



Texto para Discussão 014 | 2021

Discussion Paper 014 | 2021

Intolerância à dívida e austeridade expansionista: Uma revisão crítica à luz do debate recente

Maria Isabel Busato

Professora adjunta do Instituto de economia da UFRJ

Membra do Grupo de Dinâmica Econômica/GDE e do GESP/IE-UFRJ.

Bolsista pós-doc do programa CAPES/INCT.

E-mail: maria.busato@ie.ufrj.br

João Lins de Almeida

Aluno de graduação do IE/UFRJ

Bolsista de Iniciação científica PIBIC-UFRJ.

E-mail: joaolinsdealmeida@gmail.com

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

Intolerância à dívida e austeridade expansionista: Uma revisão crítica à luz do debate recente

Abril, 2021

Maria Isabel Busato

Professora adjunta do Instituto de economia da UFRJ

Membra do Grupo de Dinâmica Econômica/GDE e do GESP/IE-UFRJ.

Bolsista pós-doc do programa CAPES/INCT.

E-mail: maria.busato@ie.ufrj.br

João Lins de Almeida

Aluno de graduação do IE/UFRJ

Bolsista de Iniciação científica PIBIC-UFRJ.

E-mail: joaolinsdealmeida@gmail.com

Resumo

Esse artigo tem como objetivo discutir as bases teóricas e/ou empíricas que têm fundamentado o debate recente brasileiro sobre a necessidade da imediata retomada da austeridade fiscal quando a economia ainda se encontra em meio à crise econômica e sanitária causada pela pandemia do covid-19. Boa parte dos argumentos favoráveis à ideia de que a consolidação fiscal deve ser retomada como prioridade está centrada na tese de intolerância à dívida, em nossa visão inadequadamente utilizada para a realidade brasileira; e na tese da austeridade expansionista, amplamente questionada teórica e empiricamente. Da mesma forma que há um negacionismo generalizado por parte do governo para lidar com as questões sanitárias vinculadas à crise do Covid-19 parece que há também um negacionismo econômico para reconhecer os fatos empíricos e as recomendações que as agências internacionais e principais economias do mundo têm apontado como saída para a crise econômica. O artigo pretende apresentar e discutir criticamente a base teórica daquelas duas posições.

Palavras-Chave: Austeridade expansionista; Intolerância à dívida; Consolidação fiscal

JEL: H, H12, H5

Abstract

This article aims to discuss the theoretical and / or empirical bases that have grounded the recent Brazilian debate on the need for immediate resumption of fiscal austerity while the economy is still in the midst of financial distress as the country goes through an unparalleled health crisis caused by the COVID-19 pandemic. Many of the arguments in favor of the idea that fiscal consolidation should be prioritized are centered on the thesis of debt intolerance which, in our view, is inadequately applied to the Brazilian context; these arguments are also based on the expansionist austerity thesis, widely questioned both theoretically and empirically. It was observed that there is widespread denialism on the part of the government regarding health issues linked to the COVID-19 crisis, and it also seems that there is economic denialism manifested in the ubiquitous refusal to validate empirical evidence and the recommendations that international agencies have made, as well as in the failure to consider the aspects that the main economies in the world have indicated as a way out of the economic crisis. The article intends to present and critically discuss the foundations on which the theories that favor expansionary austerity have based their positions.

Key-words: Debt intolerance; Expansionary austerity; Fiscal Consolidation

Introdução

No dia 06/05/2020 a câmara dos deputados aprovou em segundo turno a chamada PEC 10-2020, ‘PEC do orçamento de guerra’, que ‘separou’ o orçamento da união dos gastos emergenciais e criou um orçamento fiscal e financeiro extraordinários a fim de implementar ações para lidar com a pandemia decorrente do COVID-19. A referida PEC vinha sendo discutida dentro do contexto da vigência do estado de ‘calamidade pública’, reconhecido em 20 de março de 2020, o que por si já garantiria o estado de exceção e a possibilidade de extrapolar o regime fiscal vigente, a LRF e o comprimento da chamada regra de ouro. Logo após o reconhecimento do estado de calamidade, surgiram uma série de artigos em jornais e/ou acadêmicos que lançaram luz ao debate sobre como os gastos deveriam ser financiados¹.

As alternativas-chave apresentadas eram (i) Financiamento monetário direto; e (ii) aumento da tributação e (iii) Dívida pública.

O debate sobre financiamento monetário direto do Tesouro pelo Banco Central, proibido pela legislação vigente no Brasil, trouxe consigo uma ampla disputa teórica sobre sua viabilidade enquanto a taxa de juros referencial – SELIC – for positiva. Isso porque, a ampliação da liquidez da economia sem contrapartida imediata ou posterior de colocação de títulos públicos ou arrecadação de impostos², ampliando as reservas bancárias, levaria os agentes a tentarem rentabilizar tal liquidez e uma alternativa ‘natural’ em momentos de incerteza é a compra de títulos públicos, levando a autoridade monetária a enxugar o excesso de liquidez para manter os juros ‘na meta’. Impactando a dívida através da colocação de compromissadas.

O debate sobre aumento da tributação também tem ganhado destaque. De um lado, os que, de posse da equivalência ricardiana dirão que poderia ser aproximadamente equivalente financiar os gastos adicionais através de impostos ou de dívida, visto que os

¹<https://oglobo.globo.com/economia/coronavirus-de-onde-vira-dinheiro-para-bancar-combate-pandemia-24337498>; <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/04/entenda-porque-a-emissao-de-moeda-para-pagar-a-onta-do-coronavirus-pode-derrubar-os-juros-mas-nao-deve-gerar-inflacao.shtml>; <https://www.redebrasilatual.com.br/economia/2020/05/belluzzo-imprimir-dinheiro-pandemonio-economico/>;

<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/viniustorres/2020/05/governo-fala-em-imprimir-dinheiro-mas-ideia-esta-longe-de-chegar-a-pratica.shtml>

² Vale lembrar que qualquer gasto do governo gera ampliação da base monetária (Bastos, et al, 2020). A discussão que estamos fazendo aqui é sobre a possibilidade, atualmente vedada, de o Banco central financiar diretamente o tesouro.

ajustes patrimoniais e as decisões individuais levam em conta não apenas os impactos dos impostos e dívidas em suas rendas correntes, mas também na renda da geração imediatamente posterior; retoma-se o importante debate sobre a regressividade da estrutura tributária brasileira, focada em bens e serviços e, ainda dentro desse tema, ressurge também o necessário debate proposto, inclusive, pelo próprio FMI (10/2020), sobre a imperiosa urgência de rever a regressividade dos impostos, taxando grandes fortunas, heranças e elevadas rendas.

Já sobre endividamento, volta ao palco as teses sobre a existência (ou não) de limites para a relação dívida mobiliária/PIB, bem como a tese sobre a necessidade imediata do ajuste já em 2021 no caso do Brasil como pré-requisito para a retomada do crescimento. Esses debates ganharam relevância nos anos 90, retornam fortemente após a crise de 2008 e agora novamente. De um lado, a visão mais tradicional, associada à tese de “intolerância à dívida” ou à tese da “austeridade fiscal expansionista” as quais fundamentam o debate brasileiro da defesa da retomada da austeridade; e, de outro, dentro de uma visão mais próxima da heterodoxia econômica, pode-se citar como protagonistas do debate atual, autores vinculados à chamada MMT (Modern Monetary Theory) para os quais as finanças devem ser ‘funcionais’ aos objetivos de alcance do pleno emprego e controle inflacionário. Além disso, para esse grupo de autores não haveria algum limite óbvio para a relação dívida/PIB em um país cuja dívida esteja expressa em moeda soberana.

Dada a complexidade do tema e as inúmeras possibilidades de recorte, neste artigo optamos por nos debruçar sobre o debate teórico que fundamenta a defesa da austeridade. Na primeira seção se fará uma recuperação dos argumentos teóricos e/ou experiências empíricas sobre o a tese da Intolerância à dívida. Na segunda sessão se apresentará a tese da “Austeridade fiscal expansionista” destacando seus fundamentos baseados na ideia de ‘finanças saudáveis, com uma avaliação crítica dos seus resultados principais. Finalizando com algumas considerações finais.

A tese da “intolerância à dívida” efeitos sobre câmbio, juros, crescimento e inflação

Em 2003, Reinhart & Rogoff & Savastano trouxeram uma discussão sobre a tese da “intolerância à dívida” como um fenômeno de recorrentes inadimplência ou reestruturação da dívida externa experimentada por diversos países da América Latina e do mundo. A intolerância a dívida de alguns países seria consequência de algum tipo de preferência dos países em tomar emprestado de forma excessiva, visando impulsionar o

consumo temporariamente³. Segundo os autores, governos míopes estariam dispostos a correr tais riscos, vejamos:

We certainly do not want to overstate the costs of default or restructuring, especially for serial defaulters. In fact, we will later show that debt-intolerant countries rarely choose to grow or pay their way out of heavy external debt burdens without at least partial default. This revealed preference on the part of debt-intolerant countries surely tells us something. Indeed, many question whether, in the long run, the costs of allowing or precipitating a default exceed the costs of an international bailout, at least for some spectacular historical cases. But there is another side to the question of whether debt-intolerant countries really do borrow too much, and that has to do with the benefit side of the equation. Our reading of the evidence, at least from the 1980s and 1990s, is that external borrowing was often driven by shortsighted governments that were willing to take significant risks to raise consumption temporarily. (REINHART & ROGOFF & SAVASTANO, 2003, p.13)

As consequências do endividamento externo excessivo se expressam em crises e volatilidade cambiais, juros elevados, saída de capital e planos de reestruturação de dívida. Assim, alegam os autores, “a intolerância à dívida se manifesta na extrema coação que mercados emergentes experimentam, mesmo com níveis de dívida que parecem administráveis para padrões de países avançados” (REINHART & ROGOFF & SAVASTANO, 2003, p.2).

Segundo os autores, os limites da dívida externa experimentados pelos países emergentes estão amplamente relacionados não apenas ao nível de relação dívida externa/PIB ou Dívida externa/Exportações, mas seria também importante investigar o histórico de recorrências à reestruturação da dívida, inadimplência e/ou default, histórico inflacionário e o risco país. Isso porque, em geral, países com maiores históricos de default teriam, em geral, maior risco mesmo com relação dívida externa/PIB mais baixos que outros.

Hoje no Brasil estamos vivenciando a discussão sobre a existência de limites para a relação dívida/PIB, utilizando inclusive, como apresentaremos em seguida a tese de intolerância à dívida. No entanto, a tese apresentada por Reinhart & Rogoff & Savastano (2003) é aplicável à limites enfrentados por países, sobretudo no que diz respeito às suas dívidas externas, expressas em moeda estrangeira e não em moeda soberana.

³ Eichengreen et. al. (2003), utilizam o termo “Original sin” ao invés de intolerância à dívida. Apresentam uma visão crítica de tal tese, apontando que as dificuldades dos emergentes decorrem das dificuldades de acesso ao mercado internacional de capitais.

Sobre esse ponto, começando com a CEPAL e se consolidando nos anos 80 em diante, já há uma literatura bastante sólida sobre os limites ao endividamento externo que que economias sem moedas aceitas internacionalmente enfrentam. Thirlwall & Hussain (1982) e Moreno-Brid (1998), podem ser utilizados como exemplo. Os primeiros verificaram a importância empírica dos fluxos de capitais para explicar a flexibilização do crescimento em economias em desenvolvimento, acima e além daquele permitido pelo equilíbrio no balanço de pagamentos. Já Moreno-Brid (1998) analisa o efeito do acúmulo de passivo externo como importante fonte de exposição e de vulnerabilidade para tais economias. Ou seja, a tese de que há limites para a dívida externa tolerável em uma economia sem moeda aceita internacionalmente já estava bastante consolidada antes mesmo de Reinhart & Rogoff & Savastano (2003) escreverem seu artigo sobre a tese de Intolerância à dívida. Pode-se afirmar, portanto, que poucos discordariam que países sem moeda aceita internacionalmente, enfrentam certos tipos de restrições ao endividamento e que este pode variar de acordo com o histórico particular de crises cambiais e externas.

O ponto mais controverso, contudo, é o uso da “tese de intolerância à dívida” para análise da existência de limites para a relação dívida interna/PIB. Apesar de os autores citarem a possibilidade de a tese de intolerância a dívida ser aplicável para a análise da dívida interna - como veremos sucintamente em seguida – seus estudos centram-se na dívida externa e nas dificuldades relativas a ela. Os autores alegam indisponibilidade de dados e afirmam que sobre a dívida interna fariam apenas algumas considerações. Reinhart & Rogoff & Savastano (2003, p.47):

infelizmente, não há um histórico suficiente para permitir uma análise empírica comparável da dívida pública interna [...] dito isso, uma primeira leitura das evidências sugere que um histórico de intolerância à dívida externa é provavelmente um bom indicador da intolerância à dívida interna nos dias modernos. (p.47, tradução minha)

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

Como um subproduto da mobilidade do capital e da integração financeira, os estrangeiros detêm cada vez mais grandes quantidades da dívida emitida internamente de governos de mercados emergentes, e seus residentes cada vez mais detêm instrumentos emitidos por governos em economias avançadas. A integração financeira e as contas de capital aberto incentivam a arbitragem ativa nos dois mercados. (p. 48, tradução minha)

Ora, o problema parece ser ainda o mesmo. Se a participação estrangeira na dívida interna for elevada, certamente essa economia está mais exposta à rápidas repatriações e volatilidade cambial. Mas ainda assim, isso não implica um problema na rolagem da dívida interna, implicando apenas que o Banco Central deverá atuar nesses casos, fornecendo reservas e ajustando a liquidez.

Um estudo recente feito por Matsuoka (2020) do Banco Mundial, utiliza a tese da intolerância à dívida para analisar os efeitos potenciais da dívida pública (nível) e da **composição da mesma** (participação de residentes x não-residentes) sobre a taxa de juros de curto prazo e de longo prazo⁴. E concluiu que o impacto que o nível de dívida pública exerce sobre a taxa de juros esperada aumenta quando a participação de estrangeiros excede aproximadamente 20% da dívida pública denominada em moeda local. Caso a participação de investidores privados estrangeiros seja superior a 30% os efeitos se darão sobretudo nas expectativas das taxas de juros de longo prazo desde que a relação dívida/PIB exceda 60% (Matsuoka, 2020).

Pode-se concluir que tanto nas análises propostas por Reinhart & Rogoff & Savastano (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 de curto e de longo prazo, se existem, estão associados, sobretudo, ao grau de participação estrangeira na dívida. Não há qualquer menção nos artigos sobre dificuldades relativas à rolagem da dívida interna. É a mobilidade de capital e a vulnerabilidade deste, associada à participação estrangeira na dívida mobiliária interna que torna o país sem moeda aceita internacionalmente mais exposto.

Reinhart & Rogoff (2010a e 2010b), doravante RR, como no Brasil atual, estavam preocupados com o abrupto crescimento da relação dívida/PIB de diversos países logo após a crise financeira de 2008. Nos dois artigos os autores pretendem investigar a relação entre elevados níveis de dívida, crescimento econômico e inflação. Utilizam o conceito do FMI para dívida pública do governo central⁵. Esses estudos mais recentes, nos quais os autores incorporam a dívida total foram objeto contundente de críticas que serão mencionadas em seguida.

Os resultados empíricos obtidos pelos autores foram divididos entre os efeitos da dívida sobre o crescimento e sobre a inflação e as experiências entre economias avançadas e em desenvolvimento. Concluindo que os efeitos da dívida sobre o crescimento são não lineares, atribuindo a isso à tese de “intolerância à dívida” e ao fato de que o histórico de

⁴ O autor utilizou dados semestrais de 25 países: 11 economias avançadas e 14 mercados emergentes de 2006.2 a 2018.2.

⁵ 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 (federal) junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo.

como se lidou e se lida com a dívida ao longo do tempo, impacta nos resultados⁶. São não lineares os resultados para experiências com dívida que supera o PIB em mais de 90%. Também não são lineares os impactos inflacionários como discorreremos a seguir. Mas qual é a base teórica que sustenta os argumentos para interpretar os resultados empíricos obtidos por RR (2010a) Os autores afirmam que “the simplest connection between public debt and growth is suggested by Robert Barro (1979)”.

Lembrando que Robert Barro (1974) apresenta a tese da equivalência Ricardiana, para a qual o financiamento dos gastos públicos através de dívida ou impostos são equivalentes, aceitando em 1976 a crítica feita por Feldstain (1976) que alega: desde que $g > r$ (taxa de crescimento econômico⁷ maior do que a taxa de juros que remunera a dívida pública), o governo nunca precisará, de fato, resgatar a dívida, podendo substituí-la por uma nova, pagando apenas os juros. Feldstein alega que, como nenhuma geração terá que pagar a dívida, a geração atual, mesmo que inclua em sua função utilidade o bem-estar da geração seguinte, não precisará alterar seus planos de gastos e de herança, e, portanto, a primeira geração, “que recebeu a dívida do governo como transferência”, irá aumentar seu consumo, reduzindo a acumulação de capital no longo prazo (1976, p. 333)⁸.

A causalidade explícita é da dívida para o crescimento. Lembrando que em 2020 sobre os caminhos para conter o avanço da crise econômica decorrente dos efeitos da pandemia, Reinhart (2020)⁹, então economista chefe do Banco Mundial pergunta: “enquanto a doença avança, o que mais você vai fazer?” e continua “primeiro você se preocupa em como lutar na guerra, então você descobre como pagar por isso”. Além disso, em Reinhart & Hogoff (2003) os autores reconhecem o potencial de causalidade reversa, quando o baixo crescimento, ao deteriorar as bases arrecadatórias, poderiam aumentar a dívida.

⁶ 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).

⁷ “Consider instead an economy in which total national income grows at rate g , the sum of the growth rate of population and the rate of technical progress” (Feldstein, p.932).

⁸ Para uma resenha sobre o tema, ver Busato (2020).

⁹ <https://www.ft.com/content/0940e381-647a-4531-8787-e8c7dafbd885>

Quanto à inflação os autores alegam que uma inflação alta inesperada pode reduzir o custo real do serviço da dívida.¹⁰

A fim de ratificar a hipótese de que a relação dívida/PIB impacta a trajetória de crescimento os autores selecionaram um grupo de 20 economias avançadas¹¹ e de 24 países emergentes para o período de 1946 a 2009. Em seguida dividem 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 apontam que para países desenvolvidos não há relação empírica clara entre crescimento e dívida pública para relação dívida/PIB inferiores à 90%. Já dívidas superiores à 90% do PIB têm sido associadas, segundo RR (2010b, p.575) a taxas menores de crescimento quando comparadas à menores relações dívida/PIB. Com ausência de padrão estatístico definido entre inflação e aumento da dívida.

Quanto aos emergentes, dinâmica semelhante teria sido encontrada na relação dívida/PIB e crescimento. Com Crescimento médio 1% menor para países com dívida/PIB superior a 90% quando comparada aos abaixo de 90%.

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

Em 2013 um grupo pesquisadores replicou os estudos feitos por Reinhart & Rogoff (2010a; 2010b) a fim de testar se, de fato, o endividamento deprime o crescimento econômico.

¹⁰ Reinhart & Rogoff (2010, p.13): “Fiscal dominance is a plausible interpretation of this pattern”.

¹¹ Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Reino Unido e Estados Unidos.

Segundos (Herndon & Ash & Pollin, 2013), RR teriam selecionado e excluído dados de sua amostra de forma seletiva¹² ¹³, e feito uso de ponderações estatísticas não convencionais, de modo a alterarem os resultados obtidos. Além disso, segundo os autores, a não linearidade¹⁴ 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 linearidade evidente para as experiências de dívida entre 0 e 30% do PIB e entre 30 e 60%. Segundo os autores ao replicar o estudo para as economias desenvolvidas:

Our most basic finding is that when properly calculated, the average real GDP growth rate for countries carrying a public debt-to-GDP ratio of over 90 percent is actually 2.2 percent, not -0,1 percent as RR [Reinhart & Rogoff] claims. That is, contrary to RR, average GDP growth at public debt/GDP ratios over 90 percent is not dramatically different than when public debt/GDP ratios are lower. (Herndon & Ash & Pollin, 2013, p. 3).

Ainda segundo Herndon & Ash & Pollin, as exclusões seletivas tiveram pouco impacto sobre as estimativas dos países com menores relações dívida/PIB, no entanto, o crescimento médio do PIB no grupo dívida pública/PIB acima de 90% é - 0,1% e o resultado de RR teria exagerado uma diferença de 2,3% para menos.

¹² Para um detalhamento das exclusões, ver (Herndon & Ash & Pollin, 2013, p. 6). Como exemplo, podemos citar como “mais significativas exclusões de dados foram feitas em três outros países: Austrália (1946-1950), Nova Zelândia (1946-1949) e Canadá (1946-1950). As exclusões para a Nova Zelândia são de particular importância. Isso ocorre porque todos os quatro anos excluídos estavam na categoria mais alta, 90% ou mais, dívida pública / PIB. As taxas de crescimento real do PIB nesses anos foram 7,7, 11,9, - 9,9 e 10,8 por cento. Após a exclusão desses anos, a Nova Zelândia contribui apenas com um ano para a categoria de dívida pública / PIB mais elevada, 1951, com uma taxa de crescimento real do PIB de -7,6 por cento. A exclusão dos anos faltantes é a única responsável por uma redução de - 0,3% de crescimento real estimado do PIB na categoria dívida pública / PIB mais elevada” (tradução nossa).

¹³ Os autores apontam 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%.

¹⁴ 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 (Reinhart & Rogoff, 2003). 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.

Foram muitas as respostas de Reinhart & Rogoff¹⁵ para as questões postas por Herndorn & Ash & Pollin, (2013). Os autores reconheceram um conjunto de omissões, mas alegam que algumas foram propositas, além de argumentarem que no cálculo estatístico das variáveis ausentes utilizaram a mediana, bastante usual em estatística. Por fim, salientam que em estudo feito para os países desenvolvidos em uma série mais longa, chegaram a resultados parecidos com os de Herndorn & Ash & Pollin, (2013).

Resgatamos os argumentos da ‘tese da Intolerância à dívida’ porque ela aparece no debate brasileiro recente. No dia 09/09/2020 em um evento sobre recuperação econômica e política monetária, promovido pelo IBRE/FGV, quando o professor Affonso Celso Pastore¹⁶ argumentou que a tese da ‘intolerância à dívida’ estaria se materializando no Brasil através de (i) saídas de capital da bolsa; (ii) Redução da participação de não residentes nos títulos da dívida pública mobiliária¹⁷; (iii) Efeitos na curva de juros de longo prazo¹⁸; e (iv) depreciação cambial. E no dia 22/10/2020 em outro evento promovido pelo IBRE/FGV¹⁹ sob os argumentos de Samuel Pessoa.

O retorno da tese de intolerância à dívida no Brasil coincide com as previsões de aumento da relação dívida/PIB no Brasil que quando esse texto começou a ser escrito era que atingisse no final de 2020 cerca de 94% pela metodologia da dívida do governo geral e cerca de 98% pela metodologia do FMI²⁰ (que inclui os títulos da dívida pública na

¹⁵ Para os interessados no debate, ver Reinhart and Rogoff (2013) que levará o leitor à outras referências.

¹⁶ <https://www.youtube.com/watch?v=6nsLFLqCM6E&t=436s>

¹⁷ Não se pretende aqui aprofundar o debate sobre as causas da desvalorização cambial recente no Brasil, nem tampouco as razões para o aumento da curva de juros de longo prazo. Mas não podemos nos omitir de fazer algumas observações sobre esse tema. Lembramos que o Brasil teve historicamente umas das maiores taxas de juros reais do mundo. Desde 2017 esse diferencial vem sendo reduzido e esse ano a taxa Selic está em 2% desde 05 ago/2020, um ano em que o risco dos países em geral aumentou muito. Logo, é mais que esperado que haja saída de dólares com desvalorização das moedas domésticas, particularmente nos países em desenvolvimento. Além disso, a grande saída de estrangeiros do mercado de capitais e de títulos no Brasil pós 2015 deu-se, em parte, ao fato de que a agência Standard & Poor’s (S&P) anunciou que o Brasil perdeu o grau de investimento em 09 de setembro de 2015. Por fim, a redução de participação de não residentes nos títulos da dívida mobiliária deixaria o país menos exposto à intolerância à dívida e não mais expostos a ela.

¹⁸ Além disso, o fato de que a taxa Selic foi historicamente elevada gera um tipo de expectativa de que ela volte a subir em momento futuro e isso se manifesta na curva de juros longo. Poderíamos associar esse comportamento à existência de uma taxa de juros convencional que os agentes acreditam que vigorará no longo prazo.

¹⁹ https://www.youtube.com/watch?v=hsZZ_AjHLc4

²⁰ No último trimestre, devido ao efeito inflacionário, a estimativa para a relação dívida/PIB caiu levemente.

carteira livre do Banco Central). No fim de 2020 chegou-se a uma relação dívida/PIB de 89%, isso porque, o auxílio emergencial conseguiu conter a queda do denominador (PIB) que caiu menos do que o esperado. Já a participação de não-residentes entre os detentores da dívida interna era de 9,4%²¹ em setembro de 2020. Mesmo assim a tese da intolerância à dívida, assim como a tese da austeridade expansionista, que será exposta em seguida, têm sido utilizadas para defender a necessidade imediata de suspensão do orçamento de guerra e retomada do teto dos gastos já para 2021.

O alarmismo sobre a existência de limites para a dívida utilizando o argumento da ‘tese da intolerância à dívida’ está sendo mal aplicado no debate brasileiro, pois, 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 relevante participação de não residentes nos títulos da dívida interna. Devendo estar claro 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 soberana como proporção do PIB.

Em 2019, em um discurso feito por Jonathan Cunliffe²², analisando os riscos de uma crise financeira para a Inglaterra no contexto da saída da União Europeia, disse:

Whether debt is sustainable depends on the difference between the interest rate and the growth rate of the income stream that will be used to repay the debt. The future is not known – in assessing today whether a given level of debt is sustainable, we must rely on our best forecast of future interest rates and growth. The level of debt that is sustainable in an economy is not a constant. It can change over time and indeed has changed enormously over the last 150 years. The ratio of credit to GDP in the late Victorian British economy was under 20% (not including the financial sector). In the mid-twentieth century it was around 60% and by the early 1990s over 100%. (CUNLIFFE, 2019, p.7)

Sobre a sustentabilidade da dívida ele argumenta que a tendência de queda nas taxas de juros reais no mundo em relação aos padrões históricos registrados, darão maior sustentabilidade à dívida. Para além disso, o autor chama atenção para o fato de 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

²¹ <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>

²² Deputy Governor of the Bank of England for Financial Stability.

sovereign debt, especially when financed internally, is not a good predictor of financial crises.” (Cunliffe, 2019, p. 8).

Por fim, no debate recente brasileiro a ideia da necessária austeridade sob risco de intolerância à dívida está sendo mal utilizada.

Austeridade fiscal expansionista

Um outro argumento que está presente no debate atual do Brasil, diz respeito à imediata necessidade de retomada, já em 2021, do teto dos gastos e da política de austeridade em curso desde dezembro de 2016, suspensa pela decretação do estado de calamidade e colocado em prática através do orçamento de guerra²³. Boa parte dos favoráveis à retomada da austeridade acreditam não apenas na existência de limites para a relação dívida/PIB expressa em um número quase mágico acima do qual se enfrentaria dificuldades de rolar a dívida, com efeitos nas taxas de juros; mas também, e especialmente, apostam na ideia básica que abordaremos em seguida dos possíveis efeitos positivos que a austeridade provocaria sobre as expectativas privadas futuras.

Um dos primeiros estudos empíricos de maior impacto acadêmico sobre a tese da austeridade fiscal expansionista é o trabalho de Giavazzi, F. & Pagano, M. (1990). Os autores se debruçam sobre duas experiências de ajuste fiscal nos anos de 1980, a Dinamarquesa e a da Irlanda. O ponto central da pesquisa foi analisar os efeitos sobre o consumo produzidos pela contração fiscal. Esta, regida nas duas experiências principalmente através do aumento nos impostos, mas também com corte de gastos em algumas áreas²⁴.

A ênfase no consumo tem relação com o vigoroso debate teórico que ocorre desde os anos 70. De um lado, modelos keynesianos apontam para o fato de que uma contração fiscal, seja por redução nos gastos ou aumento nos impostos, terá impactos depressivos sobre a demanda agregada produção e emprego. Por outro lado, a chamada *visão alemã*, que não explicita, mas tem elementos da tese da equivalência ricardiana, de que um corte nos impostos leva os agentes a recomporem seus gastos, poupança e previsão de herança, não significando uma contração necessária no consumo e/ou poupança agregada. A visão

²³ Tramitando nessa semana (março/2021) a pec 186 que é mais uma manifestação da corrida pelo ajuste fiscal, mesmo em momentos anômalos como a que estamos atravessando.

²⁴ o governo dinamarquês cortou gastos com saúde, educação, entretenimento e fornecimento de transporte público proporcionalmente mais do que outros gastos (Giavazzi & Pagano, 1990, p.21)

alemã (Germain view) ou visão das expectativas, citada pelos autores como contraponto à visão 'Keynesiana' alega que os efeitos do ajuste fiscal poderão provocar uma visão otimista sobre as expectativas dos agentes sobre suas rendas permanentes, afetando suas decisões de gastos em consumo no presente, caso se espere menores cargas de impostos futuros e/ou permanente redução na proporção dos gastos públicos no PIB. Ou seja, ao absorver uma parcela menor do PIB, o setor público abriria espaço para o setor privado se expandir²⁵.

Vejam os que para a experiência de consolidação fiscal alemã, Eels & Froehlich (1987) citados por Giavazzi & Pagano (1990) afirmaram que a visão keynesiana não incorporava os efeitos benignos da consolidação sobre as expectativas, particularmente para ajustes feitos através de corte nos gastos (Giavazzi & Pagano, 1990, p. 1). Citando também uma reavaliação posterior da experiência alemã Hellwig & Neumann (1987) tomam uma postura eclética, fundindo as visões keynesiana e "alemã" sobre cortes orçamentários, alertando que eventualmente o 'efeito keynesiano' contracionista de um corte de gastos prevalece sobre seu efeito de expansionista sobre as expectativas.

Assim, a questão posta pelos autores é “quantas vezes o efeito keynesiano contracionista de um corte de gastos prevalece sobre o efeito expansionista que exerce sobre as expectativas”.

A fim de contrapor empiricamente às duas visões, os autores irão utilizar como exemplo as consolidações fiscais da Dinamarca e Irlanda²⁶. Buscando identificar as condições sob as quais contrações fiscais poderiam ser expansionistas. A análise passa sempre pelo efeito que a política fiscal exerce sobre o consumo privado, ressaltando: a queda na renda disponível devido ao aumento dos impostos correntes; o efeito riqueza devido à queda no valor nominal e real das taxas de juros; a redução da prestação de serviços públicos para consumidores, a expectativa de menores impostos futuros em decorrência de reduções permanentes nos gastos.

O corte nos gastos foi mais rapidamente adotado na Dinamarca, que se concentrou entre 1982-84 e foi mais gradual na Irlanda, que se espalha por quase toda a década de 80. Os dois casos seriam os maiores exemplos na Europa de contrações expansionistas naquele período. A Dinamarca, após o ajuste fiscal iniciado em 1982 – corte nos gastos e aumento

²⁵ O debate teórico e, inclusive, o empírico já estava posto antes do conhecido trabalho de Giavazzi & Pagano (1990).

²⁶ Dentre os diversos países europeus que fizeram ajuste fiscal, a Irlanda se destacou como o exemplo mais proeminente de corte expansionista do público gastos. O exemplo da Irlanda é um dos usados pelos autores.

nos impostos - experimentou um período relevante de crescimento com taxa média de 3,6% a.a. por 4 anos. Enquanto na Irlanda a primeira tentativa de ajuste (1981-84) levou a forte recessão e na segunda tentativa (1987-89) levou a crescimento. Esses resultados advindos das duas experiências tornaram-se laboratório para os autores fazerem testes empíricos a fim de verificar as condições sob quais contrações fiscais poderiam ser expansionistas (Giavazzi & Pagano, 1990, p.6).

Os autores buscaram analisar em seguida os diversos canais de transmissão que poderiam justificar os resultados das experiências dinamarquesa e irlandesa, 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 consumidores.

O terceiro 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. Então o governo reduziria, por ex. os gastos com a saúde pública e os gastos privados das famílias imediatamente aumentariam. Imaginando que isso fosse possível para alguns países desenvolvidos, sabemos que é absolutamente contraproducente para uma economia como a Brasileira.

O estudo conclui que a experiência dinamarquesa mostra que cortes nos gastos do governo podem ser associados a aumentos no consumo, mesmo diante de um aumento substancial dos impostos correntes; e para o caso irlandês os livros didáticos keynesianos parecem recuperar seu poder preditivo durante a primeira fase de austeridade, como atesta a queda de 7% no consumo real em 1982; já na segunda fase a visão alemã pareceria estar mais apropriada para a análise.

Mas, o que é mais importante, 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 devem ser atribuídas às concomitantes desinflações, mudança para 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 na presença de inércia inflacionária (os preços responderam mais lentamente) se traduziu em queda correspondente das taxas reais de juros e um aumento da demanda agregada. Os dois países experimentaram crescimento considerável também das exportações.

Há, portanto, problemas em isolar os determinantes e atribuir o desempenho dessas duas economias ao ajuste fiscal, sobretudo porque houve uma série de medidas tomadas simultaneamente dificultando a análise, além de serem duas experiências apenas dentre tantas outras. Fica bem difícil atribuir o aumento do consumo após elevação dos impostos

às expectativas de aumento da renda permanente, com menor impostos futuros. Os resultados empíricos parecem pouco conclusivos. Não por acaso, os autores concluem que há casos em que a visão parece ter relevância empírica (Giavazzi & Pagano, 1990, p.28), não podendo ser reconhecida como regra geral.

Um segundo grupo de trabalhos que irá discutir o impacto da austeridade sobre o crescimento econômico pode ser apresentado conjuntamente através dos estudos de Alesina et al. (1999), Alesina e Ardagna (2010) Alesina, Favero e Giavazzi (2012), Alesina et al. (2016) e Alesina, Favero e Giavazzi (2018), e Alesina, Favero e Giavazzi (2019).

O trabalho de Alesina e Ardagna (2010) é um dos que tiveram maior repercussão acadêmica, com cerca de 1730 citações. A conclusão central para os objetivos desse trabalho está no fato de que os autores, assim como Giavazzi & Pagano, irão argumentar em prol da austeridade expansionista. Lembrando que em Alesina e Perotti (1997) e em Alesina e Ardagna (1998) também chegaram à resultados semelhantes. Boa parte dos fundamentos teóricos encontra-se no trabalho de Alesina et.al. (2002).

Alesina e Ardagna (2010) realizam uma série de estudos para os países da OCDE entre 1970 e 2007. O trabalho foi publicado no bojo da crise de 2008. Durante a crise 2007-2009 uma série medidas fiscais expansionistas foram adotadas para conter a crise, elevando a relação dívida/PIB dos países da OCDE, assim como a que se tem experimentado no período atual no Brasil e no mundo. Naquele momento os autores iriam discutir a melhor forma para executar um ajuste fiscal de maneira que as finanças públicas voltassem ao “normal”, com o argumento implícito das ‘finanças saudáveis’. Eles defendem a necessária retomada do equilíbrio fiscal pós crise de 2008 como mecanismo garantidor consistente da retomada do crescimento. A mesma defesa tem sido feita no Brasil durante a crise do Covid-19.

Reconhecida a necessidade do ajuste fiscal, os autores analisaram a experiência de 21 países nos quais em algum momento de sua história foram aplicadas medidas de austeridade fiscal. Argumentando que em diversos países, a economia cresceu nos anos posteriores à adoção do ajuste.

Além disso, os autores argumentam que as experiências analisadas mostraram que ajustes fiscais baseados em cortes de gastos são mais eficazes do que ajustes baseados em

aumentos de impostos²⁷, tanto para estabilizar a dívida como para evitar desacelerações econômicas e vão além, segundo eles, houve diversos episódios em que os cortes de gastos teriam levado a expansões econômicas, e não a recessões (Alesina e Ardagna, 2010, p.37). Em Alesina e Perotti (1997) e 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.

Quais são os mecanismos que sustentam o argumento do ajuste fiscal para o crescimento? Do lado demanda decorreria do efeito positivo sobre o consumo através do aumento da renda permanente esperada, associado à redução da necessidade de impostos futuros, argumento expectacional. Sobre esse mecanismo é bastante conhecido o debate sobre os determinantes do consumo, claramente mais atrelado à renda corrente do que a uma renda imaginária. Além disso, como reconhecido pelos próprios autores e também por Giavazzi & Pagano (1990), essa hipótese depende da ausência de restrições financeiras. O outro mecanismo – do lado da demanda - seria através do impacto da redução do déficit público sobre a taxa de juros e desta sobre o consumo e sobre o investimento. Sobre o consumo se daria através do aumento dos preços dos títulos, causando um efeito riqueza sobre o consumo. Esse é um outro canal também bastante questionável, pois sabe-se que a taxa de juros é exógena e determinada pelos BC e as taxas de juros de longo prazo em geral seguem a de curto prazo, com alguma discrepância refletindo especialmente questões externas e a convenção e não, geralmente, a dívida interna. Para além disso, a própria sensibilidade do investimento à taxa de juros, especialmente em fases recessivas, é outro elemento bastante questionável.

Pelo lado da oferta, a justificativa está mais clara em Alesina et.al. (2002, p. 572 e segs) “aumentos no gasto público elevam os custos trabalhistas e reduzem os lucros. Como um resultado, o investimento também diminui.” (tradução nossa)

A explicação está no mercado de trabalho. Partindo de uma situação de equilíbrio competitivo, um aumento na demanda por trabalho por parte do setor público leva à pressão sobre o salário real privado. Se o lazer e o consumo são bens normais, a oferta de mão de obra aumenta, se ajustando em resposta ao aumento no salário real, mas não o suficiente para compensar o crescimento da demanda por trabalho no setor público. Como resultado há uma elevação no nível de emprego no setor público e redução do emprego,

²⁷ 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).

da produtividade marginal²⁸ e do investimento privado. O inverso será verdadeiro para o ajuste fiscal, como resultado o salário real cai e o investimento aumenta²⁹ daí surge mais um mecanismo de transmissão para justificar a possibilidade de uma contração expansionista³⁰. Os autores desenvolvem ainda o argumento para o caso de um mercado de trabalho menos competitivo (sindicalizado), mas a ideia é muito parecida (Alesina et.al. (2002)). Utilizando um argumento comum em modelos RBC (Real Business Cycles), se os gastos do governo forem financiados por dívida, haveria pressão sobre a taxa de juros, a oferta de mão de obra se deslocaria para a direita (em um gráfico bidimensional com salário real no eixo ‘y’ e emprego no ‘x’ e valendo a ideia de substituição intertemporal trabalho x lazer), aumentando o produto³¹

Caso o aumento dos gastos fosse financiado por impostos, aí a lucratividade e o investimento poderiam cair. Por outro lado, se houvesse um aumento das transferências do governo para os desempregados, isso poderia causar, segundo os autores, aumento na utilidade de reserva dos trabalhadores, pressionando os salários para cima e reduzindo o investimento,

Ou seja, os autores afirmam que ““essa teoria fornece um arcabouço analítico padrão que ressalta o papel central dos lucros como um determinante do investimento” (tradução nossa) (Alesina, et.al, 2002, p. 572). A lucratividade está toda pautada no comportamento dos trabalhadores e dos efeitos sobre a produtividade marginal do capital, sem considerar, por razões óbvias os efeitos que tais mudanças teriam na demanda agregada e no grau de utilização setorial.

Voltando para a questão central do debate que dá suporte aos defensores da retomada do ajuste fiscal no Brasil, deve-se ressaltar que o próprio Alesina e Ardagna (2010, p. 47) reconhecem aquilo que vimos experimentando no Brasil desde a 2016 com a promulgação

²⁸ Uma forma de pensar o argumento é utilizar o mercado de trabalho neoclássico e uma função de produção do tipo Cobb-Douglas dada por $Y_t = FA(K_t, L_t)$ resultando em uma produtividade marginal do capital: $PmgK = \alpha \left(\frac{L}{K}\right)^{1-\alpha}$.

²⁹ 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 porque supor que na presença de desemprego a contratação pelo governo pressionaria o salário real dos trabalhadores do setor privado.

³⁰ Os autores desenvolvem o argumento para o caso de um mercado de trabalho menos competitivo (sindicalizado), mas o argumento é muito parecido. Ver Alesina et.al. (2002).

³¹ Isso produziria um efeito de queda na taxa de juros, não suficiente para esterilizar o aumento inicial na oferta de mão de obra, e aumentaria o investimento.

da pec do teto dos gastos³², que “o ajuste fiscal pode levar a uma redução acentuada da razão dívida/PIB, pois o numerador cai mais rápido que o denominador” (tradução nossa).

Apesar disso, os autores irão defender a possibilidade da contração fiscal expansionista, particularmente se se der através de redução de gastos, prioritariamente com redução de transferência de renda. O que, como discutimos acima, reduz o salário de reserva dos trabalhadores do setor privado. Vejamos (Alesina e Ardagna (2010), p.47):

Thus, fiscal adjustments occurring on the spending side have effects on growth superior to those based on increases in tax revenues. As far as the composition in components, probably the most striking difference between the two types of adjustments has to do with the role of transfers. In contractionary cases, transfers continue to grow as a percentage of GDP of almost half of a percentage point. In expansionary episodes, instead, transfers fall by roughly the same amount.

E em seguida os autores afirmam que com a manutenção dos direitos é praticamente impossível manter as finanças saudáveis, vejamos: é muito difícil, se não impossível, ajustar as finanças públicas sem resolver a questão dos aumentos automáticos dos direitos” (tradução nossa” (op.cit, p.49).

Além disso, os autores irão defender como sendo mais expansionista os cortes nos gastos correntes, particularmente na folha salarial, como se apresenta no debate atual brasileiro, inclusive na proposta inicial da Pec 186. Claramente aqui se coloca uma questão de prioridade que discutiremos criticamente na próxima seção.

Assim, a fim de defenderem a necessidade do ajuste fiscal pós crise de 2008 nos USA e no mundo, os autores fazem uma defesa dos ajustes fiscais baseados em cortes de gastos e sem aumento de impostos pois esses teriam tanto maior probabilidade de reduzir os déficits e a razão dívida/PIB, como menor probabilidade de criar recessões, os resultados estão pautados no estudo de 21 países da OCDE. Os resultados de Alesina e Ardagna (2010) foram amplamente criticados no meio acadêmico com especial ênfase para Jayadev e Konczal (2010), doravante, J & K (2010) que mostraram que os casos que

³² O mesmo também fora reconhecido por Rainhart & 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. Além disso, a própria histerese faz com que a redução do produto afete o potencial, e a consolidação se torna autodestrutível, ressaltando “the possibility of self-defeating fiscal consolidations, i.e. reductions in deficits that end up delivering higher debt-to-GDP ratios because of their negative effects on potential GDP”

foram identificados por aqueles autores como resultado do ajuste fiscal expansionista, já eram, expansionistas antes do ajuste feito. Na verdade, das 26 experiências de ajuste fiscal analisadas, 20 delas estavam em fase expansionista antes do ajuste, logo não havia justificativa para atribuir o crescimento ao ajuste fiscal. Além disso, alertam os autores “na nossa análise, nós não achamos nenhum episódio em que um país em face das mesmas circunstâncias dos Estados Unidos (recessão recente, baixa taxa de juros, alto desemprego) tenha cortado seu déficit e tenha sido bem sucedido em reduzir sua dívida por meio do crescimento” (tradução nossa).

J & K (2010) chamam atenção sobretudo para a problemática metodologia adotada por Alesina e Ardagna (2010) para definir um episódio expansionista, visto que:

a country may be growing more slowly or even contracting in the three-year period (inclusive) following the year of adjustment and be considered expansionary if it is growing at a rate that is quicker than the G7 growth rate. This unusual definition selects 26 episodes in which fiscal consolidation takes place and terms them “expansionary. (J & K, 2010, p. 2)

Logo, há casos classificados com expansionistas nos quais o crescimento econômico posterior ao ajuste fiscal foi menor do que o do período prévio ao ajuste, isso porque, a taxa de crescimento estava acima da média do OCDE. Os autores sugerem que um ajuste fiscal para o USA em meio aos efeitos da crise de 2008, com elevado desemprego e baixas taxas de juros, seria muito improvável de se tornar um mecanismo de recuperação, enfatizando que o ajuste teria pouca probabilidade de consolidar o déficit se for implementado durante uma recessão:

Without robust growth, there is little hope of the debt-to-GDP ratio falling. The hope in undertaking such steps is for private investment to be reignited by increased trust and faith in the viability of government finances (J & K, 2010, p. 7).

Após a publicação do trabalho de Alesina e Ardagna (2010), além do trabalho de 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 fato³³.

Em 2018, Alesina (et.al.) analisam os planos de consolidação fiscal de 16 países da OCDE entre 1978 e 2014 e concluíram que tanto na expansão como na recessão os

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

multiplicadores da consolidação fiscal são negativos, seja ela feita através de corte nos gastos ou aumento nos impostos. Defendendo que são piores para os casos de aumento nos impostos, mas reconhecem que o ajuste é sim contracionista, ao menos no curto prazo. Com uma inversão importante dos argumentos constantes nos estudos anteriores, pois os autores reconhecem que a consolidação fiscal gera efeitos negativos (op.cit, p.9).

Nesse estudo, apesar de manter uma análise par ao mercado de trabalho como mecanismo de transmissão, darão maior ênfase ara a confiança como fator central. Afirmando que (“a consolidação remove a incerteza e estimula a demanda ao tornar consumidores e especialmente investidores mais otimistas sobre o futuro” (tradução nossa) (op.cit, p.10).

Em 2019 Alesina, Favero and Giavazzi, publicaram um livro chamado *Austerity - When it Works and When it Doesn't*. No qual, mantém a defesa de que a austeridade baseada em gastos (BG) seria mais efetiva que aquela baseada em impostos (BI), mas reafirmam que os ajustes fiscais são **contracionistas**. Nesse estudo também darão maior ênfase às expectativas e à confiança como determinantes do investimento privado, justificando o termo que ficou conhecido na literatura como “fada da confiança”. Vejamos:

Investors seem to prefer expenditure cuts, probably because they anticipate a future decline, or at least no increase in taxation. Thus they invest more. (Alesina, Favero and Giavazzi (2019, p.100).

Ou seja, o chamado “Fator da Confiança”, em uma consolidação fiscal bem-sucedida removeria a incerteza e estimula a demanda, ao aumentar o otimismo dos consumidores e investidores sobre o futuro. Lembrando que para isso ocorrer o peso na confiança nas decisões de investir devem superar o peso dos fatores objetivos que determinam a decisão.

Finalmente, Alesina, Favero and Giavazzi (2018) concluem que os ajustes fiscais implementados nas recessões são mais recessivos que àqueles feitos nas expansões. Isso porque o multiplicador fiscal tanto do corte dos gastos como aumento nos impostos é menor que na expansão.

O que temos dentro da própria ortodoxia no período mais recente. Como dissemos, em 16/10/2020, Carmen Reinhart recomendou a atuação dos países nesse momento durante a pandemia. Também em outubro de 2020, Barbosa, N, citando um relatório do FMI afirma que “é possível recuperar a economia mais rápido com redução de desigualdade via política fiscal progressista, isto é, aumento de tributação sobre os mais ricos”. No mundo o FMI sugere que os países mantenham o estímulo fiscal esse ano (2021). A União Europeia anunciou plano de contingência da crise com maior solidariedade fiscal. Nos USA, em abril/21 Biden anunciou propostas U\$ 2,2 trilhões de dólares em um plano de infraestrutura. Dentre inúmeros outros exemplos.

Mesmo com as inúmeras recomendações, inclusive do FMI, sobre a necessidade de atuação fiscal para tentar conter os efeitos da pandemia; com as inúmeras contestações dos resultados obtidos pela austeridade expansionista; e mesmo com o reconhecimento dos próprios autores entusiastas da austeridade de que a mesma é contracionista, particularmente se implementada em períodos recessivos. Levando, inclusive a mecanismos autodestrutivos da situação fiscal, no governo brasileiro a tese continua ganhando adeptos.

A tese ganhou mais uma vez as páginas dos jornais no dia 05/01/2021 quando o presidente Jair Bolsonaro afirmou em uma conversa com apoiadores: “Chefe, o Brasil está quebrado, eu não consigo fazer nada. Eu não consigo fazer nada”³⁴. Tal tese está também presente em diversas matérias veiculadas na mídia, mas também por estudos de Institutos de Pesquisa como o Ipea:

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)

O secretário de Política Econômica, Adolfo Sachsida, em entrevista concedida à CNN no dia 06/01/2021³⁵ retoma tanto a tese da austeridade expansionista expressa no trecho: “garantindo o lado fiscal, o investimento privado volta e volta o emprego”, e mantém o discurso da relação juros x dívida expresso na passagem a seguir: “Se o governo continuasse gastando com o auxílio emergencial a dívida pública ia aumentar muito no final do dia [...] os juros iam ter que aumentar [...]”

Para a visão das finanças saudáveis, portanto, o governo poderia quebrar em sua própria moeda, isto é, o governo pode não conseguir recursos para arcar com suas obrigações e pode não conseguir rolar a dívida existente se os agentes estimassem que o valor presente da dívida futura for inconsistente com a restrição orçamentária do governo. Ou seja, dependendo do tamanho do estoque de dívida ela poderia se tornar insustentável porque os agentes se recusariam a financiar o governo a partir de certos níveis de dívida. É como se pudessem impor prêmios de risco sobre as taxas de juros de títulos da dívida de longo prazo. Assim, se percebessem que o patamar da dívida está demasiadamente elevado, de acordo com seus próprios critérios, poderiam pressionar a taxa de juros para cima

³⁴ <https://www.youtube.com/watch?v=mOsigMz8ROw>

³⁵ <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/01/05/prorrogar-auxilio-pioraria-situacao-dos-mais-pobres-diz-secretario.htm?cmpid=copiaecola>

causando, portanto, um efeito crowding-out. Por trás dessa ideia está a existência de “bond vigilantes”.

Essa ideia é amplamente questionável pela teoria monetária moderna, que não é foco deste artigo, e defende que um país não pode quebrar se a dívida for majoritariamente expressa em moeda soberana. Além disso, sabemos que os dados mostram que relações dívida/PIB mais elevadas não tem necessariamente relação com taxa de juros mais alta. Esse argumento é mais um artifício teórico sem comprovação empírica generalizada.

Considerações finais

Durante o ano de 2020 e mesmo em meio à crise decorrida da pandemia por coronavírus, assistimos resistências à implementação do auxílio emergencial no Brasil sob o argumento de que a dívida pública alcançaria níveis insustentáveis. Vimos também que foi exatamente o estímulo fiscal que fez com que a recessão, assim como a relação dívida/PIB fossem menores que as esperadas. Vimos também que há estudos mostrando a melhora na renda e da distribuição em decorrência da adoção do auxílio emergencial adotado em 2020³⁶. Diante do resultado do estímulo e sob argumento da necessidade da consolidação fiscal, a equipe econômica do atual governo decidiu que a crise havia acabado e cortou o auxílio com impacto recessivo nos dois primeiros meses de 2021, com risco de recessão técnica no primeiro trimestre do ano, mesmo que em fevereiro de 2021 se tenha aprovado a retomada do auxílio (em valor e alcance muito menores).

Também em fevereiro de 2021 aprovou-se Pec 186 que se transformou em EC109 na qual se incluem diversas vedações e inclui a ideia de sustentabilidade fiscal intertemporal, algo difícil, inclusive, de ser definido. Lembrando que o projeto de longo prazo para a austeridade já fora instituído no Brasil através da EC95.

Em suma, no Brasil os argumentos apresentados pelas teses de intolerância à dívida, da austeridade expansionista vinculadas às finanças saudáveis, continuam guiando a escolha da política econômica com a promessa de gerarem estabilidade nas expectativas e crescimento econômico. A tese da austeridade permanece por aqui completamente imune aos fatos, aos debates empíricos; ao reconhecimento de que o ajuste é contracionista; às

³⁶ Gonçalves et.al., 2021.

experiências internacionais; e às recomendações de agências como o próprio FMI que mantém a recomendação de que o G20 atue em 2021 através de estímulos fiscais. Segundo Sandbu (2021) está se estabelecendo um ‘Novo consenso de Washington’ e a nova “mensagem dos antigos quartéis-generais do ‘neoliberalismo’ [FMI e Banco Mundial] é que, para tornar as finanças públicas sustentáveis, os ricos e aqueles que lucraram com a pandemia deveriam contribuir mais para a causa comum”³⁷.

Além disso, como mencionamos ao longo do trabalho, não existem estudos incontroversos que mostrem que exista um patamar absoluto de dívida/PIB quando a dívida está expressa em moeda soberana; não há também uma generalização de que a relação dívida/PIB tenha relação direta com os juros; além disso, como o ajuste é contracionista, imediatamente impacta a capacidade de arrecadação, gerando um ciclo de auto destruição das condições fiscais. Apontar essas questões é diferente de não reconhecer que o ajuste será importante em algum momento pelos seus efeitos distributivos. Mas a consolidação em meio à crise certamente ampliará o tempo necessário para a recuperação por aqui.

Em 2021 vimos diversos bancos centrais ao redor do mundo recomendando a atuação fiscal; a união europeia com plano de reconstrução com apoio do banco central Europeu; os USA aprovaram em abril/21 propostas U\$ 2,2 trilhões de dólares em um plano de infraestrutura; e o Brasil, na contramão do mundo, insiste na retomada da consolidação fiscal em meio à maior crise sanitária da nossa geração.

Por fim, aqui no Brasil parece que o mesmo negacionismo que permeou a atuação para lidar com o lado sanitário da pandemia, atua também do lado econômico. Já está amplamente reconhecido que a contração fiscal, particularmente adotada em períodos de recessão, agravam a situação fiscal e econômica, mas o governo brasileiro parece insistir nesse caminho.

Parafrazeando Pedro Rossi (2021), aqui no Brasil parece que a ideologia é imune aos fatos e às críticas.

³⁷ <https://valor.globo.com/mundo/noticia/2021/04/12/ha-um-novo-consenso-de-washington-e-ele-e-bem-menos-fiscalista.ghtml>

Bibliografias

Alesina, A & Favero, C. & Giavazzi, F. (2019) - Austerity_ When It Works and When It Doesn't (2019, Princeton University Press) - libgen.lc.

Alesina, A. & Ardagna, S. & Perotti, R. & Schiantarell, F. (2002) Fiscal Policy, Profits, and Investment. THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW JUNE, 2002,

Alesina, A. & Ardagna, S. Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending (2010). by the National Bureau of Economic Research. Harvard University and NBERHarvard University and NBER, 2010.

Barro, T. (1974) Are Government Bonds Net Wealth? Journal of Political Economy, The University of Chicago Press, Vol. 82, No. 6, Nov. - Dec., 1974, pp. 1095-1117.

Bastos, C.P. & Montani, N. & Dweck, E. (2020) Taxa de juros zero: impactos e limites. Nota De Política Econômica, GESP, 2020. <https://fpabramo.org.br/observabr/wp-content/uploads/sites/9/2020/07/pinkus-dweck.pdf>

Cunliffe, J. (2019) Financial stability post Brexit: risks from global debt, a speech at CFO Agenda, London, May 7, 2019." Speech, Bank of England. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/financial-stability-post-brexit-risks-from-global-debt-speech-by-jon-cunliffe.pdf?la=en&hash=2669A86FB33710DA8D00DEA02AA9D79ACE93DE0B>

Dweck, et.al (2018) Impacto da austeridade sobre o crescimento e a desigualdade no Brasil, XXIII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA. 2018.

Eichengreen, B. Hausmann, R. Panizza, U. (2003) Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters. National bureau of economic research. Working Paper 10036 <http://www.nber.org/papers/w10036>

Fatás, A. & Summers, L. (2016) The permanent effects of fiscal consolidations. Working Paper 22374 <http://www.nber.org/papers/w22374> NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 June 2016. <https://www.nber.org/papers/w22374#:~:text=The%20global%20financial%20crisis%20has,GDP%20in%20all%20advanced%20economies.&text=Attempts%20to%20reduce%20debt%20via,term%20negative%20impact%20on%20output.>

Giavazzi, F. & Pagano, (1990) Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small european countries. National bureau of economic research, Cambridge, MA 02138, May 1990

Giles, C. Global economy: the week that austerity was officially buried, Financial Times (16/10/2020), London. <https://www.ft.com/content/0940e381-647a-4531-8787-e8c7dafbd885>

Gonçalves, J. et.al Impactos do Auxílio Emergencial na Renda e no Índice de Gini. Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP. Nota do Cecon, n.16 abril de 2021 - <https://www.economia.unicamp.br/images/arquivos/nota-cecon/nota-cecon-auxilio-emergencial-01042021final.pdf>

Herndon, T. Ash, M. Pollin, R. (2013) Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. Political Economic research Intitute. Working paper, 322, April 15, 2013.

Jayadev, A. & Konczal, M. (2010)The Boom Not The Slump: The Right Time For Austerity. Economics Faculty Publication Series, 2010.

Matsuoka, Hideaki (2020). Debt Intolerance : Threshold Level and Composition. Policy Research Working Paper;No. 9276. World Bank, Washington, DC. © World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33906> License: CC BY 3.0 IGO.

Moreno-Brid, J. C. (1998) On capital flows and the balance-of-payments constrained growth model. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. 21, n° 2, pp. 283-298, 1998-99.

Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2010a). Growth in a Time of Debt. Working Paper 15639, National Bureau of Economic Research, Jan, 2020. <https://www.nber.org/papers/w15639>

Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2010b). Growth in a Time of Debt. American Economic. American Economic Review: Papers & Proceedings 100, May 2010: 573–578. <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100.2.573>

Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2013) Debt, Growth and the Austerity Debate, The New York Times, April 25, 2013, link: <https://www.nytimes.com/2013/04/26/opinion/debt-growth-and-the-austerity-debate.html>

Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2013). Reinhart & Rogoff: Responding to our critics. OP-ED Contributors. The New York Times, April 25, 2013. <https://www.nytimes.com/2013/04/26/opinion/reinhart-and-rogooff-responding-to-our-critics.html>

Romer, C. & Romer, D. (2010) The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks. American Economic Review, v. 100, n. 3, 2010

Rossi, P. (2021) Brasil não está quebrado – é a austeridade que sufoca a economia. <https://jacobin.com.br/2021/01/brasil-nao-esta-quebrado-e-a-austeridade-que-sufoca-a-economia/>

Sandbu, M. Há um novo consenso de Washington, e ele é bem menos fiscalista. Financial Times, in Valor econômico. Abril, 2021. <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. (2020) Visão geral de conjuntura – IPEA - Carta de Conjuntura, nr 47, 2º trimestre, 2020.

Thirlwall, A. P. & Hussain, N. (1982) The balance of payments constraint, capital flows and growth rate differences between developing countries. *Oxford Economic Papers*, 34, p.498-210, 1982.