



A inadequação das teses da “Intolerância à dívida” e “Austeridade expansionista” para justificar a austeridade

Maria Isabel Busato	Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro/Brasil, mariaisabelbusato@yahoo.com.br .
João Lins de Almeida	Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro/Brasil, joaolinsdealmeida@gmail.com .

Resumo	Este artigo tem como objetivo analisar a inadequação das teses da “Intolerância à dívida” e da “Austeridade fiscal expansionista” como justificativas para a adoção de políticas de austeridade fiscal em períodos de crise econômica. No contexto brasileiro, essas teses surgiram no debate público e midiático durante a pandemia de Covid-19, quando o país enfrentava uma necessidade urgente de intervenção fiscal. Nesse cenário, as teses defendidas por parte da ortodoxia econômica, que tradicionalmente se posiciona como defensora das “finanças saudáveis”, foram empregadas para argumentar a favor da retomada do ajuste fiscal, mesmo em um momento de grave crise sanitária e econômica. A tese da intolerância à dívida foi, em nossa visão, inadequadamente aplicada à realidade brasileira, enquanto a teoria da austeridade expansionista, por sua vez, já havia sido amplamente questionada, tanto teórica quanto empiricamente. Apresenta-se, assim, o uso destas duas teses para justificar a retomada da austeridade no Brasil, com destaque para seu uso no período da crise de Covid-19, e discute-se criticamente seus fundamentos, evidenciando sua inadequação ao caso brasileiro e seu desalinhamento com o debate fiscal internacional contemporâneo.
---------------	--

Palavras-chave	Austeridade expansionista; Intolerância à dívida; Austeridade fiscal.
Classificação JEL:	H12, H5

The inadequacy of using the Debt Intolerance and Expansionary Austerity Theories to defend fiscal austerity

Abstract	This paper aims to show how the theses of “debt intolerance” and “expansionary austerity” are inadequate as arguments for the defense of fiscal austerity in times of crisis. In the case of Brazil, these theses were present in the public/media debate during the Covid-19 pandemic. In this scenario, the theses defended by sectors of economic orthodoxy—traditionally aligned with the notion of “sound public finances”—were employed to argue for the resumption of fiscal adjustment, even amidst a severe health and economic crisis. The debt intolerance thesis was, in our view, inadequately applied to the Brazilian reality, while the theory of expansionary austerity had already been widely questioned both theoretically and empirically. This paper presents how these two theses were used in Brazil to justify the return of austerity in a recessionary context, particularly during the Covid-19 crisis, and critically examines their theoretical foundations, highlighting their inadequacy for the Brazilian case and their disconnect from the contemporary international fiscal debate.
-----------------	---

Keywords: Debt intolerance; Expansionary austerity; Fiscal austerity.



Licença de Atribuição BY do Creative Commons
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Submetido em 05/07/2025
Aprovado em 30/01/2026
Publicado em 30/07/2026

Introdução

É bem conhecido o alcance prático das ideias do Novo Consenso em Macroeconomia (NCM) que vigora desde aproximadamente o final dos anos 1980 até os dias atuais. Naquele arcabouço, a política fiscal assume papel coadjuvante em relação à política monetária no que diz respeito ao seu uso para estabilizar o ciclo econômico. A ação fiscal deveria (i) evitar políticas inconsistentes intertemporalmente (Kydland e Prescott, 1977); e (ii) buscar uma trajetória sustentável para a relação dívida/PIB, não possuindo papel relevante para estabilizar o nível de atividade.

Nos anos 1980 começa a emergir também o argumento de que a estabilidade da razão dívida/PIB seria importante em um contexto mundial de maior integração dos fluxos internacionais de capitais, pois as condições de solvência serviriam como uma espécie de farol para a mobilidade de capitais. Assim, a solvência fiscal acabaria ganhando papel central para a estabilidade macroeconômica, pois poderia afetar a ação monetária tanto pela ‘dominância fiscal’ como através do impacto que uma fuga de capitais motivada pelas condições de solvência produziria sobre câmbio, inflação e juros.

Esse papel coadjuvante da política fiscal para a estabilidade macroeconômica sofreria, a partir de então, dois *turning points* relevantes no debate internacional, motivados respectivamente pela Crise de 2008/2009 e pela Pandemia de Covid-19.

No primeiro caso, em um contexto de baixas taxas de juros na maior parte das economias desenvolvidas, quando a política monetária se mostrou insuficiente para conter os efeitos da Crise, ganhou força a tese de que políticas fiscais poderiam ser úteis em contextos de crise. No ano de 2008, Ben Bernanke, então presidente do FED, afirmou:

I agree that fiscal action could be helpful in principle, as fiscal and monetary stimulus together may provide broader support for the economy than monetary policy actions alone. (Bernanke, 2008, p. 1).

O reconhecimento da necessidade do uso da política fiscal não significou, no entanto, um abandono da estrutura teórica do Novo Consenso e da ideia de que a política

fiscal teria papel coadjuvante na estabilidade macroeconômica. Não por acaso, Bernanke afirmou também que a política discricionária deveria ser utilizada com cautela, apenas por curtos períodos, e, principalmente, com atenção à disciplina fiscal de longo prazo (Montani; Busato, 2023). A Pandemia de Covid-19 colocou novamente em xeque a visão tradicional, ao revelar a necessidade da ação fiscal a fim de lidar com os seus efeitos econômicos e sanitários¹.

No Brasil não foi diferente. Tanto na crise de 2008/2009 como na Crise de Covid-19 houve forte intervenção fiscal. Nesse segundo evento, no caso brasileiro, simultaneamente à necessidade da ação fiscal, emergiu também uma discussão sobre a existência (ou não) de limites para a relação dívida/PIB. Naquele momento, se destacaram, do lado dos defensores da visão tradicional, autores que utilizaram a tese da “Intolerância à dívida” e/ou a tese da “Austeridade fiscal expansionista” como argumentos para a defesa da retomada da austeridade².

Neste artigo buscaremos defender a inadequação do uso das teses da “Intolerância à dívida” e da “Austeridade expansionista” como argumentos para a defesa da austeridade fiscal em períodos de crise, especialmente para o caso da Pandemia de Covid-19 no Brasil. Para este fim, o artigo se organiza da seguinte forma. Na primeira seção serão recuperados os argumentos sobre a tese da “Intolerância à dívida” e seu suposto vínculo com o crescimento econômico, buscando ressaltar seu uso indevido para a defesa da retomada da austeridade no Brasil. Na segunda seção será discutido o uso da tese da “Austeridade fiscal expansionista” no debate brasileiro, com uma avaliação crítica de seus argumentos principais. Seguem-se então algumas considerações finais.

1. A tese da “Intolerância à dívida” e os efeitos sobre câmbio, juros, crescimento e inflação

Em 2003, Reinhart & Rogoff & Savastano (RRS) apresentaram a tese da “Intolerância à dívida” como um fenômeno associado a recorrentes inadimplências ou reestruturação da dívida externa experimentada por países da América Latina e do mundo. A intolerância à dívida de alguns países seria produto de algum tipo de preferência dos

¹ Para uma síntese da visão do *mainstream* sobre política fiscal nas duas referidas crises, ver Montani e Busato (2023)

² No campo mais próximo da heterodoxia econômica, pode-se citar como protagonistas no debate autores vinculados à chamada MMT (Modern Monetary Theory) para os quais não haveria um limite óbvio para a relação dívida/PIB em um país cuja dívida esteja expressa em moeda local.

países em tomar emprestado de forma excessiva, visando impulsionar o consumo temporariamente, o que causaria uma maior recorrência de situações de inadimplência e/ou *default*. Segundo os autores, governos míopes estariam dispostos a correr tais riscos.

We introduce the concept of debt intolerance (drawing an analogy to, for example, “lactose intolerance”), which manifests itself in the extreme duress many emerging Market economies experience at overall debt levels that would seem quite manageable by the standards of the advanced industrial economies (p.3)

Os limites da dívida externa estariam relacionados, portanto, não apenas ao nível de relação dívida externa/PIB, mas ao histórico de inadimplência e/ou *default*, reestruturação da dívida e histórico inflacionário. Isso porque, em geral, países com históricos de *default* teriam maiores riscos mesmo com relação dívida externa/PIB mais baixos do que outros. As consequências do endividamento externo excessivo se expressariam em crises e volatilidade cambiais, juros elevados, saída de capital e planos de reestruturação de dívida.

Durante a Pandemia, um dos argumentos utilizados no Brasil para justificar a existência de limites para o crescimento da relação dívida/PIB foi a tese de “Intolerância à dívida”, ainda que, como visto, o trabalho de RRS (2003) tratasse dos limites para dívidas *externas*, expressas em moeda estrangeira e não em moeda soberana.

Sobre esse ponto, já há uma literatura bastante consolidada sobre a existência de limites ao endividamento externo em economias sem moedas aceitas internacionalmente, podendo ser utilizados como exemplos Thirlwall & Hussain (1982) e Moreno-Brid (1998). Os primeiros verificaram a importância empírica dos fluxos de capitais para a flexibilização do crescimento em economias em desenvolvimento além daqueles permitidos pelo equilíbrio no balanço de pagamentos sem fluxos de capitais. Já Moreno-Brid (1998) analisa o efeito do acúmulo de passivo externo como fonte de exposição e de vulnerabilidade para tais economias. De fato, parece razoável supor que poucos autores discordariam que países sem moeda aceita internacionalmente enfrentam restrições ao endividamento externo e ao acúmulo de passivo externo.

O ponto controverso, porém, seria o uso da tese da “Intolerância à dívida” para sugerir a existência de limites para a relação dívida *interna*/PIB. Apesar de RRS (2003) mencionarem esta possibilidade, alegam explicitamente indisponibilidade de dados para uma avaliação mais consistente:

Unfortunately, there is not a sufficient past record to allow a comparable empirical analysis of domestic government debt. That

said, an early read of the evidence suggests that a history of external debt intolerance is probably a good predictor of modern-day domestic debt intolerance. (p. 47)

O argumento mais relevante, quando tentam transpor a tese da “Intolerância à dívida” da dívida *externa* para a dívida *interna*, pode ser assim apresentado:

As a by-product of capital mobility and financial integration, foreigners hold increasingly large amounts of the domestically issued debt of governments of emerging markets, and their residents increasingly hold instruments issued by governments in advanced economies. Financial integration and open capital accounts encourage active arbitrage across the two markets. (op. cit., p.48)

Se a participação estrangeira na dívida interna for elevada, certamente essa economia estará mais exposta a rápidas repatriações e volatilidade cambial. No caso brasileiro, no contexto da Pandemia de COVID-19, a participação estrangeira na dívida interna era de 10%³ o que é considerado um baixo percentual, e, ao mesmo tempo, o país contava com considerável volume de reservas internacionais. Assim, em seu caso específico, não haveria dificuldades em caso de fuga de capitais, e, neste caso, o Banco Central deveria, seja fornecendo reservas internacionais e/ou permitindo depreciação cambial via ajuste da liquidez.

Um estudo feito por Matsuoka (2020), utiliza a tese da “Intolerância à dívida” para analisar os efeitos potenciais da dívida pública interna (nível) e de sua composição (participação de residentes *versus* não-residentes) sobre a taxa de juros de curto prazo e de longo prazo. O trabalho concluiu que o impacto que o nível de dívida pública exerce sobre a taxa de juros esperada ocorre quando participação estrangeira na dívida denominada em moeda local fosse superior a 30% e os efeitos se dariam sobretudo nas expectativas das taxas de juros de longo prazo desde que a relação dívida/PIB exceda 60% (Matsuoka, 2020).

Pode-se concluir, portanto, tanto com base nas análises de RRS (2003), como no experimento empírico desenvolvido por Matsuoka (2020) que a existência de impactos da relação dívida interna/PIB sobre a volatilidade cambial e sobre a taxa de juros, se existem, dependem sobretudo do grau de participação estrangeira na dívida, não havendo menção sobre dificuldades relativas à rolagem da dívida interna. É a mobilidade de capital e a vulnerabilidade deste, associada à participação estrangeira na dívida mobiliária

³ <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>

interna, que torna um país sem moeda aceita internacionalmente mais exposto. Logo, o argumento não se sustentaria para o caso brasileiro durante a Pandemia de Covid-19, visto que se tratava de uma dívida interna contraída em moeda soberana e com baixa participação estrangeira. Além de expressivo volume de reservas que não pode deixar de ser considerado.

O vínculo entre a tese da “Intolerância à dívida” e o crescimento, por sua vez, ganha ênfase em estudos publicados logo após a Crise de 2008. Reinhart & Rogoff (doravante RR) publicaram dois trabalhos (2010a e 2010b) cuja preocupação central estava no abrupto crescimento da relação dívida/PIB de diversos países e seus efeitos sobre o crescimento e sobre a inflação.

Utilizando o conceito do FMI para dívida pública do governo geral⁴, esses estudos foram objeto de críticas contundentes que serão apenas brevemente mencionadas em seguida.

Os resultados empíricos obtidos pelos autores foram divididos entre os efeitos da dívida sobre o crescimento e sobre a inflação e entre economias avançadas e em desenvolvimento. No que diz respeito ao crescimento, os autores concluíram que os efeitos da dívida sobre este são não lineares, atribuindo essa característica à tese de “Intolerância à dívida”, especialmente pelo histórico de como se lidou e se lida com a dívida ao longo do tempo, impactaria nos resultados⁵. Os resultados seriam não lineares para experiências com dívida que supera o PIB em mais de 90%⁶. Também não seriam lineares os impactos inflacionários.

⁴ A Dívida Bruta do Governo Geral abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. O estudo utiliza os dados dos débitos do governo central junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo.

⁵ Os autores argumentam também que a forma como a dívida se acumula é mais um aspecto que deveria ser levado em conta tanto para a análise da sustentabilidade da dívida como dos efeitos sobre o crescimento. A fim de ressaltar o problemático aumento da dívida de vários países pós crise financeira de 2008, os autores alegam que: “Em princípio, a maneira como a dívida se acumula pode ser importante. Por exemplo, dívidas de guerra são indiscutivelmente menos problemáticas para o crescimento futuro e a inflação do que grandes dívidas que são acumuladas em tempos de paz. O crescimento do pós-guerra tende a ser alto [...] os altos gastos do governo em tempo de guerra, que normalmente causam aumento da dívida, chegam ao fim natural com o retorno da paz. Em contraste, uma explosão da dívida em tempo de paz muitas vezes reflete uma dinâmica de economia política instável que pode persistir por períodos muito longos” (tradução minha, 2010b, p.574).

⁶ Os fundamentos teóricos para relacionar dívida e crescimento estariam fundados, segundo os autores na Equivalência Ricardiana ao afirmar que “the simplest connection between public debt and growth is suggested by Robert Barro”. No entanto, Barro (1974) apresenta a tese da Equivalência Ricardiana afirmando que o financiamento dos gastos públicos através de dívida ou impostos são equivalentes sem impacto real. Para uma análise completa da tese Barro-Ricardo, ver Busato (2022)

A fim de ratificar a hipótese de que a relação dívida/PIB impacta negativamente a trajetória de crescimento, RR selecionaram um grupo de 20 economias avançadas e de 24 países emergentes para o período de 1946 a 2009. Em seguida dividiram as observações em quatro categorias, de acordo com a relação dívida/PIB experimentada em cada ano específico: abaixo de 30%; entre 30% e 60%; entre 60% e 90% e acima de 90%.

Os resultados dos autores sugerem que para países desenvolvidos não há relação empírica clara entre crescimento e dívida pública quando a relação dívida/PIB é inferior à 90%. Já dívidas superiores a 90% do PIB estariam associadas, segundo RR (2010b, p.575) a taxas menores de crescimento quando comparadas a menores relações dívida/PIB.

Quanto aos emergentes, dinâmica semelhante teria sido encontrada na relação dívida/PIB e crescimento (RR, 2010, p. 24).

Os dados estatísticos sugerem, segundo os autores, que associado ao alto endividamento, além da queda do crescimento está o aumento inflacionário, em acordo com a tese da dominância fiscal⁷. Por fim, países em desenvolvimento enfrentariam, notadamente, maiores efeitos sobre o crescimento em decorrência do endividamento, deteriorando mais rapidamente as condições de crescimento quando a dívida externa aumenta.

Logo em seguida, um grupo de pesquisadores replicou os estudos feitos por RR (2010a; 2010b) a fim de testar se, de fato, o endividamento deprime o crescimento econômico. Segundo (Herndon & Ash & Pollin, 2013), RR teriam selecionado e excluído dados de sua amostra de forma seletiva,^{8 9} e feito uso de ponderações estatísticas não convencionais, de modo a alterarem os resultados obtidos. Além disso a não linearidade¹⁰ apontada por RR (2010a e 2010b) para os casos em que a dívida supera 90% do PIB não se verifica; pelo contrário, há grande linearidade para esses casos. Ficando a não

⁷ RR (2010, p.13) “Fiscal dominance is a plausible interpretation of this pattern”.

⁸ Para um detalhamento das exclusões, ver (Herndon & Ash & Pollin, 2013, p. 6).

⁹ Os autores apontaram também um erro de codificação de planilha (Herndon & Ash & Pollin, 2013, p. 7) o que gerou a exclusão de 5 países e superestimou a taxa de crescimento do PIB para economias com relação dívida/PIB abaixo de 30%.

¹⁰ Reinhart & Rogoff (2010a e 2010b) alegam haver não linearidade nas taxas de crescimento para os recortes em que a dívida ultrapassa o PIB em mais de 90%, o que ratificaria a tese de intolerância a dívida. Ao replicar o estudo, (Herndon & Ash & Pollin, 2013, p. 11) alegam que testaram a não linearidade, incluindo inicialmente uma nova categoria de dívida/PIB, adicionando 90-120% e categorias superiores a 120%. O crescimento médio real do PIB na categoria de dívida pública / PIB entre 90 e 120% foi de 2,4%, muito próximo ao crescimento de 3,2% na categoria de 60 a 90% e o crescimento do PIB na nova categoria entre 120 e 150% foi de 1,6 por cento, não caindo para um índice não linear.

linearidade evidente para as experiências de dívida entre 0 e 30% do PIB e entre 30 e 60%.

Ainda segundo Herndon & Ash & Pollin, as exclusões seletivas tiveram pouco impacto sobre as estimativas dos países com menores relações dívida/PIB. No entanto, as estimativas de RR para o crescimento médio do PIB no grupo dívida pública/PIB superior a 90% teriam exagerado uma diferença de 2,3% para menos, invalidando as conclusões dos autores¹¹ e, conseqüentemente, seu uso para imaginar que o aumento da dívida reprimiria o crescimento para o caso do Brasil. Pelo contrário, os resultados mostraram que a atuação fiscal foi fundamental para sustentação do PIB¹², desacreditando a tese de que elevadas razões dívida/PIB (acima de 90%) estariam associadas à menores taxas de crescimento e maiores taxas de inflação.

O uso da tese da intolerância à dívida no debate brasileiro durante a pandemia

Os argumentos da Tese da “Intolerância à dívida” e a ideia de que elevadas relações dívida/PIB poderia afetar a estabilidade macro e o crescimento apareceram no debate público brasileiro já em 2020, quando havia previsões de aumento daquela relação em decorrência dos gastos para lidar com os efeitos da Pandemia de Covid-19. Em 09 de setembro daquele ano, em um evento sobre recuperação econômica e política monetária promovido pelo IBRE/FGV, o professor e ex-presidente do Banco Central, Affonso Celso Pastore¹³, argumentou que a tese da “Intolerância à dívida” estaria se materializando no Brasil através de (i) saídas de capital da Bolsa¹⁴; (ii) redução da participação de não residentes nos títulos da dívida pública mobiliária; (iii) efeitos na curva de juros de longo

¹¹ Houve uma série de rodadas neste debate, como exemplo ver [RR \(2013\)](#).

¹² Cardoso, et al. (2021); Geraldini, et. al. (2025).

¹³ <https://www.youtube.com/watch?v=6nsLFLqCM6E&t=436s>

¹⁴ Não vamos aprofundar o debate sobre as causas da desvalorização cambial ocorridas no Brasil na crise de Covid-19, nem tampouco teorizar sobre as razões para o aumento da curva de juros de longo prazo. Mas não podemos nos omitir de fazer algumas observações sobre esse tema. O Brasil teve historicamente uma das maiores taxas de juros reais do mundo. Desde 2017, o diferencial de juros interno x internacional foi sendo reduzido e, em 2020, a taxa Selic alcançou 2%, em meio à segunda maior crise do século. Além disso, a experiência mostra que, na crise, sempre há repatriação em direção à moeda conversível – que está no topo da hierarquia internacional de moedas – o dólar. O Brasil, em geral, experimenta maiores oscilações cambiais do que os países da América Latina, mas ao invés de isso ser um indicador de maior vulnerabilidade, é possível sugerir o contrário, ou seja, que o Brasil tem maior potencial de saída de capital por ser um grande receptor. Nas reversões (Crise de 2008 e Pandemia), como o capital internacional sempre repatria ou vai em direção à moeda que está no topo da hierarquia internacional de moedas, sendo o Brasil um grande receptor, naturalmente sofre maior volatilidade cambial.

prazo¹⁵; e (iv) depreciação cambial. Em um segundo evento promovido pelo mesmo Instituto, em 22 de outubro do mesmo ano,¹⁶ a tese da “Intolerância à dívida” foi igualmente utilizada implicitamente nos argumentos apresentados por Samuel Pessoa.

Ao fim de 2020 chegou-se a uma relação dívida/PIB de 89% no Brasil, quando a previsão era de que atingisse 94%; pois o auxílio emergencial conseguiu conter a queda do denominador (PIB) que diminuiu menos do que o esperado. Já a participação de não-residentes entre os detentores da dívida interna era de 9,4%¹⁷ em setembro de 2020; ou seja, o Brasil experimentava, naquele momento, uma dívida essencialmente interna (expressa em moeda nacional) e com baixa participação estrangeira.

Por essas razões, a defesa da existência de limites para a dívida utilizando o argumento da tese da “Intolerância à dívida” não fazia (e continua não fazendo) sentido para a realidade brasileira, já que, como se mostrou acima, a questão central para tal tese advém da dificuldade potencial de gestão de uma dívida expressa em moeda estrangeira; ou, quando se trata da dívida interna, com um quadro de relevante participação de não-residentes e/ou baixo volume de reservas, com potencial de repatriação e crise cambial. Deve estar claro, finalmente, que não existe na literatura sustentação empírica e tampouco convergência sobre a existência de um limite para a relação dívida pública contratada na própria moeda como proporção do PIB¹⁸. Pode-se concluir, portanto, que aquela tese como argumento para a defesa precoce da retomada da austeridade durante a Pandemia de Covid-19 foi mal-empregada no debate brasileiro.

2. Austeridade fiscal expansionista: Fundamentos

Um outro argumento favorável à retomada de uma política mais austera que esteve presente no debate público brasileiro foi a Tese da “Austeridade expansionista”, com a defesa não apenas da existência de limites para a relação dívida/PIB expressa em um número ‘quase mágico’ acima do qual seriam enfrentadas dificuldades para rolagem da

¹⁵ Podemos associar esse comportamento à existência de uma taxa de juros convencional que os agentes acreditam que vigorará no longo prazo, uma vez que a taxa de juros estava em uma taxa muito inferior à média histórica e nada tem a ver com uma expectativa de aumento da relação dívida/PIB.

¹⁶ https://www.youtube.com/watch?v=hsZZ_AjHLc4

¹⁷ <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>

¹⁸ Há diversos especialistas sobre crises financeiras que já argumentaram que se a dívida for expressa em moeda soberana, ela deixa de ser um bom preditor de crises financeiras: “from a narrow financial stability perspective, that growth of own currency sovereign debt, especially when financed internally, is not a good predictor of financial crises”. (Cunliffe, 2019, p. 8).

dívida, com efeitos sobre as taxas de juros; mas também, e especialmente, com a defesa de possíveis efeitos positivos que a austeridade provocaria sobre o crescimento.

No caso brasileiro, a tese foi utilizada como argumento do então Secretário de Política Econômica, Adolfo Sachsida, em entrevista concedida à CNN no dia 06/01/2021¹⁹. Naquela oportunidade, o ex-secretário retomou tanto a tese da “Austeridade expansionista” expressa no trecho: “*garantindo o lado fiscal, o investimento privado volta e volta o emprego*”; como manteve o discurso de que os juros elevados seriam consequência da dívida, expresso na passagem a seguir: “*se o governo continuasse gastando com o auxílio emergencial, a dívida pública iria aumentar muito, e no final do dia [...] os juros iriam ter que aumentar [...]*”.

Um dos primeiros estudos empíricos de maior impacto acadêmico sobre a tese da “Austeridade fiscal expansionista” foi o trabalho de Giavazzi & Pagano (1990). Os autores se debruçaram sobre duas experiências de ajuste fiscal nos anos de 1980, as da Dinamarca e da Irlanda. O ponto central da pesquisa foi analisar os efeitos sobre o consumo produzidos pela contração fiscal²⁰.

A ênfase no consumo dada pelos autores tem relação com o vigoroso debate teórico que ocorre desde a publicação da teoria geral de Keynes. Neste, destacam-se, de um lado, os modelos keynesianos que apontam para o fato de uma contração fiscal, seja causada por redução nos gastos ou aumento nos impostos, ter impactos depressivos sobre a demanda agregada, produção e emprego.

Do outro lado, surge a chamada *visão alemã*, que defende que um corte nos impostos leva os agentes a recompor seus gastos, poupança e previsão de herança, não significando assim uma contração necessária no consumo e/ou na poupança agregada. Em particular, o ajuste fiscal poderá provocar uma visão otimista sobre as expectativas dos agentes sobre suas rendas permanentes, afetando suas decisões de consumo no presente, caso se espere menores cargas de impostos futuros e/ou permanente redução na proporção dos gastos públicos no PIB, abrindo espaço para o setor privado se expandir.

Para os autores, a visão keynesiana não incorporava os efeitos benignos da consolidação sobre as expectativas, particularmente para ajustes feitos através de corte

¹⁹ <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/01/05/prorrogar-auxilio-pioraria-situacao-dos-mais-pobres-diz-secretario.htm?cmpid=copiaecola>

²⁰ O governo dinamarquês cortou gastos com saúde, educação, entretenimento e fornecimento de transporte público em níveis proporcionalmente maiores do que o corte nos demais gastos (Giavazzi & Pagano, 1990, p.21)

nos gastos (Giavazzi & Pagano, 1990, p. 1). Colocaram, portanto, a questão da seguinte forma: “quantas vezes o efeito keynesiano contracionista de um corte de gastos prevalece sobre o efeito expansionista que exerce sobre as expectativas” a partir de análise empírica das experiências de consolidações fiscais da Dinamarca e da Irlanda?

Os dois casos teriam sido os maiores exemplos na Europa de contrações expansionistas naquele período. A Dinamarca, após o ajuste, experimentou um período relevante de crescimento com taxa média de 3,6% a.a. por 4 anos; a Irlanda, por sua vez, experimentou, na primeira tentativa de ajuste (1981-84), uma forte recessão, revertida, porém, na segunda tentativa (1987-89), quando se observou crescimento. Esses resultados tornaram-se então “laboratório” para os autores fazerem testes empíricos a fim de verificar as condições sob as quais contrações fiscais poderiam ser expansionistas (Giavazzi & Pagano, 1990, p.6).

Em seguida, analisaram os diversos canais de transmissão, que sempre passam pelo consumo, entre eles: (i) a queda na renda disponível devido ao aumento dos impostos correntes; (ii) o efeito riqueza devido à queda no valor nominal e real das taxas de juros; (iii) a redução da prestação de serviços públicos para consumidores²¹.

A questão mais problemática do estudo, apontada inclusive pelos autores, está no fato de que, em ambos os casos, cortes de gastos e aumentos de impostos foram acompanhados por mudanças importantes na política monetária e cambial. Os autores reconhecem, inclusive, que parte dos efeitos expansionistas do ajuste/austeridade fiscal deveriam ser atribuídas às concomitantes desinflações, adoção de taxas de câmbio fixa para uma moeda de baixa inflação (o marco alemão), e a liberalização de fluxos de capitais. Isso produziu uma queda acentuada das taxas de juros nominais e reais e um aumento da demanda agregada. Além disso, os dois países experimentaram crescimento considerável das exportações. Não por acaso, os autores concluem que, se há casos em que a visão alemã parece ter relevância empírica (Giavazzi & Pagano, 1990, p.28), não poderia ser reconhecida como regra geral.

Um segundo pool de trabalhos que discute os possíveis impactos da austeridade sobre o crescimento econômico pode ser apresentado conjuntamente através de Alesina

²¹ Esse mecanismo chega a ser curioso, como se a redução do fornecimento de determinados serviços pelo governo – dentro de gastos correntes – fossem substituídos pelos gastos privados. É como se o governo reduzisse, por ex. os gastos com a saúde pública e os gastos privados das famílias em saúde imediatamente aumentassem.

e Ardagna (2010) Alesina, Favero e Giavazzi (2012), Alesina, Favero e Giavazzi (2018) e Alesina, Favero e Giavazzi (2019).

Alesina e Ardagna (2010)²² realizam uma série de estudos para os países da OCDE entre 1970 e 2007. Durante a Crise de 2007-2009, uma série de medidas fiscais expansionistas foram adotadas, elevando a relação dívida/PIB dos países da OCDE. Naquele momento, os autores discutiriam a melhor forma de executar um ajuste fiscal para que as finanças públicas voltassem ao “normal” como mecanismo garantidor consistente da retomada do crescimento²³.

Argumentam então que, em diversos casos de adoção de uma agenda austera, observou-se crescimento econômico pós-ajuste. Além disso, as experiências analisadas mostraram que ajustes fiscais baseados em cortes de gastos teriam sido mais eficazes do que os baseados em aumentos de impostos²⁴, tanto para estabilizar a dívida como para evitar desacelerações econômicas; e vão ainda além, afirmando que houve diversos episódios em que os cortes de gastos teriam levado a expansões econômicas, e não a recessões (2010, p.37)²⁵.

A síntese do argumento para que a austeridade gere crescimento está novamente do lado do consumo através do aumento da renda permanente esperada, associado à redução da necessidade de impostos futuros²⁶. O outro mecanismo, também do lado da demanda, se daria através do impacto da redução do déficit público sobre a taxa de juros e desta sobre o consumo (efeito riqueza via aumento dos preços dos títulos) e sobre o investimento. Esses canais, como se sabe, são bastante questionáveis. Por um lado, os detentores de títulos têm em geral baixa propensão a consumir, com pouco impacto no multiplicador; por outro, a sensibilidade do investimento à taxa de juros, especialmente em fases recessivas, é bastante controversa.

²² O trabalho de Alesina e Ardagna (2010) é um dos que tiveram maior repercussão acadêmica, com cerca de 1730 citações.

²³ Boa parte dos fundamentos teóricos que relacionam contração fiscal e crescimento encontram-se no trabalho de Alesina et.al. (2002).

²⁴ Os autores problematizam sobre o tamanho dos multiplicadores fiscais, apensar de não os estimarem, mas afirmam que “nossos resultados sugerem que os cortes de impostos são mais expansionistas do que os aumentos de gastos nos casos de um estímulo fiscal” (Alesina & Ardagna, 2010, p.37).

²⁵ Em Alesina e Ardagna (1998) os autores já haviam chegado a conclusões semelhantes, mas nesta referência específica os próprios autores chamam atenção ao fato de terem ampliado a amostra.

²⁶ Para uma crítica a tal argumento ver estudos empíricos realizados para USA e para o Brasil pós crise financeira de 2008 refutam a hipótese da renda permanente e da teoria do ciclo da vida sobre consumo. Como exemplo ver Lopes (2017); MEI (2012).

Pelo lado da oferta, a justificativa está mais clara em Alesina et al. (2002, p. 572 e segs): “increases in public spending increase labor costs and reduce profits. As a result, investment declines as well.”. Os autores utilizam uma função investimento que vincula o investimento aos lucros presentes e esperados. A explicação está no mercado de trabalho. O aumento dos gastos públicos aumentaria os custos trabalhistas e reduziriam os lucros, particularmente se os gastos ocorrem na massa salarial do governo. O inverso seria verdadeiro para o ajuste fiscal, e, portanto, como resultado, o salário real cairia e o investimento aumentaria²⁷, surgindo assim mais um mecanismo de transmissão para justificar a possibilidade da contração expansionista²⁸. Segundo os autores, os efeitos do aumento dos gastos do governo na massa salarial deprimem o investimento de forma inequívoca. O resultado não seria tão óbvio para gastos correntes.

Utilizando um argumento comum em modelos RBC, como os utilizados pelos autores, se os gastos do governo forem em bens (e não massa salarial) financiados por dívida, haveria pressão altista sobre a taxa de juros, afetando positivamente a oferta de mão de obra devido à substituição intertemporal trabalho e poderia aumentar o produto. Nesse caso, poderia haver expansão do investimento e não queda.

Por outro lado, se houvesse um aumento das transferências do governo para os desempregados, isso poderia causar aumento no salário de reserva dos trabalhadores, pressionando os salários para cima e reduzindo o investimento. Por fim, o último elo teórico listado diz respeito à tributação sobre a folha salarial, para dado nível de gastos. Nesse caso, o aumento dos impostos no presente implicaria redução no futuro a fim de respeitar a restrição orçamentária intertemporal do governo (Alesina, et al., 2002, p. 574). O efeito seria uma redução da oferta de mão de obra, a depender de sua elasticidade, com impacto nos salários reais, redução nos lucros e no investimento. Ou seja, os autores afirmam que “this theory provides a standard framework which highlights the central role of profits as a determinant of investment.” (Alesina, et al., 2002, p. 572). A lucratividade

²⁷ O argumento é bem estranho. Em primeiro lugar, há de se desconsiderar a heterogeneidade no mercado de trabalho para que o salário de um trabalhador qualificado afete todos os salários da economia. Em segundo lugar, não há por que supor que na presença de desemprego a contratação pelo governo pressionaria o salário real dos trabalhadores do setor privado.

²⁸ Alesina et.al. (2002) citam ainda um trabalho desenvolvido por Ardagna (2001) sobre o efeito do aumento do emprego governamental em um contexto de mercados de trabalho sindicalizados. O autor conclui que o aumento do emprego público, afeta negativamente o investimento, pois aumenta a probabilidade de o trabalhador desempregado encontrar um emprego e aumenta a renda do trabalhador já empregado. Em ambos os casos, aumenta o salário de reserva dos sindicalistas e o salário exigido pelo sindicato para os trabalhadores do setor privado, reduzindo os lucros e o investimento.

está toda pautada no comportamento dos trabalhadores e nos efeitos sobre a produtividade marginal do capital, sem considerar, por razões óbvias, os efeitos que tais mudanças teriam na demanda agregada, no multiplicador de mudanças distributivas e no grau de utilização setorial. Além disso, o uso de tal tese, que em suas primeiras versões requerem os mecanismos apresentados acima através de um mercado de trabalho fictício, é completamente inapropriado para o Brasil, que possui uma estrutura do mercado de trabalho com elevada heterogeneidade, baixo grau de ocupação, alto grau de precarização e de informalização. Adicionalmente, estudos empíricos, como os já citados, mostraram que o consumo responde fortemente aos programas de renda emergencial, tanto nos EUA como no Brasil.

Alesina e Ardagna (2010), ao analisar os resultados de programas fiscais adotados por diversos países da OCDE, concluem que as políticas de estímulo fiscal através de corte dos impostos são melhores do ponto de vista de expansão do produto do que a opção de elevar os gastos. Por outro lado, os programas de austeridade fiscal seriam mais efetivos através de corte dos gastos do que por aumento de impostos, podendo levar à “Austeridade expansionista”.

Voltando para a questão central do debate que deu suporte aos defensores da retomada do ajuste fiscal no Brasil, deve-se ressaltar que mesmo Alesina e Ardagna (2010, p. 47) reconhecem aquilo que tínhamos experimentado no Brasil desde 2016 com a promulgação da PEC do teto dos gastos²⁹, que “fiscal adjustment may lead to a sharp reduction of the debt/GDP ratio because the numerator drops faster than the denominator”.

Apesar disso, os autores defenderão a possibilidade da contração fiscal expansionista, particularmente se esta se der através de redução de gastos, prioritariamente com redução de transferência de renda, reduzindo o salário de reserva dos trabalhadores do setor privado. Eles afirmam que com a manutenção dos direitos é praticamente impossível manter as finanças saudáveis: “it is very difficult, if not impossible, to fix public finances when in trouble without solving the question of automatic increases in entitlements” (Alesina e Ardagna (2010), p.49). Os resultados

²⁹ O mesmo também fora reconhecido por Rainhert & Rogoff conforme já mencionado e por Fatás e Summers (2016, p.5) que ao estudar experiências de consolidações fiscais em fases depressivas a consolidação fiscal é pouco factível, visto que o numerador da relação dívida/PIB está caindo e isso afeta diretamente através da queda da arrecadação e indiretamente pela própria queda no denominador, aumentando as chances de entrar em um looping.

de Alesina e Ardagna (2010) foram amplamente criticados no meio acadêmico, com especial ênfase para Jayadev e Konczal (2010), doravante JK, que mostraram que os casos que foram identificados por aqueles autores como resultado do ajuste fiscal expansionista já eram expansionistas antes do ajuste. De fato, das 26 experiências de ajuste fiscal analisadas, 20 estariam em fase expansionista antes do ajuste, logo não haveria justificativa para atribuir o crescimento ao ajuste fiscal. Ainda, segundo JK, dentre os 26 casos de consolidação fiscal estudados, 20 apresentavam uma taxa de crescimento maior no ano anterior ao ajuste do que na média dos três anos imediatamente anteriores. E vão além, ao afirmar que “in our analysis, we find that there is no episode in which a country facing the same circumstances as the United States (recent recession, low interest rates, high unemployment) has cut its deficit and succeeded in reducing its debt through growth”.

Além da crítica de J & K (2010) houve uma série de trabalhos que questionaram os resultados dos autores, como Romer e Romer (2010), que alegaram que o estudo de Alesina & Ardagna suprimiu uma série de variáveis importantes, fazendo parecer que a redução do déficit era expansionista, mas não era de fato³⁰.

Em estudo publicado em 2012, Alesina & Favero & Giavazzi ampliaram sua análise e concluíram que os ajustes baseados em corte dos gastos estariam, em média, associados a curtos períodos de recessão. Já em 2018, Alesina et al. analisaram os planos de consolidação fiscal de 16 países da OCDE entre 1978 e 2014 e concluíram que, tanto na expansão como na recessão, os multiplicadores da consolidação fiscal são *negativos*, seja ela feita através de corte nos gastos ou aumento nos impostos, reconhecendo que o ajuste é, sim, contracionista, ao menos no curto prazo, apresentando, portanto, uma inversão importante dos argumentos constantes dos estudos anteriores, já que reconheceram que a consolidação fiscal produz efeitos recessivos (op. cit, p.9). O mecanismo de transmissão central neste último estudo foi da melhoria da “confiança” afetando os gastos em consumo e investimento e o crescimento: “consolidation removes uncertainty and stimulates demand by making consumers and especially investors more optimistic about the future” (op.cit, p.10).

Em 2019, Alesina, Favero e Giavazzi publicaram um livro chamado “*Austerity - When it Works and When it Doesn’t*” no qual mantêm a defesa de que a austeridade

³⁰ Para uma revisão das críticas ao modelo, ver também Dweck, et.al (2018).

baseada em gastos seria mais efetiva do que aquela baseada em impostos, mas reafirmam que os ajustes fiscais são contracionistas. Nesse estudo também dão maior ênfase às expectativas e à confiança como determinantes do investimento privado, justificando o termo que ficou conhecido na literatura como “fada da confiança”.

No Brasil, nossa ortodoxia, mesmo após os patronos da tese da “Austeridade Expansionista” terem reconhecido definitivamente que ajustes fiscais são contracionistas, continuaram utilizando aquela tese em defesa da retomada da austeridade e especialmente naquele momento em que os efeitos da Pandemia estavam longe de serem afastados.

Nossa ortodoxia é mais ortodoxa que a do resto do mundo?: Considerações adicionais

Durante a Pandemia de Covid-19, tanto a tese da “Intolerância à dívida” como a tese da “Austeridade expansionista” estiveram presentes no debate público brasileiro. Houve muitas manifestações e debate sobre os riscos associados ao possível crescimento da razão dívida/PIB. Naquele mesmo momento no mundo, porém, havia e ainda está em discussão quais serão os rumos para prescrição da Política Fiscal. Em geral as discussões giram em torno de temas como: quais são as melhores métricas para avaliar a situação de solvência de uma economia; existe espaço para ações discricionárias? Como desenhar estabilizadores automáticos ideais? Qual o melhor formato para o arcabouço fiscal? Regras de condução ou princípios³¹? O multiplicador³² fiscal varia por tipo de gastos? Há heterogeneidade em sua magnitude nas diferentes fases dos ciclos econômicos³³?

Esse amplo debate que tem se colocado mundialmente sobre o papel e formas de gerir a política fiscal apontam para possibilidades menos fiscalistas que as diretrizes vigentes até então³⁴, inclusive no âmbito do chamado Novo Consenso em Macroeconomia. Blanchard, Felman e Subramarian (2021), por exemplo, apontam que esse Novo Consenso fiscal poderia ser resumido em três proposições: reconhecimento da necessidade de políticas macro a fim de estimular a demanda; esgotamento da política monetária; baixas taxas de juros, abrindo espaço para o uso da política fiscal mesmo em contexto de dívidas elevadas. Furman e Summers (2020) também se tornaram importantes defensores da atuação fiscal, especialmente em contexto de crise e de baixas taxas de

³¹ Debate presente em Orszag, Rubin e Stiglitz (2022) e Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021)

³² Ver uma síntese do debate sobre multiplicadores fiscais em Batini (2014) e em Busato & Montani (2024)

³³ Ver Pires (2014)

³⁴ Para uma revisão da visão convencional sobre política fiscal engendrados pela crise associada à pandemia da covid-19 ver Montani & Busato (2023)

juros. Vejamos que, em 2020, a própria Reinhart³⁵ recomendou a atuação através da política fiscal durante a Pandemia, apresentando uma defesa clara da atuação fiscal para conter seus efeitos.

Sandbu (2021) defende, igualmente, que há um Novo Consenso Fiscal em debate no mundo e que este seria bem menos fiscalista do que o que vigorou nas últimas três décadas, estando ainda em debate questões relevantes como o tamanho dos multiplicadores fiscais, a política fiscal em contexto de baixas taxas de juros, regras fiscais como princípios substituindo regras mais rígidas, melhores estabilizadores automáticos etc. Enquanto isso, porém, no Brasil, o debate se manteve contaminado de “velhas convicções”, reveladas no debate público apresentado ao longo do artigo, mas também em estudo publicado pelo IPEA (Instituto de Pesquisa econômica aplicada):

Na ausência de medidas efetivas que disciplinem o crescimento dos gastos públicos, a possível percepção de insustentabilidade da dívida pública poderia gerar um ciclo vicioso, no qual aumentos da taxa de juros, do déficit nominal e da dívida se reforçariam mutuamente, tornando cada vez mais difícil o ajuste das contas públicas e conduzindo a economia a um equilíbrio instável de baixo crescimento (SOUZA Jr, et al 2020, p.18).

Considerações finais

Durante o ano de 2020 e mesmo em meio à crise decorrente da Pandemia por Covid-19, assistimos a resistências à implementação do auxílio emergencial no Brasil sob o argumento de que a dívida pública alcançaria níveis insustentáveis. Em seguida, vimos que foi exatamente o estímulo fiscal que fez com que a recessão, bem como a relação dívida/PIB, fossem menores do que as esperadas. A ação fiscal se mostrou imprescindível para lidar com os efeitos econômicos e sanitários da Crise, sendo assim feito no mundo inteiro. Apesar de a ortodoxia mundial, incluindo FMI e Banco Mundial, apontar para a necessidade da ação fiscal na crise, por aqui nossa ortodoxia manteve-se firme em teses não só questionáveis para o caso do Brasil, mas, como mostramos, muitas vezes reconhecidamente falhas.

Em suma, no Brasil, naquele singular momento da nossa história, com a maior crise sanitária que toda uma geração vivenciou, os argumentos apresentados pelas teses de “Intolerância à dívida” e da “Austeridade expansionista” vinculadas às finanças

³⁵ <https://www.ft.com/content/0940e381-647a-4531-8787-e8c7dafbd885>

saudáveis continuaram sendo utilizados por nossa ortodoxia como promessa de gerarem estabilidade nas expectativas e crescimento econômico. Tais teses permanecem por aqui completamente imunes aos fatos; aos debates teóricos e empíricos; ao reconhecimento por seus próprios autores de que os ajustes fiscais são contracionistas; às experiências internacionais; às recomendações de agências internacionais; e ao debate internacional em torno da possibilidade e surgimento de um Novo Consenso Fiscal, com papel mais relevante para a política fiscal na administração do ciclo econômico. Enquanto no mundo o debate sobre o papel e potencial da política fiscal avançam, nossa ortodoxia insiste em permanecer mais ortodoxa do que a de lá.

Referências

- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. *Tax Policy and the Economy*, v. 24, n. 1, p. 35-68, 2010.
- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. *Austerity: when it works and when it doesn't*. Princeton: Princeton University Press, 2019. Disponível em: <https://libgen.lc>.
- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. The output effect of fiscal consolidations. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2012. (Working Paper, n. 18336). Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w18336/w18336.pdf.
- ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. What do we know about the effects of austerity? *AEA Papers and Proceedings*, v. 108, p. 524-530, 2018.
- ALESINA, A.; ARDAGNA, S.; PEROTTI, R.; SCHIANTARELLI, F. Fiscal policy, profits, and investment. *The American Economic Review*, v. 92, n. 3, p. 571-589, 2002.
- BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.
- BARRO, R. J. The Ricardian approach to budget deficits. *Journal of Economic Perspectives*, v. 3, n. 2, p. 37-54, 1989.
- BATINI, N. et al. Fiscal multipliers: size, determinants, and use in macroeconomic projections. Washington, DC: International Monetary Fund, 2014. (Technical Notes and Manuals, 14/04). Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2014/tnm1404.pdf>. Acesso em: 30 jan. 2025.
- BERNANKE, B. The economic outlook. Depoimento perante a Comissão do Orçamento da Câmara dos Deputados dos EUA, jan. 2008. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080117a.htm>.
- BLANCHARD, O.; FELMAN, J.; SUBRAMANIAN, A. Does the new fiscal consensus in advanced economies travel to emerging markets? Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, mar. 2021.
- BLANCHARD, O.; LEANDRO, A.; ZETTELMEYER, J. Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards. *Economic Policy*, v. 36, n. 106, p. 195-236, 2021.

BUSATO, M. I. Ricardian equivalence revisited: introductory notes. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 42, n. 1, p. 113-127, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1590/0101-31572021-3235>.

BUSATO, M. I.; MONTANI, N. Multiplicadores fiscais no Brasil: entre consensos e dissensos. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 28, p. e242803, 2024.

CARDOSO, D. et al. Pandemia de COVID-19 e famílias: impactos da crise e da renda básica emergencial. *Nota de Política Social*, 2021. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/10820/1/BPS_28_nps2_pandemia_covid_19_fam%C3%ADlias.pdf.

CUNLIFFE, J. Financial stability post Brexit: risks from global debt. Discurso proferido no CFO Agenda, Londres, 7 maio 2019. Bank of England. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/financial-stability-post-brexit-risks-from-global-debt-speech-by-jon-cunliffe.pdf>.

DWECK, E. et al. Impacto da austeridade sobre o crescimento e a desigualdade no Brasil. In: XXIII Encontro Nacional de Economia Política, 2018. Anais [...]. v. 23, p. 1-17.

FATÁS, A.; SUMMERS, L. The permanent effects of fiscal consolidations. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2016. (Working Paper, n. 22374). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w22374>.

GERALDINI, B.; JUSTUS, M. Impacto do auxílio emergencial na renda do trabalho: proteção social como política anticíclica na pandemia da Covid-19. Campinas: UNICAMP/IE, 2025. (Texto para Discussão, n. 475). Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/TD/TD475.pdf>.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1990.

HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *PERI Working Paper*, n. 322, apr. 2013.

IMF. *Fiscal Monitor: a fair shot*. Washington, DC: International Monetary Fund, abr. 2021. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/03/29/fiscal-monitor-april-2021>.

JAYADEV, A.; KONCZAL, M. The boom not the slump: the right time for austerity. *Economics Faculty Publication Series*, 2010.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

LOPES, A. Testando teorias para o consumo agregado no Brasil. *Nova Economia*, v. 27, n. 1, p. 35-62, jan./abr. 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/neco/a/jhrqCyvzyVBHLnMmCj6XVtb/?lang=pt>.

MATSUOKA, H. Debt intolerance: threshold level and composition. Washington, DC: World Bank, 2020. (Policy Research Working Paper, n. 9276). Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33906>.

MEI, Y. U.S. consumption function: an empirical test of the life-cycle hypothesis. Hartford: Trinity College, 2012.

MONTANI, N.; BUSATO, M. I. A pandemia de Covid-19 e a política fiscal: o que há de novo na visão do mainstream? *Nova Economia*, v. 33, n. 1, 2023. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/7378>.

MORENO-BRID, J. C. On capital flows and the balance-of-payments constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 21, n. 2, p. 283-298, 1998/1999.

ORSZAG, P. R.; RUBIN, R. E.; STIGLITZ, J. E. Fiscal resiliency in a deeply uncertain world: the role of semiautonomous discretion. *Industrial and Corporate Change*, v. 31, n. 2, p. 281-300, 2022.

PASTORE, A. C. Recuperação econômica e a política monetária. Webinar promovido pelo FGV IBRE, 8 set. 2020. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=6nsLFLqCM6E>.

PESSOA, S. O papel do Estado na economia. Webinar promovido pelo FGV IBRE, 22 out. 2020. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=hsZZ_AjHLc4.

PIRES, M. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. *Economia Aplicada*, v. 18, n. 1, p. 69-90, 2014.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S.; SAVASTANO, M. Debt intolerance. *NBER Working Paper*, n. 9908, 2003.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Growth in a time of debt. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2010a. (Working Paper, n. 15639). Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w15639>.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Growth in a time of debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, v. 100, n. 2, p. 573-578, 2010b.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Responding to our critics. *The New York Times*, 25 abr. 2013. Op-Ed Contributors.

ROMER, C.; ROMER, D. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks. *American Economic Review*, v. 100, n. 3, p. 763-801, 2010.

SACHSIDA, A. Prorrogar auxílio pioraria situação dos mais pobres. Entrevista ao UOL, 5 jan. 2021. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/01/05/prorrogar-auxilio-pioraria-situacao-dos-mais-pobres-diz-secretario.htm>.

SANDBU, M. Há um novo consenso de Washington, e ele é bem menos fiscalista. *Valor Econômico*, abril 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/mundo/noticia/2021/04/12/ha-um-novo-consenso-de-washington-e-ele-e-bem-menos-fiscalista.ghtml>.

SOUZA JR., J. R.; CAVALCANTI, M.; LEVY, P. Visão geral de conjuntura. *Carta de Conjuntura – IPEA*, n. 47, 2º trim., 2020.

THIRLWALL, A. P.; HUSSAIN, N. The balance of payments constraint, capital flows and growth rate differences between developing countries. *Oxford Economic Papers*, v. 34, p. 498-510, 1982.