍCIUS SOUZA PIMENTEL DOS SANTOS

**SOBRE MULTIPLICADORES FISCAIS: O QUE A LITERATURA TEM A NOS
DIZER?**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Área de concentração: Economia do Setor Público.

Orientador: Prof. Dr. Julyan Gleyvison Machado Gouveia Lins

SALVADOR

2024

Ficha catalográfica elaborada por Valdinea Veloso Conceição CRB5-1092

S237 Santos, Marcus Vinicius Souza Pimentel dos
Sobre multiplicadores fiscais: o que a literatura tem a nos dizer?/
Marcus Vinicius Souza Pimentel dos Santos. - Salvador: 2024

77f. il. fig. tab.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia)
Faculdade de Economia, Universidade Federal da Bahia, 2024.

Orientador: Prof. Dr. Julyan Gleyvison Machado Gouveia Lins

1. Política fiscal 2. tributos 3. Crescimento econômico. I. Lins,
Julyan Gleyvison Machado Gouveia II. Título III. Universidade
Federal da Bahia

CDD 336.81



COLEGIADO DO CURSO DE ECONOMIA
COMISSÃO DE COORDENAÇÃO DO TRABALHO MONOGRÁFICO
RELATÓRIO FINAL DE AVALIAÇÃO

2. PARECER DA BANCA EXAMINADORA

ALUNO: MARCUS VINÍCIUS SOUZA PIMENTEL DOS SANTOS

No dia 05 de março de 2024, às 14h, por meio da plataforma *Google Meet*, o estudante Marcus Vinícius Souza Pimentel dos Santos realizou a apresentação do seu trabalho de conclusão do curso de Graduação em Economia, diante da Banca Examinadora composta pelos professores Julyan Gleyvison Machado Gouveia Lins (orientador e presidente da Banca), Camila Cardoso Pereira e Reinan Ribeiro Sousa Santos. Após a apresentação, a Banca realizou a arguição do discente e o mesmo respondeu aos questionamentos realizados. Em seguida, a Banca reuniu-se para avaliar o trabalho de conclusão e a apresentação do estudante. A Banca Examinadora considerou satisfatório o desempenho da estudante e atribuiu uma nota de 9,0 (nove) ao seu trabalho de conclusão do curso. Por fim, o estudante se comprometeu a realizar as alterações sugeridas pela banca, para melhorar o texto do TCC, antes do depósito na Biblioteca da UFBA.

Salvador, 05 de março de 2024.

Atenciosamente.



Documento assinado digitalmente
JULYAN GLEYVISON MACHADO GOUVEIA LINS
Data: 11/03/2024 14:00:54-0300
Verifique em <https://validar.j6.gov.br>

PRESIDENTE: PROF. DR. JULYAN GLEYVISON MACHADO GOUVEIA LINS

1º MEMBRO: PROFA. DRA. CAMILA CARDOSO PEREIRA

(Assinado eletronicamente em 05/03/2024 16:05)
CAMILA CARDOSO PEREIRA
PROFESSOR DO MAGISTERIO SUPERIOR
DEC/FCE (12.01.25.11)
Matricula: ###633#3

2º MEMBRO: PROF. DR. REINAN RIBEIRO SOUZA SANTOS



Documento assinado digitalmente
REINAN RIBEIRO SOUZA SANTOS
Data: 10/03/2024 19:18:54-0300
Verifique em <https://validar.it1.gov.br>

Dedico este trabalho a todos familiares e amigos que torceram por mim, e em especial, à
minha avó, Maria Francisca, que não me viu formar.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente ao meu pai, Phedro, por tudo que ele sabe que fez, e faz. À minha mãe, Marília, por não deixar faltar amor e orações. À minha tia, Ba, por cuidar do sobrinho dela como se fosse um filho. À minha boadrasta, (Tia) Dani, por ser mãe também. E aos meus irmãos, Victor e Gabriel, por todo apoio e companheirismo dentro de casa.

Aos amigos que a Faculdade de Economia me deu: Álvaro, Lucas, Flávio, Yuri, Victor e Igor, que compartilharam os dias de luta comigo e os tornaram mais divertidos.

Aos amigos que eu levei da vida para a rotina da faculdade: Cocão, Pablo, Ricardo e Wendel, pela companhia durante todos esses anos.

Ao meu orientador, Julyan Lins, sempre muito atencioso e preciso em suas correções, pela imensa paciência.

E à toda a Faculdade de Economia e às pessoas que fazem ela funcionar, por sempre me trataram com muito respeito, atenção e educação.

RESUMO

Esta pesquisa tem como finalidade reunir diversas abordagens e discussões, teóricas e empíricas, postas na literatura, sobre os multiplicadores fiscais. A Grande Depressão dos anos 1930 foi o estopim do debate econômico sobre a validade contracíclica da política fiscal, isto é, a capacidade de esta estimular o crescimento econômico através, principalmente, de políticas de aumento de gastos públicos. Desde então, pesquisadores de diversas correntes do pensamento econômico tentam provar a existência, ou não, desta validade. O valor anticíclico da efetividade da política fiscal está representado por um coeficiente numérico estimado, que gira em torno de 1, chamado “multiplicador fiscal”. O tamanho e sinal do multiplicador se mostrou, ao longo de anos de estudos empíricos, extremamente sensível às características macroeconômicas de cada país, principalmente no que diz respeito à relação dívida/PIB e o momento do ciclo econômico que a política fiscal é executada, entre outros fatores. Além disso, as decisões metodológicas nas pesquisas empíricas que tentam calcular o valor deste multiplicador, têm se mostrado particularmente influentes na diversidade de resultados encontrados. No Brasil, a divergência na magnitude e sinal dos parâmetros estimados não é diferente. Enquanto que alguns estudos sugerem um multiplicador insignificante ou negativo, outros indicam a presença de multiplicadores relevantes, o que pode complicar seriamente o debate na hora da tomada de decisão da gestão fiscal.

Palavras-chave: multiplicadores fiscais; política fiscal; crescimento econômicos; gastos; tributos.

ABSTRACT

This research aims to gather various theoretical and empirical approaches and discussions found in the literature regarding fiscal multipliers. The Great Depression of the 1930s sparked the economic debate on the countercyclical validity of fiscal policy, that is, its ability to stimulate economic growth primarily through policies of increased public spending. Since then, researchers from various schools of economic thought have been attempting to prove or disprove this validity. The countercyclical value of fiscal policy effectiveness is represented by an estimated numerical coefficient, typically around 1, called the "fiscal multiplier". The size and sign of the multiplier have been shown, over decades of empirical studies, to be extremely sensitive to the macroeconomic characteristics of each country, especially regarding the debt/GDP ratio and the timing of fiscal policy implementation, among other factors. Additionally, methodological decisions in empirical research attempting to calculate the value of this multiplier have been particularly influential in the diversity of results found. In Brazil, the divergence in the magnitude and sign of the estimated parameters is no different. While some studies suggest an insignificant or negative multiplier, others indicate the presence of relevant multipliers, which can seriously complicate the debate when making fiscal management decisions.

Key-words: fiscal multipliers; fiscal policy; economic growth; spending; taxes.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Autores que utilizaram Vetores Auto-regressivos (VAR) ou alguma variação deste método em suas estimativas de multiplicadores fiscais.....	78
TABELA 2 - Autores que utilizaram outros métodos de estimação de multiplicadores fiscais.....	80

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	12
2	METODOLOGIA.....	16
3	O DEBATE HISTÓRICO SOBRE POLÍTICA FISCAL NA CIÊNCIA ECONÔMICA.....	18
3.1	O CONTEXTO DA CRISE ECONÔMICA DE 1929 E SEUS EFEITOS NO <i>MAINSTREAM ECONOMICS</i> DA ÉPOCA.....	18
3.2	KEYNESIANISMO.....	20
3.3	SÍNTESE NEOCLÁSSICA.....	23
3.4	MONETARISMO.....	26
3.5	NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E AS POLÍTICAS DE AUSTERIDADE FISCAL.....	30
3.6	PÓS CRISE FINANCEIRA DE 2008, VALE A PENA RETOMAR AS POLÍTICAS KEYNESIANAS?.....	33
4	QUAIS OS FATORES QUE PODEM INFLUENCIARAM O EFEITO MULTIPLICADOR DA POLÍTICA FISCAL?.....	36
4.1	CICLO ECONÔMICO.....	37
4.2	POLÍTICA MONETÁRIA.....	40
4.3	DÍVIDA PÚBLICA.....	43
4.4	MECANISMOS DE TRANSMISSÃO.....	45
4.5	POLÍTICA CAMBIAL E ABERTURA ECONÔMICA.....	48
4.6	GRAU DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DO PAÍS.....	51
5	EVIDÊNCIAS DO EFEITO MULTIPLICADOR NO BRASIL.....	54
6	OBSTÁCULOS METODOLÓGICOS NA ESTIMAÇÃO DOS MULTIPLICADORES FISCAIS.....	59

7 CONCLUSÃO.....	66
REFERÊNCIAS.....	68
ANEXO.....	78

1. INTRODUÇÃO

O interesse em entender os efeitos da política fiscal é motivo de debate entre economistas desde a discussão dos primeiros postulados de John Maynard Keynes nos anos de 1930. Segundo o pensamento keynesiano, se o incentivo para poupar depender dos futuros rendimentos que se espera, ele evidentemente dependerá não somente de taxas de juros, como também da política fiscal do governo. Se a política fiscal pudesse ser usada deliberadamente para se alcançar maior igualdade na distribuição de renda, seu efeito sobre o aumento da propensão marginal a consumir seria maior. Desta forma, Keynes argumenta que a política fiscal pode impulsionar o crescimento econômico. Este interesse ressurgiu especialmente a partir da crise financeira global de 2008, quando os países desenvolvidos atingiram limites para a atuação da política monetária, o que fez surgir uma visão mais favorável à atuação da política fiscal como instrumento de gestão da demanda agregada (Resende; Pires, 2021).

Na visão keynesiana tradicional, expansões fiscais (aumento dos gastos públicos ou redução de impostos) provocam choques positivos que estimulam a atividade econômica. Em contrapartida, as contrações fiscais (medidas contrárias às de expansão) reduzem a atividade econômica. Se corretas as afirmações de Keynes, isso significa que um país teria ferramentas fiscais para “enfrentar” as recessões vindas do perpétuo ciclo econômico do sistema capitalista. Antagonicamente à visão keynesiana, existe a percepção de que a política fiscal, devido às expectativas dos agentes econômicos, pode resultar em efeitos reversos ou insignificantes na economia de um país, efeitos chamados de não-keynesianos, e seriam ineficazes como medidas anticíclicas (Cavalcanti, 2009). Assim, a busca em identificar se uma política fiscal tem efeito keynesiano ou não, em outras palavras, se tem validade anticíclica ou não, qual a magnitude deste efeito, e seu impacto ao longo do tempo, tem sido de interesse dos economistas. Esta quantificação do efeito da política fiscal, a qual é dado o nome de tamanho do multiplicador fiscal, é feita, principalmente, com o uso de modelos econométricos.

Como destaca Perotti (2007), a maioria dos economistas concordam que um aumento da taxa de juros provoca uma redução da inflação, mas esses mesmos economistas discordam a respeito do tempo e magnitude do efeito desta contração monetária, de modo que um debate sobre os efeitos da política fiscal também deveria ser completamente aceitável e pertinente. Além disso, esse debate não é de interesse exclusivo da comunidade científica. Formuladores de políticas econômicas também deveriam ter total interesse neste assunto. Para o gestor público, seria de vital importância que se conheça a direção, e magnitude, dos efeitos que uma medida fiscal

causa na economia, sob sua responsabilidade. No cenário ideal, este gestor teria, com base na literatura científica, um direcionamento mais claro de como deveria ser a condução de sua política fiscal.

O problema é que as pesquisas científicas, na tentativa de identificar a validade cíclica e a magnitude das políticas fiscais, podem sugerir resultados de multiplicadores fiscais de tamanhos, e às vezes sinais distintos, para o mesmo país, e no mesmo horizonte de tempo. Um dos motivos que podemos associar a essas discrepâncias é o viés metodológico das pesquisas (Cavalcanti, 2009). Os efeitos da política fiscal são estimados, principalmente, através de modelos econométricos de séries temporais nos quais as variáveis de análise, a especificação e o método de estimação são determinados pelo pesquisador, o que pode originar resultados muito diferentes entre pesquisas. Segundo Correia e Barros Neto (2021), a popularização da análise de séries temporais na medição dos efeitos e choques fiscais não parece convergir a um consenso em relação aos resultados empíricos, e ele atribui a causa deste problema à escolha do número de variáveis endógenas, da estratégia de identificação, das características do país e do período estudado. Outro obstáculo encontrado pelos autores é a metodologia usada nas estimativas, que segundo eles, desempenha papel central nos resultados.

Para complicar a análise, estudos também sugerem que diferentes instrumentos de política fiscal apresentam diferentes efeitos multiplicadores a depender do país, do grau de abertura comercial, ou em qual estado econômico o país se encontra (na fase de recessão ou expansão do ciclo econômico), entre outros fatores. Auerbach e Gorodnichenko (2012), por exemplo, encontraram evidências de que os multiplicadores fiscais são mais elevados em recessões prolongadas do que em períodos de normalidade econômica. Em contrapartida, outros trabalhos sugerem que o estado da economia não interfere no efeito multiplicador, como por exemplo, o de Ramey e Zubairy (2018).

Apesar dessas complicações, a literatura aponta alguns pontos para onde as pesquisas convergem. De acordo com Cavalcanti (2009), a literatura internacional aponta que em países desenvolvidos o multiplicador fiscal é na maioria dos casos superior à unidade, e, em países subdesenvolvidos (pobres ou emergentes), existem algumas características que podem ser atenuantes aos multiplicadores fiscais, como por exemplo, a elevada rigidez cambial e o alto endividamento público, dois fatores que a literatura parece concordar a respeito de seu efeito no multiplicador. Ainda segundo Cavalcanti (2009), a flexibilidade do regime cambial e o grau de abertura econômica apresentam relação inversa com o tamanho do multiplicador. Sobre a

dívida, Ilzetzki et al. (2013) e Cavalcanti e Silva (2010), por exemplo, encontraram evidências de que a política fiscal se tornaria ineficaz a partir de certos níveis de endividamento público e ao longo da literatura pode-se observar diversos estudos corroborando com esses resultados, como por exemplo os de Perotti (1999), Auerbach e Gorodnichenko (2012), Huidrom (2020).

No Brasil, o debate sobre os efeitos da política fiscal não é menos conflitante do que é no resto do mundo. A evidência da literatura empírica, baseada na metodologia VAR (Vetores Autorregressivos), aplicados à mensuração dos efeitos da política fiscal no Brasil, varia entre respostas tradicionais e casos com dinâmicas de efeitos exatamente opostas (Correia; Barros Neto, 2021). Por exemplo, a análise de Peres (2006) e de Blanchard e Perotti (2002), sustentam a visão keynesiana tradicional de que elevações inesperadas nos gastos públicos estão positivamente relacionadas com o nível do produto, e elevações na carga tributária estão negativamente relacionadas com este produto. Na mesma direção, Orair, Siqueira e Gobetti (2016), Pires (2014), Grudtner e Aragon (2017) encontraram multiplicadores maiores que a unidade.

Porém, efeitos não keynesianos foram encontrados por Mendonça et. al. (2009), que concluíram que um aumento inesperado dos gastos do governo brasileiro pode conduzir a uma retração real do PIB, e que um choque positivo da carga tributária pode levar a uma resposta positiva do PIB a médio prazo. Cavalcanti e Silva (2009), por outro lado, encontraram resultados que sustentam a hipótese de que o aumento dos gastos públicos tem efeito próximo de zero sobre o PIB; e Silva e Cândido Júnior (2009), chegaram à conclusão que, para o Brasil, os multiplicadores fiscais não são significativamente diferentes de zero. O consenso que a literatura brasileira aponta é o de que o endividamento público e a flexibilidade cambial, em direções opostas, atuam como as principais forças definidoras do multiplicador fiscal.

A partir deste cenário de debate científico altamente divergente, e sabendo que um bom direcionamento de política econômica e pública deveria ser tomado a partir de boas discussões postas na literatura científica, qual direcionamento deveria ser dado à condução da política fiscal no Brasil? Quais parâmetros os formuladores da política fiscal deveriam levar em consideração antes da ação? Isso é importante, pois, levando em consideração as divergências e convergências da literatura científica neste tema, uma decisão racional (baseada em evidências empíricas) pode mitigar possíveis problemas oriundos de inação, má ação ou ação em intensidade incorreta, dependendo do contexto macroeconômico e do momento histórico.

Dado o exposto, o objetivo geral deste trabalho é fazer uma revisão da literatura sobre multiplicadores fiscais, a partir da prática da condução da política fiscal verificada no Brasil e no mundo, de modo a obter um panorama geral de como está posta esta discussão, as convergências, divergências, pontos nevrálgicos, senso comum e contrassensos. Os objetivos secundários são: i) apresentar um panorama geral sobre o que é discutido na prática da política fiscal, como possibilidade de ação contracíclica, e o papel, tamanho e sinal dos multiplicadores fiscais neste sentido; ii) apresentar uma discussão sobre os possíveis fatores que influenciam o tamanho e sinal dos multiplicadores fiscais na literatura, especialmente no caso de países desenvolvidos e subdesenvolvidos; iii) entender como são estimados os multiplicadores fiscais, quais as variáveis básicas que tendem a ser incorporadas nas análises, e os possíveis motivos de haver tanta divergência nos resultados dos modelos econométricos estimados; iv) apresentar a discussão sobre os multiplicadores fiscais no caso do Brasil. Assim, este trabalho espera contribuir com a sintetização de uma revisão de diferentes literaturas e, assim, ampliar o conhecimento sobre o tema, ajudando a subsidiar a tomada de decisão na condução da política macroeconômica no Brasil.

2. METODOLOGIA

A pesquisa foi feita com base em uma revisão e avaliação da literatura empírica, internacional e nacional, a respeito dos multiplicadores fiscais. Destacando características determinantes, modelos escolhidos e dificuldades metodológicas encontradas pelos pesquisadores (entre outros pontos), buscou-se apresentar, de maneira mais ampla possível, a discussão posta.

No capítulo 3, é contextualizado, historicamente, o debate teórico sobre o papel da política fiscal numa economia, desde o pensamento dos economistas clássicos, até as discussões mais recentes (pós crise financeira de 2008) sobre o tema. De início, demonstrando princípios liberais (“mão invisível” e Lei de Say) que imperavam no pensamento econômico até a crise de 1929, e como esse evento marcou o declínio destas teorias ao expor suas limitações perante uma grande recessão que não findava, e de mudanças estruturais na economia capitalista mundial no início do século XX. Também destaca como a crise trouxe uma reavaliação das instituições e políticas macroeconômicas que deram espaço para a ascensão de políticas públicas intervencionistas nas décadas seguintes, sustentadas, principalmente, pela teoria keynesiana.

Em seguida, o trabalho apresenta como a teoria keynesiana passou por um processo de síntese com a teoria neoclássica, e se tornou ainda mais aceita no debate econômico. Mostra também a ascensão da teoria monetarista e das políticas de austeridade como oposição à síntese neoclássica, originada pela incapacidade da síntese em explicar a estagflação da década de 1970. O capítulo termina abordando como o monetarismo se tornou um pilar da ortodoxia macroeconômica do período seguinte, conhecida como o Novo Consenso Macroeconômico (NCM) até o estopim da crise financeira de 2008, que marcou a volta de políticas intervencionistas no menu das políticas econômicas aplicadas ao redor do mundo. O objetivo do capítulo 3 é o de contextualizar o leitor sobre o tema, caracterizando o debate sobre multiplicadores fiscais desde sua origem, até tomar sua forma atual, e introduzir alguns conceitos importantes ao longo da pesquisa.

Ao longo do capítulo 4 são apresentados uma série de hipóteses, levantadas pela literatura internacional, que podem influenciar o efeito multiplicador da política fiscal. Dado um consenso literário de que não é possível existir um único multiplicador fiscal, a discussão está em torno de descobrir quais são os determinantes para o valor do multiplicador, ou seja, identificar os principais elementos que alteram a magnitude e sinal do efeito. Os elementos em questão são: i) o momento no ciclo econômico; ii) a direção da política monetária; iii) o nível

de dívida pública; iv) o mecanismos de transmissão do efeito; v) a política cambial e a abertura econômica do país; vi) o grau de desenvolvimento econômico do país. Neste capítulo, existe a evidência de que, na literatura científica, pesquisadores utilizam diferentes critérios para determinar a grandeza desses elementos, e esses critérios influenciam profundamente os parâmetros estimados.

O quinto capítulo buscou revisar uma literatura majoritariamente nacional, para investigar o comportamento do multiplicador fiscal do Brasil ao longo dos anos. A literatura nacional está alinhada com a internacional, e por conta disso, importa significativamente parte da metodologia internacional, principalmente a de países desenvolvidos, o que pode trazer problemas de adequação à realidade nacional. Aqui, as evidências de efeito multiplicador no Brasil trazem à tona a imensa importância da relação dívida/PIB, da política cambial e de comércio exterior do país, e é o tema onde a maior parte do debate se concentra.

Os capítulos 4 e 5 se baseiam em revisão da literatura científica, nacional e internacional, a respeito dos multiplicadores fiscais. Após apresentar, no capítulo 3, o processo histórico que levou o debate econômico a este estado, o objetivo destes dois últimos é levantar os resultados encontrados na literatura e, a partir daí, poder tirar as conclusões da pesquisa.

O capítulo 6 discute o uso dos principais modelos e métodos de estimação de multiplicadores fiscais utilizados pela literatura: o Modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE) e, principalmente, os Vetores Autorregressivos (VAR), com a apresentação dos problemas inerentes ao uso de cada um dos métodos. Neste capítulo, é analisado como os resultados das estimativas podem ser influenciados por uma questão de decisão metodológica do pesquisador, e isso inclui decisões a respeito do modelo escolhido, dos critérios de escolhas das variáveis e da forma como estas variáveis serão medidas ou mensuradas. Ao que parece, a decisão metodológica pode ter consequências sérias nos resultados encontrados.

Por fim, a conclusão do trabalho apresenta, de forma sequencial, os pontos convergentes e divergentes sobre multiplicadores fiscais encontrados ao longo da literatura analisada, além dos principais motivos para a ausência de um consenso na mesma.

3. O DEBATE HISTÓRICO SOBRE POLÍTICA FISCAL NA CIÊNCIA ECONÔMICA

3.1 O CONTEXTO DA CRISE ECONÔMICA DE 1929 E SEUS EFEITOS NO *MAINSTREAM ECONOMICS* DA ÉPOCA

Antes da Grande Depressão de 1929 a teoria clássica era a corrente de pensamento predominante na economia. Entre os pressupostos mais importantes desta corrente estão a teoria da “mão invisível do mercado” e a Lei de Say. O primeiro, proposto por Adam Smith, em *A Riqueza das Nações*, publicado em 1776, sugere que através de interações autônomas e descentralizadas entre os agentes em um mercado livre, ocorreria uma auto regulação que levaria a uma distribuição eficiente dos recursos e à maximização do bem-estar. Em outras palavras, da tendência natural do capitalista em buscar uma aplicação mais lucrativa para seu capital resultaria um aumento da riqueza social. Da tendência do comerciante em operar o melhor negócio para si, o mesmo resulta no enriquecimento nacional. Sobre o papel do estado na economia, a teoria smithiana tira duas conclusões: primeiro, que o indivíduo possui capacidade superior ao estado para dirigir negócios; segundo, seria impossível, além de desnecessário, um governante controlar ou direcionar a atividade econômica de maneira eficiente (Corazza, 1984).

A “Lei de Say”, outro pilar teórico importante da teoria clássica, sugere que “a oferta cria a própria demanda”. A lei baseia-se na hipótese de que todos os rendimentos gerados no processo produtivo são convertidos para a compra de bens e serviços. O excedente de renda, nesta perspectiva, é necessariamente convertido em investimentos, e a taxa de juros é responsável por igualar a poupança ao investimento. Nesta teoria, os mercados são considerados hábeis em transmitir toda a informação para que o pleno emprego seja alcançado, e o mais importante, a moeda neste caso é apenas um meio de troca. Uma economia regida pela Lei de Say pode ser chamada de economia neutra no sentido que a igualdade: gastos são iguais ao produto, que é igual a renda, será sempre satisfeita. Para que isso ocorra, os rendimentos gerados na produção precisam ser integralmente convertidos em consumo e investimento, negando completamente a possibilidade de deficiência de demanda ou obstáculos ao pleno emprego (Moreira, 2005).

Como destaca Frieden (2008), parte importante desta ideia de autoajuste dos mercados na época se baseava na livre flexibilidade dos preços da economia (inclusive os salários nominais), além de uma alta mobilidade de bens industriais e *commodities* no mercado global, dos fatores produtivos e financeiros, argumentos que eram empiricamente observados na economia

capitalista da segunda metade do século XIX e início do século XX (até primeira guerra mundial). Segundo o autor, aumentos consistentes de produtividade por inovação tecnológica, diminuição de custos de transporte e do tempo de trânsito, melhoria nos instrumentos de comunicação ao redor do globo, mobilidade de trabalhadores do campo para as cidades industriais, emigração de parte da população europeia para as chamadas regiões de colonização tardia (Estados Unidos, Canadá, sul do Brasil, Argentina, Austrália e Nova Zelândia), além de forte investimento financeiro internacional (capitaneado pelos britânicos) em crédito para projetos produtivos, é apontado pela literatura como algo que pode sustentar a afirmação clássica de preços flexíveis. Outro ponto importante, é ainda a pouca influência do poder dos sindicatos (na época) em dificultar a queda dos salários nominais para baixo (fato que mudou consideravelmente a frente).

O que ficou conhecido como a Grande Depressão começou no verão de 1929 nos Estados Unidos da América. As causas deste evento estão relacionadas a uma queda no consumo que culminou numa redução do produto agregado da economia dos Estados Unidos. O padrão ouro¹, que ditava a política cambial desde o fim da Primeira Guerra Mundial e vinculava quase todos os países do mundo em uma rede de taxas de câmbio fixas, desempenhou um papel fundamental na transmissão da recessão americana para outros países.

A duração e a gravidade da Grande Depressão variaram entre os países afetados. A depressão foi especialmente longa e intensa nos Estados Unidos e na Europa, e mais branda no Japão e grande parte da América Latina. A recuperação da Grande Depressão foi impulsionada em grande parte pelo abandono do padrão ouro e a subsequente expansão monetária. Há indícios de uma relação significativa entre o momento em que os países abandonaram o padrão ouro (ou desvalorizaram substancialmente suas moedas) e um renovado crescimento em sua produção. O Reino Unido, que foi forçado a sair do padrão ouro em setembro de 1931, se recuperou relativamente cedo, enquanto os Estados Unidos, que não desvalorizaram efetivamente sua moeda até 1933, se recuperaram mais tarde, em 1934 (Romer; Pells, 2003).

A Grande Depressão trouxe mudanças fundamentais nas instituições econômicas, na política macroeconômica e na teoria econômica nas décadas que se seguiram. Hobsbawm, em *A Era*

¹ O padrão ouro é um sistema monetário que funcionava a partir da vinculação do valor da unidade monetária a uma determinada quantidade de ouro. Isso proporciona uma estabilidade da taxa cambial, devido às flutuações da moeda estarem limitadas à quantidade de ouro disponível, e uma restrição na capacidade de expansão de oferta monetária dos países (Gontijo, 2011).

dos Extremos, publicado em 1995, interpreta este período entre guerras como um período de “reforma” do capitalismo, pois segundo ele, os formuladores de decisões das potências econômicas capitalistas passaram a adotar políticas públicas mais intervencionista para garantir pleno emprego e bem-estar social. Seria um “casamento” entre liberalismo econômico e democracia social, que rejeitou o pensamento econômico clássico, e buscava formas ativas de regular o sistema capitalista e suas falhas (Caeiro, 2000).

A mudança comportamental e do paradigma teórico da Ciência Econômica ocorreu porque durante a depressão de 1929 havia expectativa que a autorregulação dos mercados, profetizada pelos economistas clássicos, se realizasse e retirasse a economia norte-americana da recessão, mas isso não aconteceu. O fracasso da autorregulação dos mercados pela “mão invisível” e da Lei de Say fez com que esses pressupostos caíssem em descrédito (por falta de conexão da teoria com a realidade econômica posta), e a teoria clássica deixou de ser a corrente teórica predominante na economia global. Parte porque as ações descentralizadas autorreguladas do setor privado se mostraram ineficazes em recuperar a atividade econômica à medida que a taxa de juros se aproximava de zero e não se observava resposta do investimento. Ficou claro para o mundo desenvolvido que os métodos convencionais não eram eficientes, e que eles precisavam de uma resposta diferente para a saída da recessão. A resposta para a crise veio na forma de um conjunto de medidas que se tratavam de uma adoção de políticas fiscais e monetárias. Essas medidas deram início à fase de “ativismo fiscal”, que consiste na ação anticíclica do Estado para suavizar os efeitos recessivos da crise. A abordagem econômica que possibilitou a ação estatal para estabilizar a crise tem como influência teórica, principalmente, de John Maynard Keynes e sua principal obra, *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, publicada em 1936, onde a modelagem matemática e interpretação neoclássica de seus escritos foram feitas por Hicks (1937). (Alves e outros, 2023).

3.2 O KEYNESIANISMO

A parte central da teoria proposta por Keynes é a ótica da economia pela demanda efetiva. Keynes argumentou que a economia poderia operar abaixo do pleno emprego devido a falhas no mecanismo automático de ajuste da oferta e demanda, postulado pela Lei de Say. Em períodos de recessão, como a que se iniciou em 1929, quando essas falhas no mecanismo são ainda mais acentuadas, o economista defende uma ação efetiva do Estado através de políticas públicas. O desemprego na ótica keynesiana é crônico e a atividade econômica operar em pleno emprego significa que a economia apresenta insuficiência de demanda (Keynes, 2017). A

principal inversão teórica proposta por Keynes foi a da ótica a respeito do “motor” da economia. Os clássicos, inspirados na Lei de Say advogam que a atividade econômica partira das decisões de produção, Keynes por outro lado, defendia que as decisões de gastos ditam a conjuntura econômica. Os novos pressupostos que Keynes apresentou ao mundo serviram de âncora teórica para a nova fase da política macroeconômica internacional, frequentemente chamada de “ativismo fiscal keynesiano” (Sicsú, 2022).

Para Afonso (2010), uma das contribuições mais importantes de Keynes foi compreender o capitalismo como uma economia de ativos, e a decisão de alocação como a variável-chave para a determinação do nível de renda e acumulação de riquezas. Essa escolha é uma decisão incerta, dependente de projeções chamadas expectativas condicionadas. Os agentes econômicos têm opiniões distintas a respeito do futuro de suas atividades produtivas, isto é, a Eficiência Marginal do Capital² esperada por cada um deles é diferente, logo, seria necessário criar uma convenção, uma expectativa mais otimista para a qual as diferentes opiniões sobre o futuro converjam. A utilização de uma política macroeconômica de curto prazo para viabilizar tal eficiência marginal dos empresários é a ferramenta do estado para criar tal convenção. Para Sayad (2015), Keynes provocou uma revolução no pensamento econômico ao argumentar que o desemprego poderia ser uma característica estável da economia capitalista se o governo não implementasse políticas que alterassem seu andamento.

A teoria keynesiana afirma que, em economias monetárias, as decisões de gastos de consumo ou investimento dos agentes econômicos são tomadas baseadas nas expectativas destes agentes, condicionados pela incerteza do futuro. Portanto, em tais economias, a geração de emprego e renda depende das expectativas dos investidores. Em situações onde o futuro é incerto, os agentes econômicos manifestam uma preferência pela liquidez, a demanda efetiva não se materializa, resultando assim em desemprego involuntário. Keynes argumentava que a dinâmica instável das economias monetárias poderia, e deveria, ser estabilizada. O responsável pela estabilização seria o estado, através de políticas públicas anticíclicas, voltadas para a socialização do investimento, e este era o caminho para a estabilização do ciclo econômico e dos níveis de renda e emprego (Ferrari Filho, 2006).

Na teoria keynesiana se tem uma abordagem diferente da clássica em relação ao papel da moeda na economia. A teoria clássica defende a neutralidade da moeda, sendo essa apenas um meio

² A taxa de lucro esperada por novos investimentos (Bresser-Pereira, 2019).

de troca. A abordagem keynesiana argumenta que em uma economia onde há incerteza do futuro, a moeda surge como a reserva de valor por excelência, dada sua posição como o ativo de maior liquidez na economia. Isso implica que parte da renda gerada na produção pode ser usada para reter moeda, em vez de se converter integralmente em demanda efetiva, como argumenta a Lei de Say (Moreira, 2005).

Em momentos de crise, as incertezas se elevam e as convenções se desfazem, fazendo com que a economia caia no que os keynesianos chamam de “armadilha de liquidez”. Esta situação ocorre quando empresários e investidores preferem fontes seguras para aplicar seus recursos em detrimento da ação efetiva de investimentos, que numa crise econômica, se tornam muito arriscados, e é nesse momento que as limitações da política monetária se tornam evidentes à medida que a taxa de juros se aproxima de zero e o investimento não responde de acordo. Se a taxa de juro nominal se aproximar suficientemente de seu limite inferior admissível (levemente positivo), os agentes econômicos se tornarão indiferentes entre a retenção de moeda ou de ativos financeiros. Qualquer quantidade adicional de moeda injetada na economia terá um efeito pequeno na demanda pelo ativo financeiro. Em resumo, para níveis muito baixos de taxa de juros, a procura por moeda tende a ser perfeitamente elástica em relação à procura por ativos financeiros, fazendo com que qualquer adição de moeda à economia resulte em uma diminuição de sua velocidade de circulação (Gameiro; Pinheiro, 1999).

As políticas públicas expansionistas que reverteriam a “armadilha da liquidez” e tirariam uma economia da recessão, podem ser financiadas por dois meios: aumento dos gastos públicos e/ou redução dos tributos. Keynes destaca que o financiamento da expansão fiscal através da dívida é mais adequado se comparado ao custeado pelo aumento de impostos, pois a expansão da dívida é capaz de reduzir a preferência pela liquidez nos momentos de crise devido aos títulos públicos terem liquidez semelhante ao da moeda. Em momentos de crise, o aumento de impostos reduz a renda disponível dos agentes, retardando a saída da mesma (Alves e outros, 2023). Na literatura internacional mais recente, o debate entre o método mais adequado de financiamento da política é contraditório. Blanchard e Perotti (2002) associam a política de gastos públicos como a mais eficaz para estimular a demanda agregada, enquanto Mountford e Uhlig (2009) sustentam que uma política tributária, em termos de velocidade e impacto, teria maior efeito sobre o produto (Correia; Barros Neto, 2021).

De acordo com Alves et al. (2023), independentemente do tipo de financiamento, os postulados de Keynes (2017) sugerem que os estímulos de demanda agregada provenientes de uma política

pública ativa podem ancorar as expectativas de longo prazo dos empresários, restabelecendo, sobretudo, o processo de convenção pró-investimento via elevação da Eficiência Marginal do Capital. Os keynesianos chamam este processo de “socialização do investimento”. Keynes (2017) defendia que a socialização do investimento era o caminho para a atuação anticíclica do estado e o combate ao desemprego crônico. A Teoria Geral marcou o início das teorias de defesa, mas seus escritos se consolidaram no debate público a partir de uma interpretação neoclássica dos mesmos, ou seja, houve uma síntese entre a teoria keynesiana e os conceitos e modelos clássicos previamente estabelecidos na literatura econômica.

3.3 SÍNTESE NEOCLÁSSICA

A teoria keynesiana passou por um processo de síntese com a teoria clássica quando Hicks (1937) formulou um modelo chamado de IS-LM (*Investment Saving – Liquidity Money*), que permite verificar os impactos da política fiscal no produto agregado. Nesse modelo, o sistema econômico é visto sob a ótica de três mercados que se equilibram: o mercado monetário, o mercado de ativos e o mercado de bens. A renda e taxa de juros são determinadas simultaneamente nos três mercados, sendo que o desequilíbrio em cada mercado é compensado pelo desequilíbrio em um dos outros dois mercados. A ausência de equilíbrio nos mercados é resolvida por mudanças nos preços relativos das taxas de juros, dos salários nominais e dos níveis de preços. A curva IS representa o mercado de bens e é negativamente inclinada, enquanto a curva LM representa o mercado monetário e é positivamente inclinada. A inclinação das curvas do modelo altera substancialmente o impacto que a política fiscal causa porque a inclinação representa a sensibilidade daquele parâmetro. Uma curva LM vertical indica um “caso clássico” para os efeitos da política fiscal, onde a expansão tem impacto nulo no produto e positivo na taxa de juros. Uma curva LM horizontal indica um “caso keynesiano”, pois uma política fiscal expansiva teria efeito total sobre o produto e nenhum impacto sobre a taxa de juros (Alves et. al., 2023).

Uma curva LM mais verticalizada significa maior incidência de efeito “*Crowding-out*” e é o que os economistas chamam de “caso clássico”. “*Crowding-out*” geralmente se refere aos efeitos econômicos de uma expansão fiscal. Se um aumento no dispêndio governamental, financiado seja por tributos ou emissão de dívida pública, falha em estimular a atividade econômica, o setor privado então “*crowded out*” em relação à ação governamental (o investimento público competiria com o investimento privado, desestimulando-o). Esta hipótese assume que, a preços constantes, um aumento dos gastos do governo não apresenta efeitos

duradouros na renda real e nominal. Já uma curva LM horizontal evidencia o que os economistas chamam de “caso keynesiano”, quando uma política fiscal expansionista tem efeito total sobre o produto e não sobre a taxa de juros. Dizemos neste caso que ocorreu um efeito “*Crowding in*”, em que o investimento público estimula o investimento privado (Carlson; Spencer, 1975). O modelo IS-LM também permitiu analisar a relação de elasticidade entre gasto governamental e consumo privado e o coração do debate a respeito dos multiplicadores é encontrar evidências de caso keynesiano ou clássico.

A ferramenta criada por Hicks (1937) permitiu que outros economistas, como Modigliani (1944) e Patinkin (1965) pudessem contribuir para a leitura neoclássica da teoria keynesiana. Modigliani (1944) rejeita a impossibilidade da existência de pleno emprego, sugerida por Keynes ao afirmar que na ausência de rigidez de salários e preços, o desemprego seria corrigido pelos movimentos de queda dos salários nominais, que transmitiriam os efeitos para os preços, taxa de juros, investimento e produto. Em economia em posição de excesso de mão de obra, os trabalhadores aceitariam trabalhar por salários mais baixos, o que acarretaria uma redução proporcional no nível de preços. A deflação causaria redução da renda, reduzindo a demanda por moeda para fins transacionais, isso causaria por sua vez, redução da taxa de juros, que estimula o investimento. O aumento no investimento elevaria o produto via efeito multiplicador até o desemprego ser suprimido e a economia voltar ao pleno emprego. Mas este efeito não aconteceria se: i) a economia estiver em situação de armadilha de liquidez, onde a insensibilidade do investimento à taxa de juros interromperia o efeito cadeia; ii) se os salários forem rígidos, neste caso o efeito em cadeia não se inicia adequadamente.

Modigliani (1944) também nega o postulado keynesiano de desemprego involuntário crônico. O desemprego involuntário, segundo ele, seria uma consequência dos casos excepcionais onde existe a presença de armadilha de liquidez ou rigidez salarial. Embora admita a existência de preferência pela liquidez, o autor discorda que a demanda agregada esteja relacionada à incerteza dos agentes. Este seria um fator determinante da taxa de juros de curto prazo, sendo a do longo prazo determinada no mercado de capitais. A teoria da preferência pela liquidez não explicaria o desemprego pois a retenção de moeda seria temporária, e a moeda logo voltaria a circular.

A contribuição de Keynes para a teoria de Modigliani (1944) se resume à rigidez salarial. Se os salários forem flexíveis, a taxa de juros de equilíbrio de longo prazo será determinada somente pela propensão marginal a poupar e eficiência marginal do investimento, caso os salários sejam

rígidos, essa taxa passa a ser determinada também pela oferta monetária, que por sua vez é determinada pela taxa de juros corrente. A determinação da oferta monetária, pela taxa de juros, não dependerá da preferência pela liquidez. Em um sistema com salários rígidos, praticamente toda variável econômica depende da quantidade de moeda. Modigliani (1944) reconhece que a taxa de juros de longo prazo seja determinada por fatores exclusivamente institucionais em algumas circunstâncias, inclusive para o “caso keynesiano”.

Patinkin (1965), outro importante contribuinte para a síntese neoclássica, nega a ideia que exista equilíbrio com desemprego, ideia proposta por Keynes. Para ele, a poupança e o investimento não poderiam depender apenas do nível de renda, mas também da taxa de juros e da disponibilidade monetária real mantida pelos indivíduos na economia. O autor buscou analisar os efeitos da incorporação das disponibilidades monetárias no sistema keynesiano, e concluiu que o que separa a argumentação keynesiana da neoclássica é a velocidade que o sistema econômico reage às variações de preço.

Patinkin (1965) faz sua análise da teoria keynesiana a partir das teorias de Pigou e Harbeler a respeito dos efeitos das disponibilidades monetárias reais numa situação de deflação de preço. Este efeito, denominado de Efeito Pigou, ou Efeito riqueza, sugere que se houver flexibilidade de preços e salários para baixo, sempre haverá um nível de preço capaz de conduzir a economia ao pleno emprego. Numa economia em situação de excesso de oferta, os trabalhadores aceitariam trabalhar por salários menores, o que provocaria uma redução no nível de preços, que por sua vez, provocaria uma expansão da oferta monetária real, aumentando a riqueza dos detentores de moeda, estimulando o consumo. Em termos de IS-LM, um aumento do consumo deslocaria a curva de poupança ao ponto que ela encontre a de investimento. O efeito descrito por Patinkin (1965) só seria garantido em algumas situações em que, pressupostos keynesianos não existam, como por exemplo, em situações onde não ocorra preferência pela liquidez ou expectativas de deflação decorrentes da queda dos preços.

Busato e Pinto (2008) formulam uma crítica à síntese neoclássica acusando-a de ser reducionistas e retrógradas, pois os pressupostos estabelecidos na teoria keynesiana são substituídos pelos pressupostos clássicos de Equilíbrio Geral Walrasiano. Segundo os autores, a síntese almeja validar a teoria clássica como o caso geral, e tratando conceitos que na obra de Keynes são intrínsecos às economias monetárias como casos particulares. A interpretação dos neoclássicos da teoria keynesiana deixa a entender que a contribuição de Keynes foi somente apontar mecanismos que possam ser obstáculos para a economia alcançar o equilíbrio de pleno

emprego no curto prazo, em outras palavras a revolução keynesiana ficou reduzida a um caso particular da teoria neoclássica.

Em suma, o caso particular keynesiano aconteceria quando existe: i) armadilha de liquidez; ii) insensibilidade do investimento à taxa de juros; iii) rigidez de preços e salários. Na ausência de qualquer uma destas condições, a economia operaria de acordo com a lógica do equilíbrio walrasiano clássico, ou seja, identificar-se-ia a ocorrência do “caso clássico”. Embora considere um papel efetivo da política fiscal no curto prazo, a síntese neoclássica faz isso por meio de pressuposições teóricas que antecedem à publicação da Teoria Geral e que foram rejeitados pelo mesmo, como por exemplo, automatismo do pleno emprego, neutralidade da moeda no longo prazo, poupança igual o investimento, formação da taxa de juros no mercado de empréstimos, etc. Na conclusão de Busato e Pinto (2008), a síntese distorceu a visão keynesiana de como funciona a economia eliminando de seus modelos as principais contribuições de Keynes.

3.4 MONETARISMO

A síntese neoclássica foi a corrente predominante e base da condução de políticas públicas até a década de 1970 quando os países desenvolvidos, que haviam observado crescimento econômico no período pós guerra, começaram a enfrentar simultaneamente desaceleração do crescimento e elevada inflação, situação conhecida como estagflação. Em conjunção à desaceleração do crescimento econômico, a inflação se elevou devido ao aumento do preço do barril de petróleo e aos choques de oferta resultantes. O cenário de instabilidade e a insatisfação com a teoria econômica aplicada às questões práticas da condução de políticas econômicas proporcionaram a ascensão de uma nova corrente de pensamento, voltada para a estabilidade de preços.

A partir de uma amostra de 155 países (sendo 30 desenvolvidos e 125 emergentes), e utilizando a base de dados do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial, Ha e Kose (2022) identificaram que a inflação global de preços (índice baseado na inflação média dos países da amostra) aumentou constantemente na década de 1970, partindo de uma faixa de 1,7% a 4,4% ao ano durante os anos 1960 e início da década de 1970. Em 1973, a inflação disparou para 10,3%, quando ocorreu o primeiro choque nos preços do petróleo. A inflação então aumentou acentuadamente ao longo do restante da década de 1970 e permaneceu elevada até a recessão global de 1982. Como resultado, a inflação global durante 1973-83 teve uma média de 11,3%

ao ano, mais de três vezes maior do que a média de 3,6% ao ano durante 1962-72. O aumento da inflação ao longo da década de 1970 foi acompanhado por uma desvalorização de dois dígitos do Dólar dos EUA. Após duas décadas de crescimento global robusto nas décadas de 1950 e 1960, os anos 1970 foram um período de desaceleração acentuada do crescimento global. A década foi marcada por uma recessão global, em 1975, e duas recessões nos Estados Unidos (1969-70, 1973-75), com uma terceira recessão nos EUA (1980) abrindo caminho para a década seguinte. No geral, o crescimento global na década de 1970 teve uma média de 4,1% ao ano, bem abaixo dos 5,5% e 5,1%, respectivamente, das décadas de 1960 e 1950. Os choques de oferta globais que impulsionaram a inflação, como os dois choques nos preços do petróleo na década de 1970, também reduziram o crescimento.

Segundo Delong (1997), as estruturas das políticas monetárias tornaram-se cada vez mais focadas na estabilidade de preços ao longo do tempo. Na década de 1970, os bancos centrais buscavam tanto altos níveis de produção e emprego quanto estabilidade de preços. A política monetária na década de 70, especialmente nos Estados Unidos, foi descrita como a política do "vai e para", que oscilava entre preocupações com o desemprego e a inflação e, com o benefício da retrospectiva, acabava acomodada. Muitos bancos centrais das potências mundiais, libertos, em 1971, das restrições do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods³, buscavam apoiar a atividade econômica com expansão monetária, sem perceber que o crescimento potencial da produção havia começado a desacelerar.

Neste contexto, entretanto, até a curva de Phillips, um dos fundamentos teóricos da síntese neoclássica que define uma relação inversa entre desemprego e inflação, e que explicaria os desequilíbrios inflacionários observados em períodos expansivos, entrou em crise. Este modelo, que sugere trocas entre desemprego e inflação que poderiam ser exploradas para fins de política, era uma teoria usada para orientar políticas públicas (fiscais e monetárias) e também um dos fundamentos teóricos da síntese neoclássica. A situação em que se encontrava a economia global pôs em xeque a legitimidade da curva de Phillips tradicional e, por consequência, da teoria neoclássica, tanto que ela foi modificada posteriormente para a sua versão "aceleracionista". Assim, com a incapacidade da teoria keynesiana tradicional em orientar a

³ O acordo de Bretton Woods aconteceu em 1944, nos EUA, com o objetivo de promover estabilidade econômica e facilitar o comércio internacional após a Grande Depressão e a Segunda Guerra Mundial. O sistema monetário estabelecido no acordo, o padrão ouro, trazia além da estabilidade cambial, restrições na política monetária para os países em acordo, já que a oferta monetária não podia ser ampliada para além da quantidade de ouro (Gontijo, 2011). Essas restrições caíram em 1971, após os EUA suspenderem a convertibilidade do dólar em ouro (De Jong, 1997).

política econômica de forma eficiente, ascenderam ao debate econômico, as ideias de Milton Friedman e a dos monetaristas (Clarke, 1988).

A economia monetarista é uma abordagem econômica que enfatiza o papel crucial da política monetária no controle da inflação e no estímulo ao crescimento econômico. Os monetaristas acreditam que a oferta de moeda desempenha um papel fundamental na determinação do nível geral de preços na economia. Eles defendem que a política monetária, especialmente o controle estrito do crescimento da oferta de moeda, é a chave para manter a estabilidade de preços e promover o crescimento econômico sustentável. Os monetaristas também costumam criticar a intervenção excessiva do governo na economia, argumentando que políticas fiscais expansionistas podem levar a pressões inflacionárias (Kaldor, 1970).

Os macroeconomistas da corrente neoclássica e keynesiana atribuem como motivos para a estagflação, a elevação nos preços do petróleo, que teria causado uma pressão inflacionária através do choque de oferta. Os monetaristas argumentam que a estagflação dos anos 70 e 80 do século XX foi resultado de uma política monetária errônea, e não devido ao choque de oferta causado pelo aumento do preço do petróleo, como se acreditava. Embora o choque de oferta explique as recessões da época e a inflação no Índice de Preços ao Consumidor (IPC), não há presunção teórica, ou evidência empírica, que explique o efeito inflacionário do choque de oferta no deflator do PIB. Além disso, a teoria do choque de oferta falha em explicar a resposta diferente do IPC ao aumento do preço do petróleo, o aumento no preço de *commodities* não derivadas do petróleo e não agrícolas. A conclusão monetarista é que, tendo sido controlada a velocidade de crescimento da oferta de moeda pelas autoridades monetárias, a estagflação poderia ter sido evitada (Barsky; Kilian, 2000).

Friedman (1995) e a corrente monetarista tem uma abordagem distinta da de Keynes, a respeito do comportamento dos agentes econômicos. Segundo o autor, os preços e a renda nominal não possuem relação com a demanda agregada, somente com a oferta de moeda. Tentar utilizar a política monetária para corrigir o desequilíbrio do mercado de trabalho produz efeitos positivos no curto prazo, entretanto, estes efeitos são temporários. Seguindo essa linha de pensamento, o autor discorda que a crise de 1929 tenha exposto as fraquezas da política monetária e do setor privado, como se disseminou no período da Grande Depressão. Os formuladores de política pública dos EUA durante a Grande Depressão, fizeram mal uso da taxa de juros, esperando dela mais do que pode oferecer. O autor considera como limitações da política monetária, a fixação

das taxas de juros e de emprego por longos períodos de tempo, e por conta disso, não se podia esperar a retomada do emprego que os países desenvolvidos esperavam dela.

A incapacidade da política monetária em estimular a demanda agregada nasce da teoria das expectativas adaptativas de Friedman (1995), distinta das expectativas condicionadas da teoria keynesiana. A teoria das expectativas adaptativas sugere que os agentes respondem positivamente ao estímulo, mas assim que percebem a redução de seu salário real, reduzem a oferta de trabalho, levando a economia à níveis naturais de desemprego novamente, desta vez com um nível de preços maior. Por trás da preferência pela liquidez, proposta por Keynes, está subentendido que a moeda não é neutra, já que ela representa o ativo de maior liquidez, e o preterido pelos agentes em momentos de incerteza. A resolução da teoria das expectativas adaptativas de Friedman (1995) é que a moeda é neutra no longo prazo, e que os estímulos observados no curto prazo são frutos de uma ilusão monetária.

A respeito da política fiscal, Friedman (1995), inicialmente, atribui um papel de destaque para a estabilização do ciclo econômico. A política fiscal deveria obedecer a regras estritas e abolir as alterações discricionárias dos gastos públicos, delegando ao programa de transferências sociais a tarefa de responder de maneira automática às flutuações cíclicas na atividade econômica. Esse movimento provocaria situações de superávit ou déficit público que refletiriam na oferta monetária e no valor da renda nominal, produzindo efeitos anticíclicos no nível de atividade. Na proposta de Friedman (1995), o governo atuaria com dois orçamentos, um ideal e um real. O ideal seria equilibrado, imaginando condições de renda e preços esperada, e o real refletiria a situação econômica do momento, responsável por regular o volume da oferta de moeda. Os gastos públicos e a política tributária teriam que ser estruturados de modo a sustentar o orçamento equilibrado nos períodos em que a economia estivesse no nível esperado de renda e emprego, evitando alterações na quantidade de moeda. Quando o nível hipotético de emprego e renda não fosse observável, as transferências governamentais cresceriam automaticamente para reverter o aumento do desemprego. As transferências geram déficits responsáveis por ampliar o volume de moeda que, por sua vez, afetam positivamente a renda nominal (Lopreato, 2013).

A opinião de Friedman a respeito da validade anticíclica da política fiscal mudou drasticamente na década de 90, quando o economista passou a afirmar que essa política não tem papel nenhum no contexto macroeconômico, e não é um instrumento efetivo para controlar movimentos de curto prazo. Os argumentos oferecidos foram a dificuldade da política fiscal em se ajustar no

curto prazo, em comparação com a política monetária, e que em razão do déficit fiscal ter que ser financiado torna seu impacto nulo, desde que os efeitos negativos do financiamento compensem os positivos, se existentes (Congdon, 2011). Friedman não publicou trabalhos explorando esta nova visão sobre a política fiscal. O que se pode afirmar é que esta opinião foi extremamente influenciada pela nova direção que tomava a política macroeconômica na época.

3.5 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E AS POLÍTICAS DE AUSTERIDADE FISCAL

A opinião de Friedman sobre a política fiscal, nos anos 90, sofre grande influência do princípio da “equivalência ricardiana” proposta por Barro (1974), e que foi amplamente aceito na macroeconomia moderna do *mainstream economics*. Segundo este princípio, o gasto público, independentemente de como é financiado, não tem efeitos sobre a demanda agregada, taxa de juros ou formação de capital. O motivo para o impacto nulo da política fiscal são os pressupostos de expectativas racionais dos agentes econômicos e a teoria do ciclo da vida. A primeira considera que os agentes se antecipam aos efeitos das políticas macroeconômicas e não cometem erros sistemáticos, diferente das expectativas adaptativas inicialmente propostas por Friedman (1995). O segundo pressuposto define que o consumo e poupança dos agentes é definido pela renda permanente e não corrente, isso implica que estes agentes não reagem às variações de curto prazo em sua renda nominal.

A teoria da equivalência ricardiana compõe o Novo Consenso Macroeconômico (NCM), que representa uma série de orientações para administração de política macroeconômica que tem como fundamentação teórica diversas escolas neoclássicas (monetarista, novo-clássica, ciclo real de negócio e novo-keynesiana). Entre os elementos que compõem sua teoria, estão, a hipótese das expectativas racionais, da existência de uma taxa natural de desemprego, neutralidade da moeda no longo prazo, inconsistência intertemporal da política monetária e existência de rigidez de preços e salários. Em resumo, a NCM é a síntese da teoria macroeconômica que tem como principal característica a utilização da política monetária como principal instrumento de política econômica objetivando a estabilidade do produto e controle inflacionário (Paula; Saraiva, 2015).

De forma geral, os elementos teóricos e as orientações de condução prática de política macroeconômica se resumem no tripé macroeconômico⁴. O regime de metas de inflação incorpora fundamentos de teoria monetarista e neoclássica, pois parte da ideia de que o papel da política monetária deve ser exclusivamente reduzir pressões inflacionárias, e que o desemprego é uma variável da capacidade ociosa da economia. Entretanto, o regime de metas trabalha em cima da visão neoclássica de que os preços dos bens e serviços determinam o preço da moeda e não o contrário, como afirmam os monetaristas (Arestis; Sawyer, 2008).

Na visão da NCM, a política fiscal é uma medida desestabilizadora, mas que pode ancorar as expectativas dos agentes econômicos. Entende-se que, o aumento dos gastos públicos eleva a percepção de risco dos agentes em relação à dívida pública e desvalorização da moeda. A deterioração das expectativas eleva as taxas de juros que, por conseguinte, dificulta a rolagem dos títulos públicos que financiam a dívida. O impacto da política fiscal no produto é afetado negativamente e se observa uma inflexibilidade da política monetária, determinante para a suavização do ciclo econômico (Alves et al., 2023).

Os pressupostos da NCM estão bem representados pelos estudiosos que defendem as políticas de austeridade fiscal. A lógica do argumento é que em tempos de crise as políticas fiscais restritivas (aumento de impostos ou redução de gastos) podem ter um efeito expansionista, de aumento do crescimento econômico. O debate econômico em torno dos efeitos da contração fiscal deu corpo ao conceito de austeridade, que pode ser definido pelo ajuste fiscal com objetivo de gerar crescimento econômico e equilibrar as contas públicas no curto prazo. A defesa da austeridade fiscal sustenta que, diante da desaceleração econômica e do aumento da dívida pública, o governo deve realizar um ajuste fiscal, de preferência com cortes de gastos em detrimento do aumento de impostos. O mecanismo por trás desta estratégia é mostrar responsabilidade fiscal aos agentes econômicos, melhorando suas expectativas em relação à dívida pública, e assim ancorando suas decisões de consumo e investimento. Essa linha de pensamento é conhecida como “contração fiscal expansionista”, e embora semelhante à como Keynes pensou, no estímulo fiscal em ação (a partir do suporte às decisões de gasto dos agentes), esta linha pressupõe uma resposta completamente oposta no mecanismo de estímulo (Rossi, 2018).

⁴ Política macroeconômica composta pela adoção simultânea: i) do regime de câmbio flutuante (via política cambial); ii) do regime de metas de inflação (via política monetária); iii) do regime de superávit primário (via política fiscal). O objetivo seria obter estabilidade da taxa de inflação, equilíbrio automático do balanço de pagamentos, e a redução da dívida pública como proporção do PIB (Castelo Branco et al., 2015; Oreiro, 2015).

Keynes (2017) argumentava que a disputa de recursos entre setor público e privado depende inteiramente do ciclo econômico. O autor entendia que o momento do corte de gastos é o pico do ciclo, e não o vale. Em períodos recessivos, com os recursos da sociedade subempregados, o aumento de gastos públicos gera emprego e renda, enquanto que em momento expansivos, os gastos públicos não têm efeitos tão significativos no produto, mas também não significa que sejam negativos. A contração fiscal expansionista decorre do pressuposto neoclássico de que setor público e privado sempre disputam recursos, os defensores desta teoria acreditam que o gasto público causa efeito *crowding-out* no gasto público, e dada a maior eficiência do gasto privado, defendida desde os postulados de Adam Smith, este gera um aumento no produto maior do que o público.

Estudos empíricos conduzidos a partir dos anos 1990 tentam corroborar estes argumentos teóricos. Por exemplo, Alesina e Perotti (1995) afirmam que os ajustes fiscais não provocam ou agravam grandes recessões econômicas. Os autores estudaram os efeitos positivos da redução do déficit público no crescimento econômico de países da OCDE, entre 1960 e 1990, e os resultados encontrados apontam efeitos de *crowding-in* dos investimentos privados e aumento da competitividade. Entre ajustes tributários e orçamentários, os autores defendem, pelo mesmo argumento keynesiano de preservação do poder de compra, que os ajustes fiscais mais eficientes são os relacionados aos cortes de gastos, principalmente com salários.

Alesina e Ardagna (2010), por sua vez, analisaram 21 países da OCDE, entre 1970 e 2007, em 107 momentos diferentes em que medidas de ajuste fiscal foram tomadas. As evidências encontradas foram que em 26 episódios os países que adotaram as medidas experienciaram crescimento econômico nos anos seguintes. Essa evidência justificaria a utilização de políticas de austeridade. Os autores argumentam que, além do estímulo expansionista da contração fiscal, há possibilidade para uma expansão fiscal causasse uma contração no nível de atividade, alegando assim a existência tanto de uma “contração fiscal expansionista” como de uma “expansão fiscal contracionista”. Isso significa que o ativismo fiscal não só não ajuda, como seria também um fator que desequilibra as condições para o crescimento do produto. A respeito de qual ferramenta fiscal é a mais eficiente na redução da relação dívida pública/PIB, os autores argumentam que os ajustes baseados em despesas resultam em reduções mais duradouras da relação dívida/PIB do que os ajustes tributários.

Apresentando um contraponto teórico, Krugman (2015) crê que a geração de confiança via austeridade é baseada em uma fantasia onde se acredita que, por um lado, os governos são

reféns de “vigilantes invisíveis da dívida” que punem pelo mau comportamento e, por outro lado, existe uma “fada da confiança” que recompensará o bom comportamento. O autor ainda mostra evidências de que os países europeus que mais aplicaram a austeridade foram os que menos cresceram. Para Skidelsky e Fraccharoli (2017) a confiança acompanha o desempenho econômico, e a austeridade não aumenta, mas diminui a confiança ao gerar recessão. A contração fiscal tem impacto direto no consumo de bens e serviços, e o consumo é determinante para as decisões de investimento do empresário. Em momento de crise intensa, quando todas as variáveis macroeconômicas estão em queda, uma contração fiscal agravaria a crise.

Sobre o caráter excessivamente baseado nos possíveis efeitos vindos de expectativas resultantes da política de austeridade fiscal, Perotti (2013) entende que os efeitos provocados pelos ajustes são completamente dependentes das características econômicas de cada país, e que nem todos os países encontrariam o mesmo resultado aplicando ajustes fiscais. O autor adiciona que nos episódios positivos encontrados por Alesina et al (1995, 2010) o crescimento observado está mais relacionado a um crescimento nas exportações do que ao aumento de confiança por parte dos agentes. Jayadev e Konczal (2010) apontam que, entre os episódios positivos encontrados em Alesina e Ardagna (2010), em apenas dois, o ajuste fiscal foi implementado em situação de desaceleração econômica e defendem a ideia de que o “*timing*” do ajustes fiscal é decisivo para seu resultado, tendendo a ser positivo momentos de crescimento.

Por fim, a eficiência da aplicação da NCM, principalmente em países subdesenvolvidos, é um dos principais motivos de debate. Do ponto de vista do pensamento heterodoxo, os fundamentos neoclássicos da NCM representam um grande problema. Sua interpretação da economia e a admissão de um equilíbrio de longo prazo padece de inconsistências teóricas, além de não levar em consideração os diferentes aspectos econômicos dos países (Teixeira; Missio, 2011), provavelmente porque se baseiam em regularidades comportamentais universais no tempo e espaço, além de teorias econômicas desenvolvidas com pressupostos que podem cair bem nas relações de produção e distribuição econômica dos países do centro capitalista, mas não na periferia do sistema.

3.6 PÓS CRISE FINANCEIRA DE 2008: VALE A PENA RETOMAR AS POLÍTICAS KEYNESIANAS?

Muito semelhante à crise de 1929, a crise econômica global de 2008 (que começou nos Estados Unidos) trouxe relevância dos estudos sobre a política fiscal para o debate econômico, e para

os formuladores de políticas públicas, o interessado no papel estabilizador. Novamente, os países desenvolvidos atingiram o *zero lower bound*, quando não há mais espaço para reduções adicionais na taxa de juros pelas autoridades monetárias. E esse cenário foi o que a teoria keynesiana precisava para reafirmar a necessidade de uma ação ativa do estado, e o caráter anticíclico da política fiscal. O que caracteriza essa nova fase da teoria keynesiana é a corrida dos economistas para encontrar evidência empírica da existência de multiplicadores fiscais significativos (Resende, Pires, 2021).

Quando a crise financeira estourou em 2008, e as taxas de juros da política monetária caíram para seus limites quase zero, os formuladores de políticas ao redor do mundo recorreram a pacotes de estímulo fiscal para evitar que suas economias entrassem em outra Grande Depressão. No entanto, à medida que o declínio do PIB e das receitas fiscais levaram a déficits orçamentários governamentais em deterioração, e preocupações com o aumento da dívida soberana, inúmeros países abandonaram seus pacotes de estímulo fiscal e, em vez disso, adotaram medidas de consolidação fiscal. Ao tentar prever os impactos desses vários programas fiscais, os formuladores de políticas e acadêmicos ficaram surpresos ao descobrir a falta de consenso sobre o tamanho dos efeitos da política fiscal e a escassez de pesquisas sobre o tema desde a década de 1960. Assim, pesquisadores de muitos países direcionaram a atenção para este tópico há muito negligenciado (Ramey, 2019).

Segundo Romer e Bernstein (2009), o ponto de partida desse novo ciclo de discussão se deu com o lançamento do *American Recovery and Reinvestment Plan*, lançado em 2009 nos Estados Unidos da América, principal potência econômica capitalista. Esse programa justificou o plano de ação fiscal do governo americano a partir do estabelecimento de multiplicadores fiscais substanciais. A partir de novas pesquisas empíricas, importantes trabalhos como o Hall (2009), Eggertsson & Krugman (2012) e Woodford (2010) mostraram que os multiplicadores fiscais não são parâmetros rígidos. Esses resultados teóricos têm ressaltado cada vez mais a importância de avaliar o tamanho do multiplicador fiscal levando-se em consideração as condições econômicas presentes na conjuntura e também o arcabouço de política econômica adotada. Essa reflexão tem levado os economistas a concluir que os multiplicadores fiscais são dependentes do estado da economia dentro do ciclo econômico (além de algumas variáveis-chaves), e não são estanques ou imutáveis. Ao considerar essa característica, torna-se possível estabelecer de forma mais adequada políticas que visem estabilizar a demanda agregada de forma mais eficiente (Pires, 2014).

A crise sanitária gerada pela pandemia da doença causada pelo coronavírus (COVID-19) provocou a pior contração econômica e social das últimas décadas, e fez ressurgir o debate sobre o papel das políticas fiscais. Montani e Busato (2023) argumentam que os pilares do NCM, pautados em políticas de estabilização e pouca atividade fiscal, falharam em combater os efeitos recessivos da pandemia e que, a partir daí, surgiu um novo “consenso fiscal”. Neste consenso, impera a aceitação de expansões fiscais em contextos de taxas de juros baixas e a adoção de maior flexibilidade no arcabouço de regras fiscais nos países centrais. Entretanto, afirmam os autores, no que diz respeito às economias em desenvolvimento, persiste inalterada uma concepção fiscalista e contrária ao crescimento do endividamento público.

O capítulo seguinte levanta o que foi encontrado pela literatura econômica a respeito das variáveis que podem influenciar os multiplicadores fiscais (e o sucesso das políticas keynesianas em sua ação contra cíclica).

4. QUAIS OS FATORES QUE INFLUENCIAM O EFEITO MULTIPLICADOR DA POLÍTICA FISCAL?

Um ponto de conflito entre as teorias apresentadas é o comportamento dos agentes. Respectivamente, as expectativas condicionadas de Keynes (Afonso, 2010), adaptativas, de Friedman (1995) e as racionais, da equivalência ricardiana (Alves et al., 2023) todas são leituras *a priori* do comportamento dos agentes determinantes do efeito multiplicador. Com o auxílio da econometria moderna, o debate sobre efeito multiplicador passa por uma mudança de caráter teórico para empírico após a crise financeira de 2008, quando os pesquisadores buscaram comprovação empírica dos arcabouços teóricos pré estabelecidos na literatura (Ramey, 2019; Resende; Pires, 2021).

A utilização da política fiscal para conter os efeitos da crise financeira global reavivou debates e chamou a atenção para um tópico teórico muito importante: é impossível existir um único multiplicador fiscal. O que parece mais razoável é que os multiplicadores dependem das circunstâncias atuais, bem como das estruturas econômicas subjacentes e dos regimes adotados pelos governos. Conseqüentemente, o impacto provável da política fiscal não pode ser avaliado sem uma consideração adequada dos principais fatores que caracterizam o ambiente econômico entre países e ao longo do tempo (Corsetti, 2012).

Os fatores que podem influenciar os multiplicadores são conhecidos, entretanto, a literatura muitas vezes encontra, nos estudos empíricos, efeitos opostos ou nulos para estes. Segundo Cavalcanti (2009), Corsetti (2012), Ilzetzki, Mendoza e Végh (2013), entre as características que modificam o multiplicador fiscal, as mais abordadas pela discussão científica são: i) o momento no ciclo econômico e o “*timing*” da política; ii) a relação dívida/PIB; iii) a taxa de juros; iv) mecanismos de transmissão; v) a política cambial; vi) a abertura econômica; vii) o grau de desenvolvimento do país.

O método e os critérios utilizados na pesquisa científica também podem ter muita influência nos resultados encontrados. Parte do motivo da comunidade científica encontrar resultados divergentes pode ser atribuído ao critério de avaliação e determinação destas características, pois alguns desses fatores são variáveis menos concretas do que outras. Por exemplo, países classificados como desenvolvidos e subdesenvolvidos podem ter respostas diferentes ao estímulo fiscal, não pela classificação em si, mas por que são países que possuem estruturas socioeconômicas distintas que resultam numa determinada resposta do produto à expansão

fiscal. E mesmo entre os que apresentam tais características semelhantes podem apresentar respostas diferentes à política fiscal. Por exemplo, Silva e Cândido Júnior (2009) encontraram multiplicadores fiscais diferentes entre países subdesenvolvidos da América Latina.

Mas alguns consensos, e evidências mais sólidas e consistentes ao longo do tempo, também podem ser observados na literatura. Cavalcanti (2009), por exemplo, levanta algumas convergências de resultados empíricos observadas na literatura internacional, a citar alguns: a) o multiplicador quase sempre positivo em países desenvolvidos; b) países em desenvolvimento apresentando multiplicadores menores em comparação aos desenvolvidos; c) regime cambial e nível de abertura comercial inversamente proporcionais ao multiplicador; d) grau de endividamento público diretamente responsáveis por respostas ineficientes ou opostas do produto aos gastos públicos. Alguns destes consensos são observáveis na revisão de literatura deste trabalho, mas algumas nuances são importantes de serem pontuadas devido ao alto risco de viés inerente aos estudos, principalmente devido à amostra e período de tempo escolhido pelo autor, além do método de estimação empregado.

4.1 CICLO ECONÔMICO

A literatura tem buscado verificar se os multiplicadores fiscais diferem de acordo com a fase do ciclo econômico. Principalmente, descobrir se são maiores do que o usual em períodos de recessão. Os modelos keynesianos modernos pressupõem que os multiplicadores não são lineares e são dependentes do estado da economia (Fazzari et al., 2015). Como supõe a teoria keynesiana tradicional, em tempos de capacidade ociosa, o argumento tradicional de efeito *crowding-out* geralmente é menos aplicável, uma vez que capacidades excedentes estão disponíveis na economia. Além disso, a proporção de famílias e empresas com restrições de crédito, que ajustam seus gastos em resposta a uma mudança na renda disponível, é maior (Baum et al., 2012). Pesquisadores novo-keynesianos tendem a determinar os ciclos econômicos a partir do desemprego, mas outros critérios foram popularizados dentro da literatura de multiplicadores fiscais, como por exemplo taxa de crescimento, hiato do PIB (Alves et al. 2020).

Michaillat (2014) chama atenção que os estudos que estimam multiplicadores médios ao longo de todo o ciclo econômico possam não ser úteis para a formulação de políticas públicas, devido ao multiplicador ser muito diferente em recessões em relação às expansões. O autor encontrou

multiplicadores próximos de 0,5 à uma taxa de desemprego de 6%, e de 0,71% quando a taxa chegou a 8%.

Auerbach e Gorodnichenko (2012), ao realizarem uma estimação de multiplicadores fiscais, da economia estadunidense, encontraram multiplicadores entre 0,0 e 0,5 para períodos de expansão, e entre 1,0 e 1,5 para período de recessão. Utilizando o mesmo método, os autores estenderam a análise aos países da OCDE, encontrando evidências keynesianas de que a política fiscal estimula o produto durante grandes recessões, e que os efeitos *crowding-out* e colaterais negativos do estímulo fiscal, como a inflação, não menos prováveis de ocorrer em tais situações. Por outro lado, Ramey e Zubairy (2018), utilizando o mesmo método, não encontram estas diferenças significativas nos multiplicadores fiscais dos EUA entre 1889 e 2013. Isso indica que os motivos para tal diferença dos resultados encontrados por Auerbach e Gorodnichenko (2012) podem ser os pressupostos escolhidos (determinantes do ciclo) ou escolha de amostra.

Bachmann e Sims (2012) encontram evidências que o multiplicador fiscal é próximo de zero nas expansões e próximo de 3 nas recessões. Também foi identificado pelos autores que os efeitos dos gastos do governo no produto são muito mais discrepantes no longo prazo do que no curto, e que esses efeitos tendem a ser mais duradouros para os casos em que a política pública está direcionada ao investimento público. O estudo de Shoag (2010), para economia dos EUA, reporta multiplicadores entre 3 e 3,5 para recessões e 1,5 para expansões. Mitnik e Semmler (2011) identificaram que o impacto do aumento de 1% do produto num período contracionista em 2008, provocou uma redução de 1,8% no desemprego em dois anos, enquanto o mesmo 1% em 1983, expansionista, provoca uma redução de apenas 0,8%. O contrário também se mostrou verdadeiro, choques positivos no nível de emprego se mostraram mais fortes no produto em períodos recessivos. A conclusão dos autores, em conformidade com Auerbach e Gorodnichenko (2012) é: o “*timing*” da política pública importa para efetividade da mesma.

Alloza (2017) investiga o comportamento do multiplicador fiscal ao longo do ciclo econômico e como ele reage a diferentes níveis de incerteza. Os resultados encontrados levam a entender que os multiplicadores são positivos em períodos expansivos ou baixa incerteza, e negativos nos recessivos ou de elevada incerteza. Por outro lado, Batini et al. (2012), com resultado na contramão, investiga os efeitos de uma política fiscal contracionista em períodos recessivos e expansivos. A análise deles mostra que retirar estímulos fiscais muito rapidamente em economias onde a produção já está contraindo pode prolongar suas recessões sem gerar a

economia fiscal esperada. Isso é especialmente verdadeiro se o ajuste fiscal se concentrar em cortes nos gastos públicos, o que provavelmente reflete o fato de que reduções nos gastos públicos têm efeitos poderosos no consumo de agentes em situação de restrição de crédito. De acordo com o estudo, um ajuste fiscal é substancialmente mais impactante se realizado durante uma recessão do que durante uma expansão. Os multiplicadores de curto prazo para ajustes que começaram durante recessões variam entre 1,6 e 2,6 para gastos e de 0,2 a 0,4 para tributos. Os multiplicadores de curto prazo, para ajustes que começaram durante expansões, variam de 0,3 a 1,6 para gastos e de -0,3 a 0,2 para tributos. Os multiplicadores cumulativos de médio prazo têm tamanhos semelhantes aos multiplicadores de curto prazo, indicando que uma grande parte do impacto dos choques fiscais sobre a produção se materializa dentro dos primeiros dois anos.

Fazzari et. al. (2015) apresentam evidências empíricas robustas em favor de efeitos não lineares e dependentes do estado da política fiscal. As estimativas identificam claramente respostas diferentes da economia a choques nos gastos do governo, dependendo se a economia tem alta ou baixa utilização de recursos econômicos. O produto e o consumo se mostraram sempre positivos em relação ao choque fiscal independentemente do período, porém, os efeitos tendem a dobrar em tamanho e durabilidade para períodos de alta capacidade ociosa.

Owyang et. al. (2013) também investigam a proposição de que os multiplicadores são maiores durante períodos de alto desemprego de recursos, utilizando séries históricas dos Estados Unidos e Canadá. Não encontraram evidências de que os multiplicadores sejam mais altos durante períodos de folga nos dados dos Estados Unidos, onde para todos os estados do ciclo, os multiplicadores parecem estar entre 0,7 e 0,9. Em contraste, as estimativas usando dados do Canadá indicam que os multiplicadores são tipicamente maiores durante períodos de desemprego elevado. Os multiplicadores estão em torno de 0,5 durante tempos normais, mas estão acima da unidade durante o estado de análise.

O trabalho de Caggiano et. al. (2015) também corrobora com a ideia de que o momento do ciclo influencia o efeito multiplicador, mas somente quando levada em consideração a intensidade do período. Condicionada a uma classificação padrão de recessões e expansões das fases do ciclo econômico dos EUA, os resultados não apoiam a ideia de um multiplicador fiscal pró-cíclico. Entretanto, quando os autores levam em consideração a “força” do período do ciclo (recessões e expansões fortes e fracas) eles observaram que os multiplicadores fiscais em recessões fortes são muito maiores que 1 e estatisticamente relevantes, o que não acontece durante expansões fortes.

Corsetti et al. (2012) encontraram que em períodos marcados por crises financeiras, os multiplicadores fiscais são mais elevados do que em tempos menos turbulentos, suportando a ideia da utilização de política fiscal para mitigar o estresse financeiro provocado por uma crise, como a de 2008. Entretanto, os resultados também mostram que, historicamente, os países tendem a reduzir o gasto governamental em tempos de crise em prol da estabilização da dívida pública, o que pode levar ao argumento de que políticas de austeridade em tempos de normalidade são importantes para proporcionar uma liberdade financeira para o governo viabilizar gastos durante grandes recessões.

Baum et. al. (2012) estudaram os efeitos dos choques fiscais das sete maiores economias do mundo, o G7, e encontraram evidências de que o impacto da política fiscal na atividade econômica varia com o ciclo econômico e que o efeito da política fiscal sobre a produção é não linear. Os multiplicadores fiscais para as seis economias analisadas são, em média, maiores em períodos de redução da atividade econômica em crescimento. Descoberta importante do estudo é que os multiplicadores fiscais variam drasticamente entre os países analisados. Choques nos gastos geralmente têm um efeito maior sobre a produção em países que o hiato do PIB é negativo. Os multiplicadores de receitas fiscais não apresentaram resultados tão conclusivos, embora para a Alemanha, os multiplicadores de receitas fiscais apresentaram números maiores durante a expansão. Essa heterogeneidade nos multiplicadores aponta para a importância do uso personalizado de políticas fiscais para cada país e uma avaliação específica por parte da literatura científica em cada um deles.

4.2 POLÍTICA MONETÁRIA

Eventos históricos como a crise financeira de 2008 mostram uma tendência a adotar políticas fiscais em momentos em que a taxa de juros atinge seus limites inferiores. Um tópico sujeito a investigação pelos pesquisadores é se a taxa de juros exerce influência sobre o efeito multiplicador.

Na teoria novo-keynesiana, o tamanho do multiplicador de gastos depende da postura da política monetária, os multiplicadores são grandes apenas quando a taxa de juros alcança o “*zero lower bound*” (Fazzari et al., 2015). Os resultados encontrados por Woodford (2010) mostram que o multiplicador é bem elevado nas condições em que se atinge o limite inferior para taxa de juros, e sugere que o multiplicador fiscal é influenciado pelo tipo de política monetária que é adotada pelo Banco Central. Economistas novo-keynesianos como Christiano

e Eichenbaum (2011) e Coenen et al. (2012) investigaram o sinal desta influência e encontram evidências de que a eficácia da política fiscal será maior em circunstâncias em que a política monetária apoia a política fiscal ao acomodar ações fiscais estimulantes por meio da manutenção das taxas de juros constantes por algum período de tempo.

Christiano e Eichenbaum (2011) encontram multiplicadores perto de 0,9 em tempos normais e de 3,9 no “*zero lower bound*”. Coenen et. al. (2012), além de encontrarem resultados semelhantes, chegam à conclusão de que, durante um “*zero lower bound*”, para o estímulo fiscal, tão importante quanto o nível da taxa de juros é a consistência que esta se mantém, contribuindo para a estabilidade da expectativa dos agentes. A teoria novo-keynesiana trabalha em cima da teoria de que o banco central varia a taxa de juros seguindo a regra de Taylor (Hall, 2009).

Uma evidência divergente é encontrada por Ramey e Zubairy (2018), que utilizaram o “*zero lower bound*” como parâmetro para determinar o ciclo econômico em sua pesquisa e não encontraram evidências de que, se analisada amostra completa, os multiplicadores não aparentam ser maiores nesta situação. Entretanto, ao excluir o período Segunda Guerra Mundial da amostra, algumas especificações sugerem que o efeito multiplicador seja maior neste contexto. Esses resultados não são robustos a generalizações simples, como a inclusão de impostos, portanto os autores não podem afirmar que encontraram evidências definitivas de multiplicadores mais altos no *zero lower bound*.

Durante a crise financeira de 2008, muitos países encontraram limitações na política monetária ao adotarem taxas de juros próximas de zero, e aderiram a ideia de que uma ação ativa por parte do governo seria necessária para acelerar o crescimento econômico. A situação se tornou comum entre os países, entretanto, por ser uma condição muito recente e de pouca duração, não representa uma amostra suficiente para que se produzam estudos empíricos com resultados robustos. Kuttner e Posen (2001) destacam que a exceção para este caso é o Japão, que desde de 1990 possui uma taxa de juros muito próxima de seus limites inferiores e um baixo crescimento econômico, mesmo após ter experienciado políticas fiscais expansionistas. A condição do Japão é motivo de discussão entre os economistas que buscam comprovar, ou não, a eficiência da política fiscal no país.

Em 1990 o Japão passou por um colapso da sua bolsa de valores que provocou uma recessão econômica. Em 1996, o governo japonês aplicou um pacote de estímulos fiscais e a economia

reagiu positivamente, entretanto, depois de um ano, a economia japonesa não conseguiu sustentar a tendência de crescimento. Economistas que observam a experiência japonesa com política fiscal tendem a dividir-se em um grupo que acredita que políticas keynesianas tradicionais falharam, e outro grupo que crê que essas políticas foram realizadas de maneira branda, ou sequer foram tentadas. Um dos pontos de inflexão é que o aumento do déficit fiscal alinhado com a estagnação da economia levam a crer que a estabilização fiscal falhou, entretanto, é possível identificar que a elevada dívida pública se deve à uma carência da receita tributária do país, e não de políticas fiscais expansionistas. Dito isto, poderia ser necessária uma política fiscal mais agressiva (Kuttner; Posen, 2002).

Auerbach and Gorodnichenko (2014) afirmam que é possível identificar efeitos positivos da política fiscal na economia japonesa, mas esta identificação fica mais difícil para os períodos mais recentes. Os autores consideraram os resultados insuficientes para tirar conclusões sólidas, e listam as razões para isso. Primeiramente a dificuldade em determinar o ciclo de negócios do Japão devido ao país passar por uma longa fase de crescimento após a segunda guerra mundial, até culminar no colapso da bolha em 1990, que deixou a economia do país estagnada por um longo período. Segundo, a dificuldade em detectar os impactos da política fiscal quando a política fiscal opera contra a mesma. O Banco do Japão sempre foi muito sensível e rápido em aumentar a taxa de juros ao menor sinal de inflação, fazendo assim com que todo pacote de estímulo fiscal esteja acompanhado de uma expectativa de resposta do Banco do Japão, mitigando os efeitos que ele possa produzir. Terceiro, o colapso da bolha pode ter provocado mudanças na economia que teriam impedido a habilidade da política fiscal de estimular a demanda. Quarto, e último motivo, é a dificuldade em obter séries temporais longas e sobre o Japão no período pós guerra. Algumas variáveis deste período carecem de monitoramento e linearidade, como por exemplo, dados sobre o produto não apresentam consistência ao longo dos anos, e a série de desemprego parece insensível às variações do ciclo⁵.

Após a recessão econômica provocada pelo COVID-19, existe um entendimento da literatura *mainstream* de que políticas fiscais expansionistas são aceitáveis em momentos em que as taxas de juros são muito baixas, e que as taxas de juros próximas de zero invalidam a ideia de efeitos *crowding-out* dos gastos públicos (Blanchard et al., 2021). Furman e Semmers (2020), por exemplo, argumentam que a preocupação convencional da literatura *mainstream* com o

⁵ A taxa de desemprego circulava em torno de 1% a 2%, nos piores momentos nunca ultrapassou 6% (Auerbach & Gorodnichenko, 2014).

aumento do endividamento público provocados pela política fiscal não deve se aplicar a um contexto onde as taxas de juros estariam inferiores à taxa de crescimento da economia, pois seria improvável que a dívida pública saísse do controle em tal situação.

4.3 DÍVIDA PÚBLICA

Apesar de toda ambiguidade dentro do debate sobre multiplicadores fiscais, a influência negativa da relação dívida pública, como proporção do PIB, no efeito multiplicador é um ponto bastante consensual dentro do debate científico. A maior parte dos estudos empíricos, apesar do método ou amostra, apontam para a afirmativa de que uma dívida elevada mitiga o efeito multiplicador. A estimação dos efeitos da política fiscal sobre o nível de atividade pode estar enviesada caso a dívida pública, como determinante dos gastos e receitas públicas, não seja considerada de forma adequada (Cavalcanti; Silva, 2010).

A análise de Perotti (1999) indica que uma relação dívida/PIB tem um valor crítico que, quando alcançado, sinaliza para os agentes econômicos que um aumento na tributação pode estar por vir, provocando uma contração no consumo privado e no produto. Corroborando com esta linha, Auerbach e Gorodnichenko (2012) encontraram evidências que uma dívida alta reduz a resposta do produto aos choques provocados pelos gastos do governo. Em suas estimativas, encontraram que, quando a relação dívida/PIB é zero e a economia se encontra em uma recessão profunda, o aumento de 1% por cento dos gastos públicos afeta o produto em aproximadamente 0,73%, em contrapartida, quando o nível de dívida representa 100 por cento do PIB, a resposta do produto ao mesmo estímulo é de apenas 0,09%. Esses resultados vão de encontro à literatura novo-keynesiana que sugere que choques nos gastos do governo vão inevitavelmente provocar efeito *crowding-out* na atividade econômica privada mesmo que aumente a produção.

Ilzetzki, Mendoza e Végh (2013) utilizando uma base de dados da Zona do Euro e do FMI construíram uma base de dados incluindo todos os países que ultrapassaram 60% do PIB em dívida, por pelo menos 3 anos. A partir da análise desses dados chegaram à conclusão que, em países com alto endividamento público, a política fiscal gera efeitos negativos ao PIB. Os autores sugerem que em países onde o endividamento supera os 70% do PIB, o efeito multiplicador é muito próximo de zero. Por outro lado, também sugerem que em países onde o endividamento não alcança os 30% do PIB, o efeito multiplicador é bastante elevado.

A análise de Peres (2006), para o período de 1994 a 2005, dá sustentação à visão keynesiana tradicional que as elevações (inesperadas) dos gastos públicos estão relacionadas positivamente com o produto, e a carga tributária está negativamente relacionada com o mesmo. Em sua análise, Peres chama atenção para a importância de não se omitir a variável dívida ao estimar um multiplicador fiscal, pois ele encontrou que a consideração explícita da dívida pública parece realmente fazer diferença na estimação dos choques fiscais sobre o nível de atividade, e suspeita que modelos que omitem a dívida pública estejam superestimados.

Huidrom et al. (2020) analisaram uma amostra de 34 países para estimar como o multiplicador se relaciona com o nível de dívida. A conclusão dos autores é que o multiplicador fiscal tende a zero à medida que o nível da dívida se eleva. Nesse estudo, foi possível separar o tamanho do multiplicador em função do nível de dívida, isolando-os do efeito do ciclo econômico. Os resultados indicam que o multiplicador é superior à unidade quando ocorre uma recessão e o nível de dívida é baixo. Nalini (2015) afirma que o endividamento público é um dos principais motivos que provocam diferenças nos multiplicadores entre países desenvolvidos e não-desenvolvidos.

Mais a fundo nos efeitos negativos da dívida, Alesina e Perotti (1995), encontraram que os ajustes fiscais contracionistas produzem efeitos positivos no produto, via expectativa dos agentes econômicos a respeito da dívida pública. Economistas tendem a esperar que as contrações fiscais sejam acompanhadas de um recuo do consumo e do produto, entretanto, alguns casos na Europa, como por exemplo a Dinamarca, em 1983-86, e a Irlanda, em 1987-1989, apresentaram respostas positivas no consumo privado após uma contração fiscal. O aspecto em comum dos casos acima é que ambos ajustes fiscais ocorreram em situações excepcionais de relação dívida/PIB ou acompanharam um acúmulo exponencial de dívida (Perotti, 1999). O caso da Dinamarca e da Irlanda é motivo de constante estudo dos teóricos da “contração fiscal expansionista”, mas além disso, é uma importante evidência da relação da dívida pública com choques fiscais e o crescimento econômico (Giavazzi & Pagano, 1990).

Nickel e Tudyka (2014) analisam o impacto de estímulos fiscais em diferentes níveis da relação dívida pública/PIB para uma amostra de 17 países europeus, entre de 1970 a 2010. O estudo indica que o setor privado exibe características cada vez mais ricardianas à medida que o grau de endividamento aumenta. Enquanto os estímulos fiscais exercem efeitos expansionistas sobre a atividade macroeconômica em baixas razões de dívida-PIB, o efeito geral sobre o PIB real torna-se menor ou até mesmo negativo em momentos posteriores ao choque fiscal, com o

aumento das razões dívida-PIB. Essa descoberta fornece suporte para a associação negativa entre dívida e crescimento encontrada na literatura até agora.

Esses resultados são consistentes com a ideia de que a sustentabilidade da dívida é um fator importante na determinação do efeito na produção das compras governamentais. Quando os níveis de dívida são altos, aumentos nos gastos do governo podem atuar como um sinal de que será necessário um ajuste fiscal em um futuro próximo. A antecipação de tal ajuste poderia ter um efeito contracionista que tenderia a compensar qualquer impacto expansionista de curto prazo que o consumo governamental possa ter. Nessas condições, o estímulo fiscal pode, portanto, ser contraproducente (Ilzetzki; Mendoza; Végh, 2013).

Nos países emergentes o uso ativo de iniciativas fiscais ainda é controverso, pois desequilíbrios fiscais são comumente identificados como elementos desencadeadores ou amplificadores de crises financeiras (Favero; Giavazzi, 2007). Flutuações na disponibilidade de crédito para o governo e problemas de agenciamento de caráter político tornam as políticas fiscais pró-cíclicas, com déficits fiscais e a fragilidade das finanças públicas aumentando durante expansão na atividade econômica (Moura; Tiryaki; Teixeira, 2020).

Corsetti et al. (2012), assim como Perotti (1999), define países com finanças públicas frágeis quando a dívida bruta do governo no início do período ultrapassa 100% do PIB ou o endividamento líquido do governo do período anterior ultrapassa 60% por cento do PIB. O estudo de Corsetti et al. (2012) ainda sugere que, no caso de finanças públicas frágeis, a resposta de impacto na produção e no investimento é menor em comparação a um cenário “normal”, e não há diferença na resposta de impacto do consumo, apesar de ela ser positiva ao longo do tempo. Enquanto isso, a inflação e a taxa de juros seguem padrões semelhantes ao cenário de finanças públicas saudáveis, mas suas respostas são mais acentuadas. Tanto a queda inicial na inflação quanto o pico são maiores, e a postura monetária é mais frouxa ao longo de todo o período. Por outro lado, a taxa de câmbio não responderia imediatamente, e se deprecia menos ao longo do tempo.

4.4 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO

Um ponto importante do debate sobre multiplicadores está relacionado à eficiência dos mecanismos de transmissão. O choque fiscal estimula o crescimento econômico a partir da viabilização do investimento, do consumo privado e do aumento dos salários. Todo estudo que

se proponha a estimar o multiplicador fiscal executa uma leitura das despesas privadas, mas poucos dividem a variável despesas privadas em duas para analisar mais detalhadamente, a exemplo de Ilzetki et al. (2013), Grudtner e Aragon (2017) e Holland et al. (2020).

Modelos neoclássicos preveem que o consumo privado e o salário real devem cair após um aumento do consumo do governo: quando os gastos governamentais aumentam, as famílias reduzem o consumo devido à expectativa dos impostos a pagar no futuro. O subsequente aumento na oferta de trabalho provocaria uma diminuição no salário real. Modelos keynesianos modernos preveem o contrário, que os gastos do governo causam uma mudança na demanda por trabalho em razão das margens de lucro geradas pela rigidez nominal de preços. O aumento no salário real provocado pode induzir um maior consumo, seja por meio de um efeito de substituição ou devido à presença de restrições de crédito (Perotti; Reis; Ramey, 2007).

Hall (2009) apresenta uma discussão dos fatores que afetam o tamanho dos multiplicadores fiscais. Em um dos pontos ele afirma que um fator adicional importante para o tamanho do multiplicador é o formato da função consumo: quando o consumo dos agentes depende da renda disponível, a política fiscal tende a ser mais eficaz. Eggertsson e Krugman (2012) mostram que a política fiscal pode ter impacto significativo no produto na medida em que consegue aliviar restrições de liquidez de indivíduos. Essas afirmativas contribuem para a hipótese que restrições às despesas privadas representam atenuantes dos efeitos multiplicadores (Pires, 2014).

Sobre a resposta do consumo privado a um choque fiscal, Perotti et. al. (2007) encontra evidências que a resposta é positiva. Ramey (2011), por outro lado, encontra evidência de uma resposta negativa. Ilzetki et. al. (2013) conciliam a controvérsia afirmando que nenhum dos dois estudos levou em consideração a interação da política fiscal com a monetária. Controlando a expansão fiscal pelo comportamento da política monetária encontram evidências que o consumo privado se expande quando ocorre uma expansão monetária. Huidrom et. al. (2020) corroboram com os economistas da austeridade ao mostrarem que a resposta do consumo privado é positiva quando a política fiscal é aplicada num contexto de baixa dívida pública. Os autores também encontraram relação semelhante entre o investimento privado e a política fiscal.

Keynes (2017) afirma que elevar a carga tributária em momentos recessivos mergulharia a economia numa recessão mais profunda, pois a carga tributária representa uma restrição ao consumo. O caráter restritivo dos impostos é um dos principais argumentos utilizados pelos críticos da política de austeridade, que afirmam que, mesmo que um ajuste fiscal elevasse as

expectativas dos agentes, não seria suficiente para estimular a demanda agregada devido à compensação provocada pela elevação da carga tributária (Rossi, 2018).

Desta abordagem, surgiu a Regra de Ouro, que sugere que os investimentos públicos se pagam pelos efeitos positivos no investimento privado e no PIB, justificando o endividamento presente para ganhos futuros de receitas (Silva; Cândido Júnior, 2009). O que se observa consistentemente na literatura é que os investimentos públicos, em especial voltados para a infraestrutura, são mais eficientes em influenciar positivamente a produtividade do setor privado, criando externalidades positivas (Moura, 2015).

Silva e Cândido Júnior (2009) realizaram uma pesquisa para identificar os efeitos do consumo e investimento público nos respectivos componentes privados, no curto e longo prazo. A amostra utilizada foi de seis países da América Latina (Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, México e Venezuela) entre 1970 e 2002 e a metodologia utilizada foi a de Vetores Autoregressivos. No longo prazo, há evidências de que o investimento público tem efeitos positivos no produto e no consumo, entretanto, possui relação de substituição com o investimento privado, em outras palavras, eles supostamente disputam recursos. O consumo público tem, de forma geral, um efeito negativo no produto e no consumo privado, mas sua relação com o investimento público depende diretamente da proporção que este componente ocupa no orçamento público. Os países que têm níveis baixos de consumo público podem apresentar relação positiva deste componente com o investimento público. No curto prazo, todas as relações encontradas pelos autores foram insignificantes em termos de magnitude e duração, e os multiplicadores são geralmente menores que 1, com efeitos de no máximo dois anos de duração.

Alguns estudos mostram que uma elevação dos gastos do governo financiados com tributos *lump-sum* produz uma expansão da produtividade do capital e induz a um investimento, e acumulação de capital, maiores. Contudo, se o aumento permanente dos gastos públicos é financiado com impostos distorcivos, o produto cai em proporção maior do que o aumento dos gastos públicos. Modelos novo-keynesianos também preveem aumento do produto no longo prazo em função de um choque nos gastos públicos, quando estes são financiados com aumento de impostos do tipo “*lump-sum*”. A diferença é que os resultados são não-ricardianos, pois o consumo privado se expande no longo prazo (Silva; Cândido Júnior, 2009).

Segundo Nickel e Tudyka (2014) não há consenso sobre os efeitos de diferentes instrumentos de política fiscal, e que os mecanismos de transmissão da política fiscal podem atuar através de muitos canais. Isso se aplica também ao desenho da política, ou seja, se a política fiscal é implementada através do lado dos gastos ou das receitas, e qual a razão dentro de cada subcategoria (consumo, investimento e tributos). Para Afonso (2010), em relação ao *design* da política, a literatura empírica concorda amplamente que, a curto prazo, aumentos nos gastos do governo são mais eficazes em impulsionar a atividade econômica do que reduções de impostos.

Perotti et al. (2007) mostram que, quando são utilizados dados confiáveis não interpolados, as evidências apoiam a ideia de que as respostas do consumo e do salário real a um choque nos gastos do governo são positivas. Evidências independentes das tabelas insumo-produto dos Estados Unidos indicam que o salário real do produto aumentou mais nos setores que experimentaram o choque. Entretanto, o autor aborda preocupação com a robustez dos resultados afirmando que a sensibilidade do consumo privado ao choque fiscal pode se deteriorar ao longo dos anos, e que o período de tempo analisado tem bastante influência nos resultados estimados.

4.5 POLÍTICA CAMBIAL E ABERTURA ECONÔMICA

O grau de flexibilidade da taxa de câmbio é também um determinante crítico do tamanho dos multiplicadores fiscais. Economias que operam sob regimes de taxa de câmbio predeterminada têm multiplicadores de longo prazo que são maiores que a unidade, mas economias com regimes de taxa de câmbio flexível têm multiplicadores negativos tanto no impacto quanto a longo prazo (Ilzetzki; Mendoza; Végh, 2013). O que os estudos empíricos também indicam com mais frequência é uma relação inversa entre a flexibilidade do regime cambial e o efeito multiplicador (Cavalcanti, 2009).

Ilzetzki, Mendoza e Végh (2013) encontraram que o multiplicador fiscal em países com taxas de câmbio predeterminadas é estatisticamente diferente de zero, e maior do que multiplicador em países com acordos de câmbio flexível. Além disso, sugerem que a principal diferença na resposta ao consumo governamental em países com diferentes regimes de taxa de câmbio, estaria no grau de acomodação monetária a choques fiscais: a resposta dos bancos centrais a choques fiscais seria crucial para avaliar o tamanho dos multiplicadores fiscais.

Além do papel dos regimes cambiais na moldagem da transmissão da política fiscal, o comportamento da taxa de câmbio também é um importante referencial para avaliar diferentes teorias macroeconômicas. Corsetti et al. (2012) destacam que o impacto do estímulo fiscal de curto prazo, inclusive sobre a taxa de câmbio, depende crucialmente do regime de consolidação da dívida no médio prazo. Em especial, se os gastos do governo contribuem para a estabilização da dívida, pois gastos mais elevados hoje induzem expectativas de uma redução sistemática de gastos no futuro. Como resultado, as taxas de juros reais de longo prazo não aumentam em resposta ao aumento inicial dos gastos, e a taxa de câmbio real se deprecia. Nessa análise, a resposta da taxa de câmbio é impulsionada pela resposta antecipada da política monetária aos cortes de gastos futuros.

O modelo Mundell-Fleming, conhecido como modelo de economia aberta, é usado para analisar, a partir do modelo IS-LM a interação entre políticas, fiscal e monetária, de um país com economia aberta e com governo. Uma análise a partir deste modelo indica que um choque fiscal não influencia o produto agregado no caso de regime cambial flexível (Nalini, 2015). O consenso da literatura científica aponta que os gastos do governo são ineficazes em estimular a atividade econômica doméstica sob taxas de câmbio flexíveis: assumindo uma postura monetária inalterada, uma expansão fiscal desloca as exportações líquidas na mesma proporção em que a taxa de câmbio se aprecia. Somente sob taxas de câmbio fixas a política fiscal se torna uma ferramenta eficaz de estabilização, porque qualquer pressão para a apreciação da taxa de câmbio é imediatamente compensada por meio da expansão monetária (Corsetti et al., 2012).

O choque fiscal causaria aumento da taxa de juros, entrada de capital estrangeiro e apreciação do câmbio, resultando numa queda das exportações líquidas, o que significa efeito “*crowding-out*”. Já para regimes de câmbio fixo, o modelo aponta um efeito positivo no PIB. Neste caso, existe uma resposta do Banco Central, aumentando a oferta de moeda para igualar a demanda maior por moeda, mantendo a taxa de juros constante. Neste tópico, indícios apontam que quanto maior abertura econômica, menor tenderia a ser o multiplicador fiscal em conformidade com modelos macroeconômicos de padrão Mundell-Fleming (Nalini, 2015; Cavalcanti, 2009). Essa previsão se estende também ao modelo de “flutuação suja”, onde o câmbio é flexível porém controlado por intervenções contínuas do Banco Central.

Monacelli e Perotti (2010) mostram que uma variação nos gastos do governo produz implicações para a taxa de câmbio real do IPC. Em contraste a um modelo padrão de ciclo econômico de economia aberta com mercados de ativos completos, a taxa de câmbio real se

deprecia em resposta a um aumento nos gastos do governo. O motivo desse resultado, segundo os autores, é o comportamento do consumo privado, que aumenta nos dados, enquanto cai no modelo como resultado de um efeito negativo na riqueza. Além disso, encontraram que ambos os componentes da taxa de câmbio real do IPC (a taxa de câmbio real de bens comercializáveis e o preço relativo de bens não comercializáveis) se depreciaram em resposta a um aumento nos gastos do governo.

O regime cambial adotado por cada país é o principal fator determinante do grau de abertura comercial, que por sua vez, demonstra consistentemente na literatura científica que influencia o efeito da política fiscal. Especificamente, um argumento conhecido sugere que uma maior integração comercial enfraquece a eficácia do estímulo fiscal, na medida em que reduz a propensão marginal de famílias e empresas a gastar em bens domésticos: com uma maior fração da renda gasta em importações, mais do estímulo fiscal "vaza" para o exterior (Corsetti et al. 2012). Por outro lado, Erceg et al. (2010) não encontraram sensibilidade do produto em relação à abertura econômica. Para eles, países mais abertos (em termos de participação nas importações) tendem sistematicamente a ser economias pequenas com taxas de câmbio fixas, o que complica a identificação de quaisquer efeitos distintos da abertura.

A classificação das economias como abertas ou fechadas segue dois princípios mais populares. Ilzetki, Mendoza e Végh (2013) usam para classificar uma economia como "aberta", o critério da proporção da balança comercial no PIB. O valor de corte definido foi 60% do PIB, acima disso sendo "aberta", e abaixo, "fechada". Já Auerbach e Gorodnichenko (2012) utilizam a média das tarifas alfandegárias para definir a abertura econômica de um país.

Ilzetki, Mendoza e Végh (2013) encontraram que em economias relativamente fechadas (seja devido a barreiras comerciais ou mercados internos suficientes) apresentam multiplicadores de longo prazo próximos da unidade, enquanto economias abertas têm multiplicadores negativos, o que significa que uma expansão fiscal neste contexto acarreta crescimento do PIB insignificantes ou decréscimo. A diferença no multiplicador fiscal dos dois grupos é estatisticamente significativa nos primeiros cinco anos. Para países com porções menores de comércio em relação ao produto, os multiplicadores são estatisticamente diferentes de zero, tanto no curto, como no longo prazo.

Auerbach e Gorodnichenko (2012) reconhecem os resultados encontrados por Ilzetki, Mendoza e Végh (2013) como previsíveis, e se consideram surpresos por não encontrarem

resultados semelhantes em sua pesquisa. A evidência encontrada pelos autores é a de que o tamanho da tarifa alfandegária não mantém relação com o tamanho do multiplicador fiscal. Os supostos motivos para tal diferença são: i) a influência do regime cambial de cada país no multiplicador do mesmo, que caberia ferramentas de controle mais sofisticadas durante a pesquisa para isolar o efeito desejado; ii) o fato dos países menores, e com tarifas baixas, tendem a ter níveis mais elevados de dívida pública e déficit fiscal, duas variáveis que se mostram na literatura como influenciadoras do tamanho do multiplicador.

4.6 GRAU DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO DO PAÍS

O grau de desenvolvimento parece ser um determinante crítico do tamanho dos multiplicadores fiscais. Ilzetki et. al. (2013) encontraram que em países em desenvolvimento, a resposta da produção a aumentos no consumo governamental é negativa no impacto (e não estatisticamente diferente de zero). Em contraste, a resposta da produção em países industrializados é positiva (e significativamente diferente de zero) no impacto. Além disso, em países em desenvolvimento, a resposta cumulativa da produção é negativa e não estatisticamente diferente de zero. Já o efeito positivo na produção em países industrializados é altamente persistente e estatisticamente significativo de zero a longo prazo.

A política fiscal difere em países em desenvolvimento não apenas em seu efeito, mas também em sua execução, já que aumentos no consumo governamental são muito mais transitórios, em contraste com choques de consumo governamental altamente persistentes em países de alta renda (Ilzetki et al., 2013). O multiplicador do investimento governamental em países em desenvolvimento é positivo, maior que um no longo prazo e estatisticamente diferente do multiplicador do consumo governamental em horizontes de previsão de até dois anos. Isso indica que a composição dos gastos pode desempenhar um papel importante na avaliação do efeito do estímulo fiscal em países em desenvolvimento (Cavalcanti, 2009).

Nalini (2015) investiga os efeitos da política fiscal em dois grupos: países desenvolvidos e em desenvolvimento. O critério escolhido pelo autor para definir os países pertencentes ao grupo foi a classificação utilizada pelo Banco Mundial, que se divide em países “*High Income*” e “*Upper Middle*”. No grupo de países foram identificadas respostas positivas das taxas de poupança e investimento (no curto prazo), inflação (nos primeiros dois anos), desemprego, dívida, conta corrente e carga tributária. Os países em desenvolvimento apresentaram resposta positiva na carga tributária, dívida pública, e na taxa de desemprego; e respostas negativas nas

taxas de inflação, poupança e investimento. O choque fiscal apresentou efeito negativo no PIB de ambos os grupos.

Lopez et al. (1998) revisaram as evidências divergentes sobre a equivalência ricardiana em países em desenvolvimento, utilizando um subconjunto dos países incluídos na base do Banco Mundial, e estimam o impacto de choques fiscais permanentes e transitórios no consumo. No geral, seus resultados indicam uma forte rejeição da equivalência ricardiana, especialmente na amostra de países em desenvolvimento.

Itzeltzki e Végh (2008) encontraram evidências que apoiam a existência, em países em desenvolvimento, de uma relação de causa e efeito entre a produção e o consumo governamental. A análise dos autores revela que a política fiscal é realmente pró-cíclica em países em desenvolvimento. Curiosamente, e ao contrário do resultado típico na literatura, os autores também encontraram evidências substanciais de efeitos pró-cíclicos em países desenvolvidos. Além disso, ao levar em consideração possíveis relações opostas de causa e efeito, identificaram um efeito positivo considerável do consumo do governo na produção, em países em desenvolvimento. Isso fornece suporte empírico para a hipótese de que o comportamento pró-cíclico do consumo governamental em países em desenvolvimento torna uma política fiscal agravante do ciclo econômico.

O grau de desenvolvimento dos mercados financeiros tem um efeito ambíguo nos multiplicadores fiscais dependendo de como o grau de desenvolvimento financeiro afeta as restrições de liquidez, e da capacidade do governo de financiar o déficit fiscal. De um lado, mercados financeiros pouco desenvolvidos limitam a capacidade de suavização do consumo, o que deveria aumentar o efeito multiplicador. Por outro lado, o efeito dos déficits governamentais nas taxas de juros depende do grau de desenvolvimento financeiro. Em países com acesso limitado aos mercados financeiros, os governos podem emitir dívida para financiar um déficit apenas a taxas de juros muito altas, o que diminui o tamanho dos multiplicadores. Entretanto, nesses países, que geralmente têm sistemas financeiros reprimidos, o governo pode emitir títulos de dívida para captar recurso dos poupadores domésticos, diminuindo assim os custos do financiamento e elevando o valor do multiplicador (Spilimbergo et al., 2009).

A ortodoxia do pensamento econômico aponta para o mercado de crédito como fator determinante do caráter pró-cíclico da política fiscal em países em desenvolvimento. A explicação é que estes países, durante tempos de crise, quando estes mais precisam, têm acesso

imperfeito a linhas de crédito internacionais (Talvi; Végh, 2005). Lee e Sung (2007) identificam que, nos países desenvolvidos, as despesas do governo se elevam apenas proporcionalmente nos períodos de expansão, enquanto os países em desenvolvimento apresentam um comportamento de despesas progressivas durante esses períodos, indicando que os governo dos países subdesenvolvidos têm tendência de gastar recursos adicionais durante os “*booms*”. Este estudo sugere que a ausência de restrição na política fiscal em períodos expansivos resulta em problemas de sustentabilidade da dívida pública no longo prazo.

Talvi e Végh (2005) encontram caráter pró-cíclico da política fiscal em países subdesenvolvidos, mas não apontam que os fatores determinantes sejam as limitações financeiras ou de crédito. Segundo os autores, a origem da política fiscal pró-cíclica em países em desenvolvimento está na incapacidade destes de, em momentos de expansão, gerar um excedente grande o suficiente que lhes permitam custear medidas fiscais, durante as recessões, com recursos domésticos.

5. EVIDÊNCIAS DO MULTIPLICADOR FISCAL NO BRASIL

A metodologia internacional foi aplicada ao Brasil em uma série de estudos tentando identificar os efeitos da política fiscal. Algumas características da economia brasileira se destacam nos estudos do multiplicador. O fato de o comércio ser relativamente fechado ao mercado externo aponta para a tendência de multiplicadores positivos e elevados. A flexibilidade do regime cambial e elevada relação dívida/PIB apontam na direção de multiplicadores negativos e insignificantes. Após o Plano Real, a dívida pública aliada à maior flexibilidade cambial, tem chamado a atenção dos pesquisadores como principais atenuantes do efeito multiplicador (Cavalcanti, 2009).

Os multiplicadores fiscais dependem de condições econômicas específicas, algumas das quais variam a curto prazo. Normalmente, países com alta propensão à importação, alta propensão a poupar, restrições de liquidez limitadas, flexibilidade de salários, regimes de taxa de câmbio flutuante, grandes estabilizadores automáticos e principalmente níveis elevados de dívida tendem a ter multiplicadores menores (Batini et al., 2014).

Embora o Brasil apresente baixos índices de propensão à importação e flexibilidade salarial, que indicam multiplicadores elevados, devido a outras características consideradas, os multiplicadores normalmente se encontram abaixo da unidade (Ilzetzki; Mendoza; Végh, 2013). A estabilização macroeconômica do início dos anos 2000 e a subsequente redução da dívida pública contribuíram para um aumento nos multiplicadores. Entretanto, a financeirização e uma taxa de câmbio mais flexível teriam direcionado os multiplicadores na direção oposta (Matheson; Pereira, 2016).

O ciclo econômico brasileiro é destacado no estudo de Pires (2014), que identifica que o Brasil possui momentos de alta e baixa volatilidade ao longo do ciclo e divide a análise em três multiplicadores: os vindos da carga tributária, do investimento público e do consumo público. A única ferramenta fiscal que apresentou multiplicadores relevantes maiores que 1 foram os investimentos públicos, nos períodos de baixa volatilidade, apresentando valores entre 1,4 e 1,7. Entre as razões citadas pelo autor para o multiplicador fiscal brasileiro serem mais relevantes em períodos de baixa volatilidade estão: a política fiscal brasileiro pró cíclica pela maior parte do período analisado (1996 a 2012) e a complexidade que uma alta volatilidade traz para a relação da política fiscal com o produto.

Castelo Branco et al. (2015) encontraram resultados semelhantes aos de Pires (2014) para o período de 1999 a 2012. Os multiplicadores fiscais do consumo público se mostraram positivos e ineficazes, enquanto os de formação bruta de capital fixo aparentam ser positivos, eficazes e com impacto permanente no longo prazo. Choques transitórios na carga tributária se mostraram ineficazes com efeitos permanentes no longo prazo. O estudo corrobora com a linha de que o investimento público é o instrumento fiscal mais eficaz em termos de impacto no PIB.

Grudtner e Aragon (2017) identificam o impacto da política fiscal em três variáveis: consumo, investimento e salários do governo brasileiro. De acordo com o estudo, multiplicadores do consumo e investimento são de forma geral, maiores em períodos recessivos do que em expansivos, o multiplicador dos salários são maiores em períodos recessivos apenas nos 2 primeiros anos e para um horizonte de 1 ano são se pode, estatisticamente, afirmar que todos são diferentes de zero. Apesar dos resultados, os autores afirmam que, em geral, não há indícios que os multiplicadores são diferentes em períodos recessivos e expansivos, porque todos os multiplicadores encontrados em períodos expansivos estão dentro do intervalo de confiança dos multiplicadores recessivos, e vice-versa.

Orair et al. (2016) investigaram o efeito do choque fiscal em diferentes tipos de gastos do governo, e como atuam de acordo com o momento no ciclo. Os autores identificaram que em períodos recessivos, gastos com ativos fixos, benefícios sociais e pessoais produzem um efeito multiplicador maior que um, entretanto, as mesmas despesas não apresentaram respostas significativas em períodos expansivos. Subsídios e outras despesas não apresentaram resultados significativos e duradouros em nenhum período do ciclo.

Alves et al. (2020) fazem uma estimativa dos multiplicadores fiscais no Brasil para investigar se estes variam de acordo com o momento da atividade econômica. Utilizando o método de Jordà (2005)⁶, analisaram a economia brasileira entre 1997 e 2017 e encontraram resultados que corroboram com teorias diferentes à medida que diferentes variáveis de transição eram consideradas para definir os momentos do ciclo econômico. O resultado mais robusto que os autores encontraram é que não existe diferença entre os multiplicadores ao longo do ciclo para qualquer variável de transição, e a conclusão é que o “*timing*” da política fiscal não importa.

⁶ Jordà (2005) desenvolveu uma metodologia de análise empírica para estimar taxas de juros e tendências de crescimento. Essa metodologia é chamada de Projeções Locais, e tem como ideia central estimar projeções em períodos de interesse, em vez de extrapolar para horizontes cada vez mais distantes a partir de um modelo dado, como é feito com o VAR.

Mendonça et al. (2009) recortaram a economia brasileira entre 1995 e 2007 para avaliar os efeitos da política fiscal, seu sinal e probabilidade de ocorrência. Os resultados encontrados apontam que um choque expansivo nos gastos do governo reduz o PIB em 77% das ocasiões, enquanto o consumo privado aumenta 98% das vezes. O aumento do consumo privado concomitante com a redução do PIB indica a ocorrência de *crowding-out* dos gastos públicos no investimento privado, que reduz ao ser substituído pelo consumo. Também foi constatado que um aumento inesperado das receitas públicas líquidas tem 56% de probabilidade de reduzir o PIB brasileiro e 76% de reduzir o consumo privado. O efeito no produto pode ser positivo ao longo prazo devido à alta expectativa dos agentes frente ao aumento da receita pública, sinalizando para eles a importância da responsabilidade do governo com o déficit público.

O trabalho de Cavalcanti e Silva (2010) corrobora com os resultados de caráter não-keynesianos encontrados por Mendonça et al. (2009), para o mesmo período, com efeitos muito próximos de zero no curto prazo, e levemente positivos a médio prazo. Na interpretação dos mesmos, no período analisado, o país se encontrava quase sempre com restrição fiscal e havia grande preocupação sobre a solvência da dívida pública. Logo, choques fiscais que aumentassem a relação dívida/PIB deveriam acarretar em uma política compensatória, reduzindo gastos e aumentando tributos para manter a dívida sob controle. A expectativa dos agentes por esses acontecimentos se concretizarem resultando num efeito multiplicador menor.

Peres (2006) também destaca a importância de não se omitir a variável dívida na análise. Entretanto, seu estudo para o período de 1994 a 2005, dá sustentação à visão keynesiana tradicional, que elevações (inesperadas) dos gastos públicos estão relacionadas positivamente com o produto, e a carga tributária está negativamente relacionada com o mesmo.

A estrutura tributária do Brasil é um fator importante para o valor do multiplicador. Uma vez que o crescimento da carga tributária total é acompanhado por uma maior participação das faixas de renda mais baixas, em momento de baixo crescimento econômico, a receita fiscal é negativamente afetada devido à elevada dependência da estrutura tributárias das faixas de renda mais baixas, visto que os estratos salariais inferiores são os mais afetados em momentos de recessão (Correia; Barros Neto, 2021).

Barros Neto e Correia (2020) identificaram trimestre específicos da história do Brasil que possuíam grande variação nas séries temporais, e assim, buscaram mensurar os multiplicadores fiscais em três momentos específicos da economia brasileiro: os ajustes fiscais de 1998:4 e

2003:1, além da resposta cíclica do governo com o choque no PIB durante a após a crise financeira de 2008. Os autores encontraram multiplicadores positivos na ordem de 2 a 2,7 e 1,5, em 1998:4 e 2003:1, respectivamente. A crise financeira de 2008 permitiu analisar a resposta cíclica da política fiscal em uma situação onde um evento exógeno provocou a redução do nível de atividade. Para cada R\$1 em queda do produto, se observou que a política fiscal mitigou o resultado primário em R\$0,4 a R\$0,5, representando uma evidência de seu caráter contracíclico.

Moura (2015) faz descobertas interessantes a respeito da eficiência da política fiscal através de gastos com infraestrutura, e sobre a relação da política fiscal com a monetária, na economia brasileira. O autor identificou que o multiplicador de gastos do consumo público apresenta valores positivos, porém menores que um a médio e longo prazo, e o motivo atribuído a isso são os ajustes orçamentários necessários nos períodos após a aplicação da política fiscal. O multiplicador de investimento público, por outro lado, além do efeito positivo no curto prazo, apresentou valores maiores que um no longo prazo. A razão está relacionada ao maior estoque de capital público proporcionar ganhos maiores de produtividade do setor privado. O autor também descreve que uma política monetária com respostas mais amenas na taxa de juros produz multiplicadores fiscais maiores no curto prazo que se reduzem consideravelmente no longo prazo. Uma reação menos radical da autoridade monetária à pressão de demanda causada pela política fiscal explica o resultado a curto prazo. Neste caso, o multiplicador cai no longo prazo porque a recessão causada pelo esforço contra-inflacionário será muito mais intensa do que caso houvesse uma reação mais severa.

A partir de 2012, o Brasil adotou a chamada Nova Matriz Macroeconômica (NME), políticas de forte intervenção governamental na economia, que usou a política monetária para redução da taxa de juros. A política fiscal, por outro lado, se baseou no dirigismo do investimento público, elevação de gastos públicos, concessões de subsídios e intervenção em preços. A estratégia foi considerada um fracasso, visto que promoveu baixo crescimento econômico. Diversos fatores contribuíram para este fracasso como, por exemplo, o alto custo de combate à inflação gerado pela política monetária, problemas de caixa do governo, choques de oferta criados pelo controle de preços, deterioração das contas públicas devido aos estímulos fiscais e a elevação do risco país (Barbosa, 2017).

Alves (2020), alinhado com Moura (2015), também encontra multiplicadores fiscais maiores para as despesas com investimento público, principalmente em momentos recessivos. Além disso, o autor investiga que, no Brasil, os multiplicadores fiscais variam consideravelmente a

dependem do componente de despesa primária e do pressuposto ou não da existência de endividamento público. Na ausência da dívida pública, o multiplicador de receitas fiscais apresentou validade contracíclica, e isso contribuiu para o entendimento de que o tipo de consolidação fiscal é fundamental para amenizar os impactos de uma contração fiscal. Baseado nisso, o autor concluiu que a mudança na composição fiscal brasileira entre 2011 e 2014, marcada pelo aumento de desonerações e subsídios juntos à redução de investimentos públicos, foi ineficaz no sentido de estimular o crescimento do produto.

6. OBSTÁCULOS METODOLÓGICOS NA ESTIMAÇÃO DOS MULTIPLICADORES FISCAIS

A pesquisa em busca de estimar o tamanho dos multiplicadores fiscais pode ser conduzida a partir de dois métodos principais: através de modelos macroeconômicos de raiz neo-keynesiana, em particular o Modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE), e também por Vetores Autorregressivos (VAR). A modelagem DSGE leva em consideração a economia como um todo, e analisa o impacto fiscal a partir de interações de decisões microeconômicas simultâneas entre os agentes (Oliveira, 2019). Por outro lado, o VAR tende a utilizar variáveis macroeconômicas que interagem endogenamente dentro de um sistema de equações. Na Tabela 1, do Anexo, estão listados diversos estudos que utilizaram Vetores Autorregressivos (VAR), ou alguma variação deste método, em suas estimativas. Por sua vez, na Tabela 2, do mesmo Anexo, está um resumo de trabalhos que estimaram os efeitos multiplicadores através de outros métodos, principalmente o DSGE.

No caso do modelo DSGE, o valor do multiplicador tende a ser muito dependente de hipóteses específicas. Para Mittnik e Semmler (2012), modelos DSGE não são recomendados para analisar economias em recessão porque geralmente assumem hipóteses neo-keynesianas como agentes otimizadores e equilíbrio de mercado. Pelo fato de o modelo depender de tais hipóteses, e estas condições se encontram fragilizadas em períodos recessivos, análises DSGE para a política fiscal não performam bem diante da variabilidade alta do emprego.

Outras desvantagens do método DSGE, levantadas por pesquisadores, estão a ausência de consenso dentro da literatura sobre a modelagem ideal para a política fiscal, e de resultados sensíveis demais à escolha dos parâmetros (Batini, 2014). Além disso, modelos DSGE se baseiam em equações linearizadas, que podem impossibilitar análises precisas diante das variações do ciclo econômico (Parker, 2011).

Segundo Batini (2014), optar por um método ou outro requer conhecimento a respeito das condições macroeconômicas históricas do país de análise. A abordagem VAR oferecerá uma estimativa mais precisa à medida que as condições macroeconômicas do país em análise se aproximam da “normalidade” histórica do país, isto é, um momento que o país apresente baixo hiato do produto e ausência de “*zero lower bound*”. Se as condições diferem significativamente do normal, uma abordagem DSGE seria mais recomendada.

Auerbach e Gorodnichenko (2012) preferem analisar o impacto fiscal num modelo VAR estrutural (SVAR) em vez de DSGE pois, segundo os autores, é difícil modelar capacidade ociosa e mercados potencialmente desequilibrados em um sistema DSGE sem impor pressupostos fortes sobre o comportamento das famílias. Em contrapartida, modelos SVAR exigem menos pressupostos de identificação e, portanto, estão mais próximos da realidade empírica.

No VAR, as variáveis de interesse (geralmente o produto, consumo público, tributação, inflação e a taxa de juros) têm múltiplas relações causais entre elas. A principal vantagem do VAR estaria relacionada ao uso de dados específicos de cada país para a análise da relação entre política fiscal e produto. Contudo, a metodologia VAR apresenta limitações para mensurar choques estruturais, pois esta oferece apenas estimativas médias baseadas no passado, implicando que se as condições passarem por mudanças estruturais, o multiplicador fiscal estimado já não reflete bem a realidade. Além disso, o método encontra muita dificuldade de identificar choques exógenos (Batini, 2014).

Outro ponto é que a literatura empírica, a partir da análise de séries temporais, não aparenta convergir para um consenso na hora de se estimar a magnitude e sinal dos multiplicadores fiscais. Há dois problemas associados à pesquisa científica que podem ser as razões dessa divergência. Primeiro, temos o problema arbitrário que pode ser a da escolha das variáveis endógenas, estratégia de identificação das mesmas, característica e tamanho da amostra analisada ou até mesmo o período estudado. O segundo problema está relacionado à escolha da metodologia adotada. A utilização de métodos mais convencionais, como a identificação estrutural, ou métodos mais incomuns, como a restrição de sinais, possivelmente desempenha papel central nos resultados obtidos (Correia; Barros Neto, 2021).

A dificuldade de estimação dos efeitos da política fiscal está relacionada à dificuldade de diferenciar adequadamente o componente exógeno das variáveis fiscais, relacionado às mudanças discricionárias na política, de seu componente endógeno associado ao ciclo econômico. Por exemplo, um aumento no déficit público observado pode ser devido a políticas discricionárias de aumento de gastos e redução de impostos, como também pode ser resultado de uma política fiscal expansionista visando a preservação do nível da atividade diante de algum evento macroeconômico. No caso de ocorrer uma redução do nível de atividade após a expansão fiscal, duas hipóteses podem ser levantadas. A primeira é que a queda no crescimento do produto foi causada pela expansão fiscal, constituindo evidência favorável à hipótese de efeitos

não-keynesianos, e a segunda é que a redução do nível de atividade foi consequência de outro evento macroeconômico, e que a expansão fiscal amenizar seus efeitos (Cavalcanti, 2009).

A parte mais importante na estimação de efeitos de políticas públicas é a decisão de procedimento usado para obter os erros estruturais. Os erros estruturais, diferente dos erros na sua forma reduzida, são interpretados pelo modelo como choques exógenos, e respostas do sistema à choques exógenos, que são interpretadas como respostas reais. Portanto, a legitimidade das funções de impulso-resposta está diretamente relacionada ao procedimento utilizado para identificar tais erros (Correia; Barros Neto, 2021).

Dentro da abordagem dos SVAR, a identificação dos choques fiscais estruturais pode partir de informações institucionais de política fiscal, como em Blanchard e Perotti (2002), ou a partir de hipóteses sobre os sinais das respostas esperadas a choques reais, como em Mountford e Uhlig (2009). A partir de uma amostra semelhante das séries temporais dos EUA a partir de 1950, Blanchard e Perotti (2002) foram pioneiros no procedimento de identificação estrutural, enquanto Mountford e Uhlig (2009) introduziram a abordagem de restrição de sinais. A estratégia de Blanchard e Perotti (2002) para encontrar os erros consiste em calcular os efeitos da atividade econômica nas receitas fiscais, e seu comportamento sobre o modelo. A abordagem de Mountford e Uhlig (2009) interpreta que, nos primeiros semestres, cada choque resulta num efeito pré-estabelecido nas variáveis do sistema.

Os seus estudos geraram resultados diferentes, e conseqüentemente em recomendações diferentes para o uso de política fiscal. Blanchard e Perotti (2002) sugerem que uma política fiscal através de gastos públicos é a mais eficiente no estímulo da atividade econômica, enquanto Mountford e Uhlig (2009) defendem uma política fiscal tributária como a medida mais adequada em termos de velocidade e impacto. As conclusões diferentes levam a crer que o método utilizado para identificar os erros estruturais desempenhou papel fundamental nos efeitos encontrados para o efeito multiplicador.

No Brasil, Peres (2006), Peres e Ellery Jr. (2009) e Cavalcanti e Silva (2010) utilizam o método de identificação estrutural de Blanchard e Perotti (2002). Os resultados de Peres (2006) e Peres e Ellery Jr. (2009) apontam para um comportamento de caráter keynesiano nos multiplicadores brasileiros, sendo que os efeitos provocados pelos gastos públicos são maiores que os provocados pela carga tributária. Cavalcanti e Silva (2010), adaptando o método de Blanchard e Perotti (2002), estimaram paralelamente efeitos de impulso-resposta de dois sistemas, um

considerando dívida pública como variável exógena e outro não. O sistema sem a dívida pública apresentou efeito negativo para determinado choque fiscal, enquanto para o mesmo choque, o modelo com dívida apresentou efeito positivo no produto.

Correia e Barros Neto (2021) também incorporam a dívida no modelo autorregressivo, mas como uma variável endógena, e as evidências apontam que a inclusão da dívida no modelo resulta em uma resposta do produto ao choque via gastos, mais persistente e positiva. Resultados como esse para amostras semelhantes colaboram com o argumento de que a estimação de efeitos de política fiscal que não incluam a dívida podem produzir resultados viesados. Mendonça et. al. (2009) utilizam a abordagem de restrição de sinais de Mountford e Uhlig (2009) para o período de 1971 a 2007, no Brasil. Os resultados encontrados indicam efeitos negativos da atividade econômica ao choque fiscal via gastos, contrariando os resultados encontrados através do método de identificação estrutural.

As limitações metodológicas e os procedimentos de identificação de modelos estruturais representam lacunas na literatura científica capazes de explicar as controvérsias dos valores dos multiplicadores fiscais. Porém, a importância da consideração de alguns elementos se sobressai para o entendimento dos multiplicadores fiscais. Ilzetzki, Mendoza e Végh (2013), por exemplo, apontam a importância da inclusão da dívida. Correia e Barros Neto (2021) defendem a consideração da evolução da carga tributária brasileira desde de a década de 1990, afirmando que este crescimento está associado à sensibilidade da arrecadação do governo diante dos ciclos econômicos.

Ao longo da literatura científica, nota-se que muitos pesquisadores constantemente chamam atenção para as características que podem induzir certos resultados. A respeito dos ciclos econômicos, o desafio é determinar quais são os critérios adequados na delimitação dos momentos do ciclo, onde começam e terminam as recessões e expansões. Ramey e Zubairy (2018) utilizaram dois indicadores para delimitar os ciclos: desemprego e taxa de juros constante próxima do limite inferior. Alves, Rocha e Gobetti (2020), por outro lado, utilizam apenas a taxa de crescimento como parâmetro. Peres (2006), no Brasil, experimenta utilizar a volatilidade da economia para identificar os movimentos do ciclo. Esses critérios são totalmente arbitrários por parte dos autores, e podem se juntar à escolha da amostra e do tempo amostral, como um dos principais motivos das divergências entre os resultados.

Apresentando contra-argumento, Alloza (2017) investigou dois critérios na determinação do período de recessão: taxas de crescimento do produto negativas por pelo menos dois trimestres, e a taxa de desemprego, na mesma linha de Ramey e Zubairy (2018). Os resultados mostram que independente do critério utilizado, os multiplicadores estimados não apresentaram diferenças significativas, reforçando a ideia, contrária à da literatura geral, de que o efeito da política fiscal em recessões e expansões não se altera com a metodologia escolhida.

Alves et al. (2020) realizaram testes de robustez e investigaram outras variáveis de transição. Os resultados são robustos a uma série de especificações alternativas, com exceção da variável que define as fases do ciclo. Além da taxa de crescimento, foram testadas como variáveis de transição as médias móveis do hiato do produto e do nível de utilização da capacidade instalada. De acordo com o estudo, quando a variável de transição é o hiato do produto, os multiplicadores nos períodos recessivos são sempre estatisticamente significantes e maiores do que em períodos expansivos. Por outro lado, não parece haver evidência de que os multiplicadores são diferentes entre as fases do ciclo independentemente da fase. Quando a variável de transição é o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI), os multiplicadores são estatisticamente significantes, mas não parece haver diferença entre os multiplicadores quando a economia está na fase recessiva ou expansiva.

A decisão de usar a taxa de crescimento do produto como variável de transição. Duas razões justificam essa escolha. Primeiro, facilita a comparação com os trabalhos feitos para o Brasil como Orair et al. (2016), que utilizam a média móvel de 6 meses da taxa de crescimento do PIB, e Grudtner e Aragon (2017), que utilizam a taxa de crescimento do PIB real. Segundo, porque evita um problema adicional que é a escolha do melhor filtro ou forma de obter os componentes cíclicos. A descoberta de Alves et al. (2020) corrobora com a defesa de utilização de critérios rigorosos na pesquisa dos multiplicadores fiscais.

Baum et al. (2012) defendem a adesão do hiato do produto como critério de determinação dos períodos do ciclo: As razões para empregar este parâmetro em vez da taxa de crescimento do PIB são diversas. Para os autores, o hiato é a medida mais comumente usada para identificar ciclos econômicos, sendo considerada confiável não apenas retrospectivamente, mas também como um indicador em tempo real confiável para os formuladores de políticas. Portanto, é uma escolha apropriada para a análise de recessões e expansões. Outro argumento é que sob um hiato do produto negativo, há capacidades excessivas disponíveis na economia, tornando o deslocamento do investimento privado menor.

Segundo o mesmo estudo, espera-se que esse argumento seja válido enquanto hiato do produto for negativo, o que dificilmente pode ser capturado por taxas de crescimento baixas ou negativas. A taxa de crescimento do PIB também tem a desvantagem de poder ser positiva depois que a produção atingiu o seu ponto mais baixo, enquanto uma lacuna de produção negativa pode persistir por vários trimestres adicionais. Além disso, a presença usual de correlação seria positiva nas taxas de crescimento do PIB desempenha um papel na explicação da duração dos ciclos econômicos.

Os estudos do caso Japonês levantam suspeitas da credibilidade da amostra em estudos empíricos que buscam evidências da relação da política fiscal com a taxa de juros. O “*zero lower bound*” observado em tempos de crise não representa uma boa amostra pois delas não é possível tirar longas séries temporais (Auerbach; Gorodnichenko, 2014). Por outro lado, Caggiano et. al. (2015) chamam a atenção para a necessidade de cuidado ao tratar de choques previsíveis e não previsíveis, defendendo a necessidade de uma aproximação empírica entre o pressuposto e a realidade. A antecipação dos agentes ocorre de maneira variada e deve ser analisada cuidadosamente.

Em geral, a dívida tem sido reconhecida como uma variável central em configurações dinâmicas multivariadas por Chung e Leeper (2007), Favero e Giavazzi (2007), Corsetti et al. (2012) e Favero et al. (2011), entre outros. Especificamente, esses autores enfatizam que a exclusão da dívida como variável endógena ou a negligência da dinâmica da dívida em geral pode levar a vieses substanciais nos coeficientes estimados. Diferentes períodos de amostra implicam diferentes razões médias de dívida na amostra e, portanto, correspondem a ambientes de dívida diferentes. As evidências aparentemente contraditórias da literatura anterior em relação aos multiplicadores podem ser o resultado de não condicionar as estimações ao regime da dívida (Nickel; Tudyka, 2014).

Assim, os VAR geralmente usados para estimar os efeitos dos choques fiscais em várias variáveis macroeconômicas apresentam duas fraquezas: (i) eles não conseguem acompanhar a dinâmica da dívida que surge após um choque fiscal; (ii) à medida que a relação dívida evolui ao longo do tempo, eles ignoram a possibilidade de que impostos e gastos possam responder ao nível da dívida. Em outras palavras, após um choque fiscal, assume-se que impostos e gastos respondem a várias variáveis macroeconômicas, mas não ao nível da dívida pública (Favero; Giavazzi, 2007)

Existem países onde os dados revelam uma correlação positiva entre a relação do superávit com o PIB e a relação dívida/PIB, indicando que as variáveis fiscais respondem ao nível da dívida. Bohn (1998) encontra evidências de tal relação nos EUA. O autor mostra que, historicamente, o governo dos EUA tem elevado o superávit primário, ou reduzido o déficit, em resposta à elevação da relação dívida/PIB. Segundo o autor, a resposta positiva do superávit primário à relação dívida/PIB pode ser interpretada como um sinal que a política fiscal é sustentável.

Segundo Favero e Giavazzi (2007), a consequência de omitir um *feedback* do nível da dívida é que os termos de erro nas equações que são estimadas incluem, além dos verdadeiros choques fiscais exógenos, as respostas de impostos, gastos do governo e taxas de juros de longo prazo ao nível da relação dívida ao longo do caminho induzido pelo choque fiscal. Os coeficientes que são estimados e depois usados para calcular as respostas de impulso ficam são, neste caso, viesados. Um efeito desse viés é que as respostas de impulso são calculadas ao longo de trajetórias de dívida instáveis, trajetórias ao longo das quais a relação dívida-PIB diverge. Também segundo os autores, a omissão de um *feedback* do nível da dívida para as taxas de juros de longo prazo, aliada a uma falha em acompanhar a dinâmica da dívida, podem ser as razões de, em alguns experimentos, as taxas de juros não responderem significativamente a choques fiscais.

Chung e Leeper (2007) ao examinarem as fontes históricas de financiamento fiscal foram levados a incluir a dívida governamental em um VAR fiscal convencional, como os estimados por Blanchard e Perotti (2002), Perotti (2004) e Mountford e Uhlig (2008). Ao incluir a dívida, os autores confirmaram os resultados de Favero e Giavazzi (2007), de que as estimativas do impacto da política fiscal parecem ser sensíveis à escolha do conjunto de informações incluídas no VAR.

7. CONCLUSÃO

A teoria keynesiana fundou o debate sobre multiplicadores fiscais, que ao longo do tempo foi modificada e confrontada por contemporâneos de outras correntes de pensamento. O que foi observado a respeito da literatura teórica é que o interesse pelos multiplicadores keynesianos, tanto pelos pesquisadores ou pelos formuladores de política diminui à medida que a economia capitalista se afasta dos efeitos de suas crises. Tanto a Grande Depressão quanto a crise financeira de 2008, significaram um despertar de interesse dos economistas em estudar e defender a efetividade dos multiplicadores fiscais. Quando a economia global esteve em momentos menos turbulentos, teorias e políticas em defesa da estabilidade econômica e administração das contas públicas ascenderam destacando as falhas das teorias de origem keynesiana.

A sintetização dos estudos empíricos apresentados neste trabalho se mostrou tão inconclusiva quanto prevista. Entretanto, na literatura, é possível identificar alguns tópicos em que um consenso não parece tão distante. A exemplo: o alto endividamento público em relação ao PIB se mostrou consistentemente uma influência negativa no tamanho dos multiplicadores, e a relação inversa entre a flexibilidade do câmbio e o tamanho do multiplicador, também. Entre os mecanismos de transmissão do efeito, investimento público em infraestrutura se mostrou o canal mais duradouro da política fiscal, mas o consumo público, embora muito influenciado pela estrutura tributária de cada país, revelou resultados positivos no curto prazo.

As recessões econômicas se mostraram cenários onde os efeitos inflacionários da política fiscal são amenizados, contudo, não é adequado concluir que a política fiscal em períodos recessivos seja mais eficiente do que em períodos expansivos, já que a diferença do multiplicador entre os períodos se mostrou insignificante em grande parte das pesquisas. Por outro lado, a influência da taxa de juros no efeito multiplicador carece de uma maior investigação, porém é possível observar que há uma concordância, teórica e empírica, de que taxas de juros próximas de zero são o ambiente mais propício para um impacto fiscal significativo.

No Brasil, os estudos de multiplicadores fiscais apresentam evidências ambíguas e contraditórias a respeito do tamanho do multiplicador em diversos temas. Como por exemplo, a literatura científica não demonstrou resultados convergentes sobre a importância do “timing” da política fiscal como determinante do efeito multiplicador. Os resultados para o tema variam entre períodos recessivos gerando impactos fiscais maiores ou não apresentando diferencial

nenhum, a depender de qual instrumento fiscal ou variável de transição esteja sendo usado na análise. Não parece haver evidências de que expansões produzem multiplicadores maiores.

Dois pontos consensuais podem ser identificados na literatura nacional: primeiramente, a forte influência negativa da alta relação dívida/PIB ao longo da história brasileira, e como essa situação provoca efeito *crowding out* na política fiscal, compensando inclusive a alta flexibilidade cambial brasileira, que de acordo com a literatura, produziria multiplicadores fiscais maiores. Esses dois elementos coexistindo na economia nacional contribuem para a inconsistência dos multiplicadores encontrados no Brasil. Também é consenso encontrado nesta pesquisa, a superioridade do investimento público como instrumento de política fiscal em comparação ao consumo público, que independente da magnitude, consistentemente apresentou efeito multiplicador maior ao longo da literatura analisada. Pode-se concluir que a literatura nacional precisa ser ampliada a fim de fornecer mais subsídios para o entendimento dos multiplicadores fiscais no país.

Mesmo entre os tópicos em que as evidências empíricas convergem, o risco de viés que as escolhas metodológicas apresentam, reduz consideravelmente a confiança em tomar a literatura como evidência sólida, do ponto de vista que pode ser usada como base para formulação de políticas públicas, sem levar em consideração nuances e a realidade histórica e conjuntural de cada país. Características como o grau de desenvolvimento econômico e abertura comercial apresentaram evidências convergentes, porém, o consenso é muito sensível às mudanças de método, apresentando alto risco de viés. Problemas arbitrários que vão desde a escolha das variáveis, até a da metodologia adotada, se mostraram os principais responsáveis pelas evidências inconclusivas e divergentes.

A conclusão deste trabalho é que embora alguns pontos convergentes possam ser observados na literatura internacional e nacional, uma análise minuciosa da metodologia se faz necessária, inclusive onde há consenso, e que a importação de métodos baseados em amostras de outros países deve ser tratada com cautela, levando em consideração uma adequação a realidade das estruturas econômicas do país.

REFERÊNCIAS

- AFONSO, José Roberto Rodrigues. **Política fiscal no Brasil no contexto da crise**. 2010. Tese de Doutorado (Economia), Instituto de Economia da Unicamp, Campinas.
- ALESINA, Alberto; ARDAGNA, Silvia. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. **Tax policy and the economy**, v. 24, n. 1, p. 35-68, 2010.
- ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. **Economic policy**, v. 10, n. 21, p. 205-248, 1995.
- ALESINA, Alberto; PEROTTI, Roberto. The political economy of growth: a critical survey of the recent literature. **The World Bank Economic Review**, v. 8, n. 3, p. 351-371, 1994.
- ALLOZA, Mario. **Is fiscal policy more effective in uncertain times or during recessions?**. Documentos de trabajo. N.º 1730, Banco de España, 2017.
- ALVES, Renan Santos; ROCHA, Fabiana Fontes; GOBETTI, Sérgio Wulff. Multiplicadores Fiscais Dependentes do Ciclo Econômico: O que é possível dizer para o Brasil?. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 49, p. 635-660, 2020.
- ALVES, Vinícius de Oliveira. **Política fiscal no Brasil: uma estimativa dos multiplicadores fiscais para o período 1997-2018**, Dissertação (Mestrado em Economia), Centro de ciências e em gestão e tecnologia, Sorocaba, 2020.
- ALVES, Vinicius de Oliveira; RODRIGUES, Rodrigo Vilela; SILVA, Geraldo Edmundo. **A teoria econômica da política fiscal: uma avaliação comparativa dos paradigmas keynesiano, neoclássico, monetarista e Novo Consenso Macroeconômico (NCM)**. UFPR, Curitiba, 2023.
- ARESTIS, Philip. The new consensus in macroeconomics: a critical appraisal. In: FONTANA, Giuseppe; SETTERFIELD, Mark(eds). **Macroeconomic theory and macroeconomic pedagogy**. London: Palgrave Macmillan UK 2009. p. 100-117.
- AUERBACH, Alan J.; GORODNICHENKO, Yuriy. Fiscal multipliers in recession and expansion. In: ALESINA, Alberto; GIAVAZZI, Francesco. **Fiscal policy after the financial crisis**, 2012. p. 63-98, University of Chicago Press, Chicago.
- AUERBACH, Alan J.; GORODNICHENKO, Yuriy. Fiscal multipliers in Japan. **Research in Economics**, v. 71, n. 3, p. 411-421, 2017.
- AUERBACH, Alan J.; GORODNICHENKO, Yuriy. Measuring the output responses to fiscal policy. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 4, n. 2, p. 1-27, 2012.
- BARRO, Robert J. Are government bonds net wealth?. **Journal of political economy**, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.
- BAUM, Ms Anja; POPLAWSKI-RIBEIRO, Mr Marcos; WEBER, Anke. **Fiscal Multipliers and the State of the Economy**. 2012. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2012/286/001.2012.issue-286-en.xml>. Acesso em 27 mar. 2024.

BACHMANN, Rüdiger; SIMS, Eric R. Confidence and the transmission of government spending shocks. **Journal of Monetary Economics**, v. 59, n. 3, p. 235-249, 2012.

BARBOSA, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**, v. 31, p. 51-60, 2017.

BARROS NETO, Gilberto da Silveira; CORREIA, Fernando Motta. Uma contribuição para as estimativas de multiplicadores fiscais no Brasil: Análise de intervenção em modelos VAR ampliados por dummies. **Revista Brasileira de Economia**, v. 74, p. 235-254, 2020.

BATINI, Nicoletta et al. **Fiscal multipliers: Size, determinants, and use in macroeconomic projections**. 2014. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/005/2014/004/005.2014.issue-004-en.xml>. Acesso em: 24 mar.2024.

BATINI, Nicoletta; CALLEGARI, Giovanni; MELINA, Mr Giovanni. **Successful austerity in the united states, europe and japan**. 2012. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2012/190/001.2012.issue-190-en.xml>. Acesso em: 27 mar.2024.

BEN ZEEV, Nadav; PAPP, Evi. Chronicle of a war foretold: The macroeconomic effects of anticipated defense spending shocks. **The Economic Journal**, v. 127, n. 603, p. 1568-1597, 2017.

BLANCHARD, Olivier; PEROTTI, Roberto. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. **the Quarterly Journal of economics**, v. 117, n. 4, p. 1329-1368, 2002.

BLANCHARD, Olivier J.; FELMAN, Josh; SUBRAMANIAN, Arvind. **21-7 Does the New Fiscal Consensus in Advanced Economies Travel to Emerging Markets?**. 2021. Disponível em: <https://www.pii.com/sites/default/files/documents/pb21-7.pdf>. Acesso em: 30 mar. 2024.

BOHN, Henning. The behavior of US public debt and deficits. **the Quarterly Journal of economics**, v. 113, n. 3, p. 949-963, 1998.

BUSATO, Maria Isabel; PINTO, Eduardo Costa. Uma perspectiva reducionista da revolução keynesiana: a síntese neoclássica. **Análise Econômica**, v. 26, n. 50, 2008.

CAEIRO, Domingos. O breve século XX: era de extremos ou de retrocesso?. **Discursos: língua, cultura e sociedade**, Lisboa, p. 213-226, abr.2000.

CAGGIANO, Giovanni et al. Estimating fiscal multipliers: News from a non-linear world. **The Economic Journal**, v. 125, n. 584, p. 746-776, 2015.

CARLSON, Keith M.; SPENCER, Roger W. Crowding out and its critics. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**. December, 1975.

CASTELO-BRANCO, Marco Antonio; LIMA, Elcyon C. Rocha; PAULA, Luiz Fernando. Mudanças de regime e multiplicadores fiscais no Brasil entre 1999-2012: uma avaliação empírica. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. v. 43, p. 20p, 2015.

CAVALCANTI, Marco AFH. Política fiscal e nível de atividade: breve resenha da literatura empírica e lições para o Brasil. **Revista Economia & Tecnologia**, v. 5, n. 4, 2009.

CAVALCANTI, Marco AFH; SILVA, Napoleão LC. Dívida pública, política fiscal e nível de atividade: uma abordagem VAR para o Brasil no período 1995-2008. **Economia Aplicada**, v. 14, p. 391-418, 2010.

CHRISTIANO, Lawrence; EICHENBAUM, Martin; REBELO, Sergio. When is the government spending multiplier large?. **Journal of Political Economy**, v. 119, n. 1, p. 78-121, 2011.

CHUNG, Hess; DAVIG, Troy; LEEPER, Eric M. Monetary and fiscal policy switching. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 39, n. 4, p. 809-842, 2007.

CHUNG, Hess; LEEPER, Eric M. **What has financed government debt?**. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2007.

CLARKE, Simon. **Keynesianism, Monetarism and the Crisis of the State**. Aldershot: Elgar, 1988.

COENEN, Günter et al. Effects of fiscal stimulus in structural models. **American Economic Journal: Macroeconomics**, v. 4, n. 1, p. 22-68, 2012.

CONGDON, Tim. Milton Friedman on the ineffectiveness of fiscal policy. **Economic Affairs**, v. 31, n. 1, p. 62-65, 2011.

CORREIA, Fernando Motta; BARROS NETO, Gilberto da Silveira. Gastos públicos e receitas fiscais no brasil: uma análise a partir de sensibilidade de parâmetros. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 25, p. e212536, 2021.

CORAZZA, Gentil. Estado e liberalismo em Adam Smith. **Ensaio FEE**, v. 5, n. 2, p. 74-94, 1984.

CORSETTI, Giancarlo; MEIER, André; MÜLLER, Gernot J. What determines government spending multipliers?. **Economic Policy**, v. 27, n. 72, p. 521-565, 2012.

DELONG, J. Bradford. America's peacetime inflation: the 1970s. In: ROMER, Christina D; ROMER, David H.(eds). **Reducing inflation: Motivation and strategy**, p. 247-280, University of Chicago Press, Chicago, 1997.

EGGERTSSON, Gauti B.; KRUGMAN, Paul. Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 127, n. 3, p. 1469-1513, 2012.

ERCEG, Christopher; GUST, Christopher; LÓPEZ-SALIDO, David. The transmission of domestic shocks in open economies. In: GALI, Jordi; GERTTLER, Mark J. **International dimensions of monetary policy**. Chicago: University of Chicago Press, 2007. p. 89-148

FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. Debt and the effects of fiscal policy. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, 2007.

FAZZARI, Steven M.; MORLEY, James; PANOVSKA, Irina. State-dependent effects of fiscal policy. **Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics**, v. 19, n. 3, p. 285-315, 2015.

FERRARI FILHO, Fernando. As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 10, p. 213-236, 2006.

FRIEDEN, Jeffrey A. **Capitalismo global: história econômica e política do século XX**. Rio de Janeiro: Editora Schwarcz-Companhia das Letras, 2008.

FRIEDMAN, Milton. A monetary and fiscal framework for economic stability. **Essential Readings in Economics**, p. 345-365, 1995

FURMAN, Jason; SUMMERS, Lawrence. **A reconsideration of fiscal policy in the era of low interest rates**. Unpublished manuscript, Harvard University and Peterson Institute for International Economics, 2020.

GAMEIRO, Isabel Marques; PINHEIRO, Maximiano. Algumas Reflexões sobre Armadilha de liquidez e condução da política monetária em ambiente de baixa inflação. **Boletim Económico**, Banco de Portugal, Março, 1999.

GIAVAZZI, Francesco; PAGANO, Marco. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. **NBER macroeconomics annual**, v. 5, p. 75-111, 1990.

GONTIJO, Cláudio. **Os mecanismos de funcionamento do “padrão ouro”**: uma visão crítica. Belo Horizonte: Cedeplar/UFMG, 2011.

GRUDTNER, VANESSA; ARAGON, Edilean Kleber da Silva Bejarano. Multiplicador dos gastos do governo em períodos de expansão e recessão: evidências empíricas para o Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 71, p. 321-345, 2017.

HA, Jongrim; KOSE, M. Ayhan; OHNSORGE, Franziska. **Global stagflation**. Econstor, Istanbul, 2022.

HALL, Robert E. By how much does GDP rise if the government buys more output?. **National Bureau of Economic Research**, 2009.

HOBSBAWM, Eric. **Era dos extremos: o breve século XX**. São Paulo: Editora Companhia das Letras, 1995.

HOLLAND, Marcio; MARÇAL, Emerson; DE PRINCE, Diogo. Is fiscal policy effective in Brazil? An empirical analysis. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 75, p. 40-52, 2020.

HICKS, John R. Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation. **Econometrica: journal of the Econometric Society**, vol.5, nº 2, p. 147-159, 1937.

HUIDROM, Raju et al. Why do fiscal multipliers depend on fiscal Positions?. **Journal of Monetary Economics**, v. 114, p. 109-125, 2020.

ILZETZKI, Ethan; MENDOZA, Enrique G.; VÉGH, Carlos A. How big (small?) are fiscal multipliers? **Journal of monetary economics**, v. 60, n. 2, p. 239-254, 2013.

ILZETZKI, Ethan; VÉGH, Carlos A. Procyclical fiscal policy in developing countries: Truth or fiction?. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, 2008.

JAYADEV, Arjun; KONCZAL, Mike. **The boom not the slump: The right time for austerity**. Boston: The Roosevelt Institute, 2010.

JORDÀ, Òscar. Estimation and inference of impulse responses by local projections. **American economic review**, v. 95, n. 1, p. 161-182, 2005.

KALDOR, Nicholas. The new monetarism. **Lloyds Bank Review**, v. 97, n. 1, p. 18, 1970.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Saraiva Educação S.A., 2017.

KLEIN, Lawrence R. **The Keynesian revolution**. Springer. London: Palgrave Macmillan UK, 2016.

KRUGMAN, Paul. The austerity delusion. **The Guardian**, v. 29, n. 31, p. 3, 2015.

KUTTNER, Kenneth N.; POSEN, Adam S. The great recession: Lessons for macroeconomic policy from Japan. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 2001, n. 2, p. 93-160, 2001.

KUTTNER, Kenneth N.; POSEN, Adam S. Fiscal policy effectiveness in Japan. **Journal of the Japanese and International Economies**, v. 16, n. 4, p. 536-558, 2002.

LEE, Young; SUNG, Taeyoon. Fiscal policy, business cycles and economic stabilisation: Evidence from industrialised and developing countries. **Fiscal Studies**, v. 28, n. 4, p. 437-462, 2007.

LOPEZ, J. Humberto; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus; SERVÉN, Luis. How effective is fiscal policy in raising national saving?. **Review of Economics and Statistics**, v. 82, n. 2, p. 226-238, 2000.

LOPREATO, Francisco Luiz C. Milton Friedman e a efetividade da política fiscal. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 17, p. 201-220, 2013.

MATHESON, Mr Troy; PEREIRA, Ms Joana. **Fiscal multipliers for Brazil**. 2016. Disponível em: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2016/079/001.2016.issue-079-en.xml>. Acesso em: 27 mar. 2024.

MENDONÇA, Mário Jorge; MEDRANO, Luis Alberto; SACHISDA, Adolfo. **Avaliando os efeitos da política fiscal no Brasil: resultados de um procedimento de identificação agnóstica**. Texto para Discussão. Brasília: Econstor, 2009.

MICHAILLAT, Pascal. A theory of countercyclical government multiplier. **American Economic Journal: Macroeconomics**, v. 6, n. 1, p. 190-217, 2014.

MITTNIK, Stefan; SEMMLER, Willi. Regime dependence of the fiscal multiplier. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 83, n. 3, p. 502-522, 2012.

- MODIGLIANI, Franco. Liquidity preference and the theory of interest and money. **Econometrica, journal of the econometric society**, vol.12, nº 1, p. 45-88, 1944.
- MONACELLI, Tommaso; PEROTTI, Roberto. Fiscal policy, the real exchange rate and traded goods. **The Economic Journal**, v. 120, n. 544, p. 437-461, 2010
- MONTANI, Norberto; BUSATO, Maria Isabel. A pandemia de Covid-19 e a política fiscal: o que há de novo na visão do mainstream?. **Nova Economia**, v. 33, p. 95-119, 2023.
- MOREIRA, Ricardo Ramallete. A "derrota da lei de Say": elementos teóricos fundamentais e algumas implicações metodológicas e dinâmicas. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 9, p. 411-431, 2005.
- MOUNTFORD, Andrew; UHLIG, Harald. What are the effects of fiscal policy shocks?. **Journal of applied econometrics**, v. 24, n. 6, p. 960-992, 2009.
- MOURA, Guilherme V. Multiplicadores fiscais e investimento em infraestrutura. **Revista Brasileira de Economia**, v. 69, p. 75-104, 2015.
- MOURA, Bruno Alves; TIRYAKI, Gisele Ferreira; TEIXEIRA, Diego Nunes. Fiscal fragility and business cycles in Brazil after the Real Plan: Evidence from a dynamic factor model applied to VAR analysis. **Nova Economia**, v. 30, p. 517-549, 2020.
- NALINI, José Eduardo. **Multiplicador fiscal nos países desenvolvidos e em desenvolvimento**. Tese (Mestrado em Economia), Escola de Economia, FGV, São Paulo, 2015.
- NICKEL, Christiane; TUDYKA, Andreas. Fiscal stimulus in times of high debt: Reconsidering multipliers and twin deficits. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 46, n. 7, p. 1313-1344, 2014.
- OLIVEIRA, Vitor Kayo de. **Multiplicadores fiscais de gastos e tributos: uma abordagem DSGE para a economia brasileira**. 2019. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- ORAIR, Rodrigo; SIQUEIRA, FERNANDO; GOBETTI, SERGIO. **Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público**, 2016. Brasília: Secretaria do Tesouro, 2016, p. 41, XXI Prêmio do Tesouro Nacional.
- OREIRO, José Luis. Do tripé macroeconômico ao fracasso da nova matriz: a evolução do regime de política macroeconômica no Brasil (1999-2014). **Revista Politika**, Rio de Janeiro, p. 16-33, 2015.
- OWYANG, Michael T.; RAMEY, Valerie A.; ZUBAIRY, Sarah. Are government spending multipliers greater during periods of slack? Evidence from twentieth-century historical data. **American Economic Review**, v. 103, n. 3, p. 129-134, 2013
- PATINKIN, D. **Money, interest, and prices: an integration of monetary and value theory**. Nova York, Harper & Row Publishers, 1965
- PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; SARAIVA, Paulo José. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, v. 36, n. 128, p. 19-32, 2015.

PERES, Marco Aurélio Ferreira. **Os efeitos dinâmicos da política fiscal sobre a atividade econômica**: um estudo para o caso brasileiro. Brasília-DF: UnB, Departamento de Economia, 2006.

PERES, Marco Aurélio Ferreira; ELLERY JUNIOR, Roberto de Goes. Efeitos dinâmicos dos choques fiscais do governo central no PIB do Brasil. **Pesquisa e planejamento econômico**, vol.39, nº 2, Ipea, Rio de Janeiro, 2009.

PEROTTI, Roberto. The "austerity myth": gain without pain?. In: ALESINA, Alberto; GIAVAZZI, Francesco. **Fiscal policy after the financial crisis**. Chicago: University of Chicago Press, 2012. p. 307-354.

PEROTTI, Roberto. Fiscal policy in good times and bad. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 114, n. 4, p. 1399-1436, 1999.

PEROTTI, Roberto; REIS, Ricardo; RAMEY, Valerie. In search of the transmission mechanism of fiscal policy [with comments and discussion]. **NBER macroeconomics Annual**, v. 22, p. 169-249, 2007.

PIRES, Manoel Carlos de Castro. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. **Economia Aplicada**, v. 18, p. 69-90, 2014.

RAMEY, Valerie A. Identifying government spending shocks: It's all in the timing. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 126, n. 1, p. 1-50, 2011.

RAMEY, Valerie A.; ZUBAIRY, Sarah. Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from US historical data. **Journal of political economy**, v. 126, n. 2, p. 850-901, 2018.

RAMEY, Valerie A. Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?. **Journal of Economic Perspectives**, v. 33, n. 2, p. 89-114, 2019.

RESENDE, Carolina Tavares; PIRES, Manoel. O impulso de multiplicador fiscal: implementação e evidência para o Brasil. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 51, p. 213-243, 2021.

ROMER, Christina D.; PELLIS, Richard H. Great depression. **Forthcoming in Encyclopedia Britannica**. Retrieved, v. 4, n. 5, p. 11, 2003.

ROMER, Christina; BERNSTEIN, Jared. **The job impact of the American recovery and reinvestment plan**. Washington: Office of the President-Elect, 2009.

ROSSI, Pedro; DWECK, Esther; DE OLIVEIRA, Ana Luíza Matos. **Impactos sociais da austeridade e alternativas para o Brasil**. São Paulo: Autonomia Literária, 2018.

SAYAD, João. **Dinheiro, dinheiro**: inflação, desemprego, crises financeiras e bancos. Portfolio-Penguin, 2015.

SICSÚ, João. Keynes e os novos-keynesianos. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 19, p. 329-349, 2022.

SILVA, Alexandre Manoel Angelo da; CÂNDIDO JÚNIOR, José Oswaldo. **Impactos macroeconômicos dos gastos públicos na América Latina**. Rio de Janeiro: Ipea, 2009.

SHOAG, Daniel et al. **The impact of government spending shocks: Evidence on the multiplier from state pension plan returns**. unpublished paper, Harvard University, 2010.

SKIDELSKY, Robert; FRACCAROLI, Nicolò. **Austerity vs Stimulus**. Cham: Palgrave Macmillan, 2017.

SMITH, Adam. **A riqueza das nações**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2023.

SPILIMBERGO, Antonio; SCHINDLER, Martin; SYMANSKY, Steven A. Fiscal multipliers. **IMF Staff Position Notes**, v. 2009, n. 011, 2009.

TEIXEIRA, Anderson Mutter; MISSIO, Fabrício José. O "novo" consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. **Economia e Sociedade**, v. 20, p. 273-297, 2011.

WOODFORD, M. Simple analytics of the government multiplier. **NBER Working Paper**, n. 15714, 2010.

ANEXO

Tabela 1: Autores que utilizaram Vetores Auto-regressivos (VAR) ou alguma variação deste método em suas estimativas de multiplicadores fiscais.

Referência	Amostra
Alves (2020)	Brasil
Auerbach e Gorodnichenko (2011)	OCDE
Auerbach e Gorodnichenko (2012)	Estados Unidos
Auerbach e Gorodnichenko (2014)	Japão
Barros Neto e Correia (2020)	Brasil
Caggiano et al. (2015)	Estados Unidos
Castelo Brando et al. (2015)	Brasil
Cavalcanti e Silva (2010)	Brasil
Corsetti et al. (2012)	17 países da OCDE
Fazzari et al. (2015)	Estados Unidos
Grudtner e Aragon (2017)	Brasil
Huidrom et al. (2020)	34 países
Ilzetzi e Vegh (2008)	49 países
Ilzetzi et al. (2013)	44 países
Mendonça et al. (2009)	Brasil
Mittnik e Semmler (2011)	Estados Unidos
Monacelli e Perotti (2010)	Estados Unidos, Austrália, Canadá e Reino Unido
Nalini (2015)	57 países, Brasil
Nickel e Tudyka (2014)	17 países europeus
Peres (2006)	Brasil
Perotti et al. (2007)	Estados Unidos, Austrália, Canadá e Reino Unido
Ramey (2011)	Estados Unidos
Shoag (2010)	Estados Unidos
Silva e Cândido Júnior (2009)	Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, México e Venezuela

Tabela 2: Autores que utilizaram outros métodos de estimação de multiplicadores fiscais.

Referência	Método	Amostra
Alves et al. (2020)	Projeções Locais	Brasil
Christiano e Eichenbaum (2011)	DSGE	Estados Unidos
Coenen et al. (2012)	DSGE	Estados Unidos e Zona do Euro
Erceg et al. (2010)	DSGE	Estados Unidos, Canadá e Reino Unido
Hall (2009)	DSGE	Estados Unidos
Lee e Sung (2007)	MQO	94 países
Michaillat (2014)	DSGE	Estados Unidos
Moura (2015)	DSGE	Brasil
Owyang et al. (2013)	Projeções Locais	Estados Unidos e Canadá
Perotti (1999)	DSGE	Países da OCDE
Pires (2014)	<i>Markov-Switching</i>	Brasil
Ramey e Zubairy (2018)	Projeções Locais	Estados Unidos
Woodford (2010)	DSGE	Estados Unidos