

# Retomada do Crescimento Pós-Coronavirus e a Sustentabilidade da Dívida Pública

Thales Godoy

## Resumo

O artigo consiste em uma apresentação da literatura acadêmica sobre a sustentabilidade da dívida pública, assim como a recente literatura sobre o combate às consequências econômicas da pandemia do COVID-19. Conclui-se, a partir da leitura da literatura, que a expansão fiscal é parte fundamental do combate à qualquer crise econômica e que, em especial no combate à crise da pandemia, métodos inovadores devem ser aplicados.

## 1. Introdução

A pandemia do coronavírus alastrou-se pelo mundo em 2020 criando perdas econômicas e humanitárias tão inusitadas quanto profundas. O evento resultou em uma crise econômica que desenvolve-se simultaneamente em mercados emergentes e desenvolvidos, assim como em um choque generalizado na demanda e oferta globais de inúmeros itens. Como consequência, a economia mundial sofreu com um misto pouco auspicioso de derretimento no preço de commodities, disrupção no comércio global e piora generalizada nas estatísticas fiscais públicas.

A imprevisibilidade do evento não se limita apenas à sua destruição econômica direta: o aparecimento de novas variantes e o comportamento desmedido de massas humanas são variáveis de complexidade estatística profunda, assim como a velocidade de vacinação. Por esse motivo, inúmeros órgãos econômicos mudaram suas previsões no decorrer dos meses, muitas vezes de maneira drástica. O FMI (Fundo Monetário Internacional), em seu relatório “Atualização da Perspectiva Econômica Mundial”, de Janeiro de 2021, estimou em -3,5% a queda do PIB global em 2020, o que representa uma melhora de 0,9% em relação ao relatório anterior. O mesmo documento prevê um crescimento de 5,5% em 2021 (uma melhora de 0,3%) e de 4,2% em 2022, não obstante o destaque da incerteza excepcional do período. Sobre o Brasil, estimou-se uma queda de -5,5% em 2020 e um crescimento de 3,6% em 2021, o que também significou uma melhora em relação à estimativa anterior.

Este artigo objetiva, dessa forma, analisar a literatura acadêmica sobre a influência econômica do COVID-19 e observar sua aplicação no mundo real, com um

foco na sustentabilidade fiscal das medidas contra o choque do vírus e em seus resultados concretos.

## **2 – Literatura Econômica: Dívida Pública, Taxa de Juros e Sustentabilidade Fiscal**

Um dos principais debates econômicos discorre sobre o peso que dívidas públicas possuem sobre a sociedade, e se um aumento nos gastos públicos representa um fardo para as gerações futuras ou não. O consenso acadêmico sobre o tema aparenta ser pendular, a depender do contexto de cada era, com a dívida pública tendo sido considerada indesejável durante muito tempo. Atualmente, é amplamente reconhecido que a emissão da dívida pública é necessária, contanto que seja consistente com “finanças públicas sólidas”. Essa definição, baseada na ideia de que déficits permanentes devem ser evitados, foi inicialmente formulada por John Maynard Keynes: o pressuposto é que governos deveriam ter déficits durante recessões e superávits durante expansões, de forma que o último compensasse o primeiro. Assim, um déficit permanente seria indesejável.

Apesar disso, a discussão sobre a sustentabilidade da dívida pública e a desejabilidade do déficit intensifica-se e pendula durante períodos de crises globais: a crise de 29 teve como resultado o *New Deal* de Roosevelt, assim como a atual crise sanitária do Covid-19 resultou em pacotes trilionários para resgatar a economia. Dessa forma, foi precisamente durante a Segunda Guerra Mundial, um dos eventos mais violentos da história, que Evsey Domar publicou “The ‘Burden of Debt’ and the National Income”. Escrito em 1944, o artigo demonstrava como uma economia com crescimento do PIB estável veria uma estabilização em um ponto fixo de seu custo com pagamento de juros em relação à renda nacional, uma premissa intuitiva e de grande importância no mundo atual permeado pelas políticas de austeridade.

Em adição, Domar postulou que a dívida pública e um consequente déficit são sustentáveis enquanto propiciarem um crescimento expressivo do PIB. Uma visão mais moderna é, como destacado por Hakura (2020), que a dívida pública de um país é considerada sustentável quando o governo é capaz de honrar suas obrigações presentes e futuras sem a necessidade de novos financiamentos ou de calote. Segundo Hakura,

novos empréstimos devem considerar os gastos fiscais de forma a manter a dívida em um caminho de estabilidade. Assim, de forma semelhante à Domar, nem toda dívida é ruim, contanto que o foco esteja na eficiência dos gastos, na diminuição da corrupção, na melhora do ambiente de negócios e no fortalecimento da capacidade produtiva potencial da economia.

Posterior à Domar, Liviatan (1984) desenvolveu uma visão de “macro-absorption” sobre a sustentabilidade do *debt burden*, ao classificar seus indicadores em três gêneros: *naive*, *simple* e *composite*. Indicadores *naive* dissertam sobre o valor total da dívida e índices relacionados, (como a taxa de juros), enquanto indicadores *simple* dizem respeito ao serviço da dívida e índices análogos. Já os indicadores *composite* são médias ponderadas de indicadores *naive* e *simple*, cujo objetivo é identificar o peso da dívida e a aproximação de um calote.

Segundo Liviatan, uma abordagem para estimar o *debt burden* deve atender dois requisitos: prover um indicador quantitativo sobre o *debt burden* em qualquer momento dado e permitir a identificação de um valor crítico a partir do qual o *debt burden* torna-se insustentável, a partir do qual ocorre um calote ou uma renegociação da dívida. Iniciando a análise a partir do nível crítico, Liviatan define que o serviço do *debt burden* será maior no ponto onde ocorre o calote que em sua ausência. Além disso, no ponto crítico, a capacidade de pagamento da dívida fica aquém do serviço da dívida. Assim, Liviatan define um indicador de *debt burden* ( $\beta_t$ ) como a razão entre o serviço da dívida ( $DS_t$ ) e a capacidade de repago da dívida ( $Z_t$ ) no ano  $t$ :

$$\beta_t = \frac{DS_t}{Z_t}$$

Segundo essa análise, o maior *debt burden* que um país poderia sustentar seria quando  $DS = Z$ , onde  $\beta_t = 1$ . Análises aprofundadas foram desenvolvidas por Colignon e Mundschenk (1999).

Reinhart e Rogoff (2010) apoiaram a tese de que o acúmulo de dívida pública tem um efeito causal e danoso no crescimento do PIB. Em um grande painel de países, os autores identificaram um limiar crítico de 90% da dívida em relação ao PIB, além do qual o *debt burden* seria grande o suficiente para prejudicar o crescimento. No período do estudo, inúmeros países no mundo se aproximavam desse valor (como vários da zona do euro), enquanto outros já haviam a muito tempo o trespassado. O trabalho de

Reinhart e Rogoff foi criticado por Irons e Bivens no que tange à causalidade encontrada e por Herndon (e outros) ao conter alguns problemas estatísticos e metodológicos.

Alguns artigos confirmam o impacto negativo de uma grande dívida pública no crescimento do país, como os estudos de Chudik (e outros)(2017) e Teles e Mussolini (2014), destacando um “efeito de composição de gastos” que favorece o pagamento de juros da dívida em detrimento do espaço fiscal para o combate ao desemprego e para melhorar a economia. Outros autores, por outro lado, apontaram a existência de uma relação positiva entre dívida e crescimento acima de um certo valor, como Minea e outros (2012). Um terceiro estudo, Pescatori e outros (2014), não nega a existência de uma relação inversa entre as variáveis, porém afirma que um valor específico generalizado possivelmente inexistente. Além disso, não apresenta nenhuma orientação sobre políticas gerais de diminuição da dívida pública e disserta sobre a questão da causalidade: uma dívida elevada pode resultar de uma economia desacelerada ou pode ser uma reflexão de uma terceira variável omitida, que simultaneamente aumenta a dívida e diminui o crescimento, com um exemplo óbvio sendo guerras. Uma pandemia, evidentemente, se encaixaria nesse quesito.

Tamborini e Tomaselli (2020) destacam a importância de características, eventos e contingências peculiares a cada país que possuem papel preponderante e afetam amplamente a relação entre dívida e crescimento. Assim, argumentam que uma avaliação significativa da dívida pública e de seu efeito no crescimento de um país não é possível sem considerar a trajetória da dívida e o estado específico da economia nessa trajetória, sendo impossível desenvolver uma única lei geral que explique a relação entre a dívida e crescimento, muito menos identificar um valor crítico.

Em 2008, o mundo sofreu a maior crise econômica desde 1929, seguido por um estímulo fiscal sem precedentes históricos: \$787 bilhões de dólares.<sup>1</sup>Em uma tentativa de solucionar questões emergentes da recessão, economistas influentes de todo o mundo reuniram-se em uma conferência organizada pelo FMI, da qual resultou o compilado “What Have We Learned: Macroeconomic Policy After the Crisis”. A obra coletiva funcionou como uma revisão do novo consenso macroeconômica, e foi marcada por

---

algumas características peculiares do período, como taxas de juro muito próximas de zero, uma bolha imobiliária, desregulamentação financeira exagerada e aumento da dívida privada.

Sobre as taxas de juros próximas de zero, Lorenzo Bini Smaghi, economista contribuinte de “*What Have We Learned: Macroeconomic Policy After the Crisis*”, apresentou uma questão paradoxal sobre as tentativas de controle da inflação do período em seu texto : ao tentar manter as taxas de juros baixas, os governos criavam condições de empréstimo mais frouxas, o que poderia alimentar bolhas de ativos. Dessa forma, ao tentar estabilizar fatores de desestabilização (inflação), os bancos centrais poderiam estar criando as próprias condições de desestabilização econômica, já que, ao que as bolhas estourassem, trariam consequências à todo o sistema financeiro.

Em decorrência dessa observação, e da impossibilidade de aplicação momentânea de políticas mais tradicionais, outros economistas voltaram-se para soluções inovadoras para estabilizar a economia. Apresentando o termo “*macroprudential policy*” no artigo “*Macroprudential Policy in Prospect*”, o economista Andrew Haldane descreveu-o como “*the new kid on the block*”. A expressão anterior se referia à ainda inexata definição do termo, resumida pelas perguntas “Quais são seus objetivos apropriados”, “Que instrumentos podem ser melhor aplicados?” e “Qual é a estrutura apropriada de governança e *accountability*?”. As indagações, já bem definidas para as políticas monetárias tradicionais, haviam sido fracamente articuladas no que tangia à “políticas macroprudenciais”.

Assim, sobre objetivos apropriados, Haldane se pergunta: os objetivos de políticas macroprudenciais devem ser defender o sistema financeiro ou a economia real? Na forma aplicada à época em diferentes países do mundo, a resposta era diferente para diferentes bancos centrais. Enquanto o Banco Central Americano focava na resiliência do sistema financeiro, as experiências de inúmeros países citados no artigo, como Brasil, Israel e Coréia, foram mais consistentes com uma defesa da economia real.

Frisa-se o ponto de vista do Banco Central da Espanha, que define os objetivos de políticas macroprudenciais como (1)- Desenvolvimento e aplicação de instrumentos para diminuir riscos sistêmicos resistentes oriundos do ciclo de crédito (dimensão do tempo) e (2)-Uso de outros instrumentos de dimensão transversal relacionada ao risco sistêmico decorrente do tamanho, complexidade e interconexão dos bancos (dimensão

transversal estrutural).<sup>2</sup>De maneira semelhante, a partir de uma perspectiva teórica, Oliver Jeanne argumenta que o interesse por políticas macroprudenciais teria sido justificado pela necessidade de abordar externalidades que levam à amplificação financeira de uma crise.<sup>3</sup>

Por outro lado, a definição do Fundo Monetário Internacional parece mesclar os dois polos, ao definir um risco sistêmico como um risco de interrupções na prestação dos principais serviços financeiros que podem ter consequências expressivas na economia real.<sup>4</sup>Dessa forma, segundo Haldane, “basta dizer que, internacionalmente, o júri ainda não definiu os objetivos apropriados para as políticas macroprudenciais e seu escopo e ambição”.

Sobre os instrumentos apropriados, a conclusão de Haldane é semelhante. Enquanto a política monetária tradicional já havia chegado à um relativo consenso no embate entre preço e quantidade (com uma tendência à favor de instrumentos de preço), não existia formalização sobre que instrumentos eram apropriados no campo de “políticas macroprudenciais”, ao que a experiência internacional havia igualmente sido diversa. Alguns autores, como Oliver Jeanne, apontam impostos pigouvianos como um instrumento de preço válido, apesar de destacar que o histórico de regulação macroprudencial de bancos segue uma tendência tradicional, relacionando-se à instrumentos de quantidade

Finalmente, Haldane destaca as diferenças entre políticas tradicionais e macroprudenciais no campo da governança e *accountability*, já que políticas monetárias usuais não podem ser granulares, ao passo que bancos centrais não determinam taxas de juros diferentes para diferentes regiões ou setores. Enquanto isso, políticas macroprudenciais foram aplicadas de forma granular em vários países, o que levantava questões políticas sobre governança e *accountability* democrática, assim como sobre a independência do Banco Central e suas consequências. Importante, assim, seria definir o

---

<sup>4</sup> (WANG, Bin; SUN, Tao; “How Effective Are Macroprudential Policies in China?”; IMF;2013)

que é moral na aplicação dessas políticas macroprudenciais, e como limitar o papel danoso da corrupção.

## **2 – Literatura Econômica: COVID-19**

Finalmente, pergunta-se: que medidas devem ser tomadas contra a pandemia do coronavírus? No início de 2020, muitos aspectos do vírus eram desconhecidos<sup>5</sup>: suas propriedades eram nebulosas e poderiam mudar facilmente; o papel dos assintomáticos ainda era pouco compreendido; as taxas reais de infecção e imunidade eram inexatas; as respostas das políticas seriam desiguais, em geral atrasadas e ocorreriam erros; e as reações de firmas e famílias eram incertas. Essas indefinições acarretariam no fracasso de qualquer previsão. Para compreender os efeitos negativos da pandemia, era importante analisar sua transmissão e os meios pelos quais seus choques afetariam a economia.

Carlsson-Szlezak, Reeves e Swartz<sup>24</sup> definiram três principais canais de transmissão: (1) – o impacto direto (o reduzido consumo de produtos e serviços), (2) – impacto indireto (choques no mercado financeiro e seus efeitos reais na economia), e (3) – disrupções do lado da oferta. Os autores previram que, provavelmente, a riqueza das famílias cairia, as poupanças aumentariam e o consumo diminuiria.

Guerrieri et al<sup>6</sup> apresentam uma teoria de choques de oferta Keynesiana, ou seja, que desencadeiam mudanças na demanda agregada maiores que o próprio choque. Os autores argumentam que os choques associados ao COVID-19 seriam dessa natureza, e demonstram que, em um modelo multisetorial com certas condições (como mercados incompletos, baixa substitutibilidade entre setores e consumidores com restrição de liquidez), o vírus transmitiria um choque de oferta que opera através de *lockdowns*, demissões e falências. O resultado seria, assim, uma queda na demanda agregada e uma recessão com uma demanda deficiente.

---

Também a partir de uma análise keynesiana, Baqaee e Farhi<sup>7</sup> estudaram os choques de oferta e demanda do COVID-19 a partir de um modelo desagregado com múltiplos setores e fatores, conexões insumo-produto, rigidez salarial nominal decrescente, restrições de crédito e *zero lower-bound*. Os autores concluíram que choques setoriais negativos na oferta são “*stagflationaries*”, enquanto os choques negativos na demanda são deflacionários, apesar de ambos poderem causar desemprego Keynesiano.

Utilizando-se de um modelo estilizado quantitativo de dados da economia estadunidense, Baqaee e Farhi constataram que os choques de oferta e demanda seriam separadamente responsáveis por 50% da queda real do PIB (entre fevereiro e maio de 2020). Ademais, encontrou-se cerca de 7% de desemprego Keynesiano limitado à apenas alguns setores, o que reforça a natureza setorial do choque. Em relação à essa mesma natureza, concluiu-se que cerca de metade do mercado de trabalho está constringido pelo lado da oferta e não responde à estímulos da oferta.

Dessa questão, em conjunto com a observação de que as complementaridades realistas minam a eficácia dos estímulos na demanda (dissipando-os mais em termos inflacionários), resulta que os estímulos na demanda agregada aplicados contra a crise atual possuem uma eficiência de apenas um quarto em comparação à uma recessão mais típica (impulsionada por uma queda na demanda agregada). Ou seja, segundo Baqaee e Farhi, o poder de estímulos não direcionados à setores específicos na demanda agregada, como é o caso da política monetária, será muito diminuído na crise do COVID-19.

Esse ponto de vista é compartilhado por Guerrieri et al<sup>25</sup>, que afirmam que os estímulos fiscais padrões poderão ser menos eficazes do que o normal porque o feedback do multiplicador keynesiano estaria mutado na pandemia, fator que decorre do fato de alguns setores estarem fechados. Em seu artigo, Guerrieri et al defendem como uma política ótima o fechamento de setores de maior risco (com grande contato entre indivíduos) e o fornecimento de seguros-desempregos aos trabalhadores afetados, em

---

conjunto com uma política monetária mais leniente: ao reduzir o pagamento de dívidas, pode-se impedir a falência de inúmeros negócios.

Além disso, também se discutia o formato de recuperação do choque: algo que Slezak et al chamam de “geometria do choque”. Em resumo, as possibilidades eram três<sup>24</sup>: formato “V” (o PIB volta ao percurso original), formato “U” (o PIB cai e nunca retorna ao percurso anterior, apesar da taxa de crescimento se manter) e formato “L” (o PIB decresce e a taxa de crescimento também). Segundo Slezak et al:

**“So, what drives “shock geometry” as shown above? The key determinant is the shock’s ability to damage an economy’s supply side, and more specifically, capital formation. When credit intermediation is disrupted and the capital stock doesn’t grow, recovery is slow, workers exit the workforce, skills are lost, productivity is down. The shock becomes structural.”**

A análise da pandemia, assim, é pautada, em parte, pela possibilidade de seu choque se tornar estrutural ou não. Essa expectativa binária, somada à natureza indefinida do vírus, dificultou o desenvolvimento de um consenso sobre qual deve ser a resposta ao vírus, como explicitado no campo monetário por Cochrane<sup>8</sup>.

A visão inicial de Cochrane é que as taxas de juros não devem ser abaixadas já que o vírus cria um choque de oferta e não de demanda. Porém, demonstrando a incerteza da questão, o autor afirma que oferta e demanda acabam não sendo tão distintas e que, além disso, a estrutura da oferta e da demanda agregada é o escopo errado para pensar sobre a pandemia. Finalmente, Cochrane admite a necessidade de um corte abrupto na taxa de juros diante da necessidade emergencial de liquidez por parte de firmas e famílias em geral.

Essa indecisão é reforçada por Baldwin<sup>9</sup>, que discute a expectativa do choque como uma atitude “*wait-and-see*” adotada pelos agentes econômicos. Em última análise, a intensidade do choque será, segundo esse ponto de vista, definida pelas propriedades epidemiológicas do vírus, pelo comportamento de consumidores e firmas diante da adversidade e pelas políticas públicas tomadas<sup>26</sup>. Além disso, Baldwin defende analisar o impacto do COVID-19, assim como de políticas de distanciamento social e quarentenas, a partir da ótica de uma estrutura de fluxo circular.

---

Tal ponto de vista é compartilhado com Gourinchas, que frisa a complexidade da economia moderna como uma rede de agentes interconectados, evidenciando que todo mundo possui uma relação de empregado, chefe, e/ou credor (etc...) com outra pessoa.<sup>10</sup> Dessa forma, apesar de que, historicamente, pandemias como a Gripe Espanhola de 1918, a Gripe Asiática de 1958, a Gripe de Hong Kong de 1968 e o surto de SARS de 2002 terem incorrido em choques cuja recuperação teve formato “V”<sup>24</sup>, o padrão de recuperação não poderia ter sido facilmente previsto diante do grande choque no emprego que as medidas de distanciamento social e lockdowns causarão. Durante um curto período, como publicado por Gourinchas, tanto quanto 50% da população poderia se ver sem emprego.

Além disso, mesmo que medidas de distanciamento social e lockdowns não sejam adotados, Gourinchas afirma que uma recessão ocorreria de qualquer forma, causada pelo comportamento de precaução e de aversão ao risco de famílias e empresas diante da incerteza de lidar com a pandemia, bem como uma resposta inadequada de saúde pública. O autor frisa que a contenção da pandemia deve ter a máxima prioridade (diante do risco de colapso do sistema de saúde dos países), apesar de argumentar que, no curto prazo, achatando a curva de infecção inevitavelmente aumentará a curva de recessão econômica.

Em resumo, a política de saúde pública apropriada mergulharia a economia em uma parada repentina. Gourinchas<sup>27</sup> reforça que, após a implementação das medidas sanitárias apropriadas, políticas fiscais e monetárias devem ser empreendidas para acompanhar o choque resultante e prevenir um “contágio econômico”.

Gopinath<sup>11</sup> defende a mesma posição, e afirma que famílias e negócios poderiam receber dinheiro, subsídios de salários e benefícios fiscais para manter sua estabilidade. Para aqueles demitidos, o seguro-desemprego poderia ser temporariamente melhorado, estendendo sua duração, aumentando-os e relaxando sua elegibilidade. Em situações nas quais licenças médicas e familiares não estão entre os benefícios padrões, o governo deve considerar financiá-los para permitir aos trabalhadores doentes (ou seus cuidadores) que fiquem em casa sem medo de perder o emprego durante a pandemia.

---

<sup>11</sup> (GOPINATH, Gita; “Limiting the economic fallout of the coronavirus with large targeted policies”;2020)

Além disso, Gopinath<sup>28</sup> destaca também o papel dos bancos centrais, que devem prover ampla liquidez aos bancos e companhias financeiras, particularmente àqueles que emprestam às empresas pequenas e médias diante da dificuldade maior dos mesmos suportarem uma ruptura muito brusca. Defende-se também estímulos monetários mais amplos, como cortes nas taxas de juros ou compras de ativos, e estímulos fiscais amplos, com o objetivo de elevar a demanda agregada (em especial, quando as condições dos negócios se normalizarem).

### **3 – Conclusão**

Em conclusão, percebe-se que tanto a literatura econômica tradicional quanto a produzida durante a pandemia do coronavírus apontam para a mesma direção: expansão fiscal para o desenvolvimento de programas de crédito e gastos sanitários emergenciais. É necessário analisar, possivelmente em um artigo mais longo, os dados concretos de recuperação econômica de vários países de acordo com as políticas econômicas empreendidas, para concluir se ocorrerá ou não uma mudança no paradigma macroeconômico.

### **2 – Bibliografia**

(World Economic Outlook, Chapter 1: Global Prospects and Policies, October 2020)

(KEYNES; "A Tract on Monetary Reform"; 1923)

(DOMAR, Evsey; The 'Burden of Debt' and the National Income; 1944)

(HAKURA, D.; "What is debt sustainability? IMF Finance & Development. Fall issue."; Acesso em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/09/what-is-debt-sustainability-basics.htm>)

(LIVIATAN, O.; "A Macro-Absorption approach for estimating the foreign debt burden"; *Economic Development and Cultural Change*, 32, pp. 803-818; 1984)

(COLLIGNON, S.; MUNDSCHENK, S.; "The Sustainability of Public Debt in Europe"; *Economia Internazionale*, 52)

(REINHART, C.; ROGOFF, K.; "Growth in Time of Debt"; *American Economic Review Papers and Proceedings*, 100(2); pgs 573-578; 2010)

(IRONS, J; BIVENS, J; "Government Debt and Economic Growth"; *Epi Brieng Paper*; n.271)

(HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff"; University of Massachusetts Amherst Working Paper No. 322 ;2013)

(CHUDIK, A.; MOHADDES, K.; PESARAN, M.H.; RAISSI, M.; “Is there a debt-threshold effect on output growth?”; *Review of Economics and Statistics*; 99(1), pgs 135–150; 2017)

(TELES, V. K.; MUSSOLINI, C.; “Public debt and the limits of fiscal policy to increase economic growth”; *European Economic Review*; 66, Fevereiro, 1–15 ; 2014)

(MINEA, A.; PARENT, A. ; "Is high public debt always harmful to economic growth. Reinhart and Rogoff and some complex nonlinearities"; *Association Française de Cliométrie (AFC) Working Paper*, 12-08; 2012)

(PESCATORI, A.; SANDRI, D.; SIMON, J.; "Debt and growth: is there a magic threshold?"; *International Monetary Fund*, n. 14-34.)

(TAMBORINI, R.; TOMASELLI, M.; "When does public debt impair economic growth? A literature review in search of a theory"; *DEM Working Papers* ,n.2020/7.; 2020)

(THE GIANT Pool of Money.Estados Unidos: 2008, NPR News. Acesso em: <https://www.thisamericanlife.org/355/the-giant-pool-of-money>)

(SLOVIK,Patrick;" OECD Economics Department Working Papers No. 916";2012)

(YELLEN, Janet;"A Minsky Meltdown:Lessons for Central Bankers")

(MENCÍA, Javier ;SAURINA, Jesús; “Macroprudential Policy: Objectives, Instruments And Indicators”; Banco de España;2016;Pg.8)

(JEANNE, Olivier; “Macroprudential Policies In A Global Perspective”; National Bureau of Economic Research;2014;Pg.4)

(WANG, Bin; SUN, Tao; “How Effective Are Macroprudential Policies in China?”; IMF;2013)

(CARLSSON-SZLEZAK, Phillip; REEVES, Martin; SWARTZ, Paul; “**Understanding the Economic Shock of Coronavirus**”, 2020)

(GUERRIERI, Veronica; LORENZONI, Guido; STRAUB, Ludwig; WERNING, Iván; “**MACROECONOMIC IMPLICATIONS OF COVID-19: CAN NEGATIVE SUPPLY SHOCKS CAUSE DEMAND SHORTAGES?**”;2020)

(BAQAEE, David; FARHI, Emmanuel; “**Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 Crisis**”;2020)

(COCHRANE, John; “**Economics in the Time of COVID-19**”; pg.105; 2020)

(BALDWIN, Richard; “**Keeping the lights on: Economic medicine for a medical shock**”; 2020)

(GOURINCHAS, Pierre; “**Flattening the pandemic and recession curves**”;2020)