As Bases Teóricas das Regras Fiscais Brasileiras: responsabilidade fiscal, lei de Say e demanda efetiva.

Caio Vilella[1]

Área 7. Economia do Setor Público e Políticas Sociais

Resumo

Este artigo investiga os fundamentos teóricos que legitimam o arcabouço fiscal brasileiro contemporâneo, com foco nas principais regras fiscais vigentes em 2026: a regra de ouro, a meta de resultado primário e o teto de gastos. O trabalho parte da hipótese de que o conceito de "responsabilidade fiscal" não possui significado unívoco, mas depende do paradigma teórico adotado para interpretar o papel da política fiscal na dinâmica econômica. Para desenvolver este argumento, o texto contrapõe duas abordagens teóricas distintas: a tradição baseada na lei de Say e a perspectiva fundamentada no princípio da demanda efetiva. Enquanto a primeira tradição associa o conceito de responsabilidade fiscal à redução da participação estatal na economia, a segunda tradição o associa à busca pelo pleno emprego e pela distribuição de renda. Argumenta-se que as regras fiscais brasileiras foram construídas com base em pressupostos associados à tradição ortodoxa, especialmente a equivalência ricardiana, a teoria dos fundos emprestáveis e a hipótese de expectativas racionais. Sustenta-se que, ao longo das últimas décadas, o arcabouço fiscal brasileiro passou por sucessivas reformulações que aprofundaram a restrição à atuação estatal e radicalizaram a política fiscal à luz da leitura ortodoxa do que seria fiscalmente responsável. Conclui-se que as dificuldades recorrentes das regras fiscais brasileiras em alcançar seus próprios objetivos decorrem da permanência do mesmo paradigma teórico que lhes dá sustentação, o que indica que uma mudança efetiva do arcabouço fiscal requer não apenas alterações de parâmetros institucionais, mas também uma redefinição conceitual da própria ideia de responsabilidade fiscal.

Palavras-chave: Política Fiscal; Responsabilidade Fiscal; Regras Fiscais; Lei de Say; Princípio da Demanda Efetiva.

Abstract

This article investigates the theoretical foundations of the contemporary Brazilian fiscal framework, focusing on the main fiscal rules in force as of 2026: the golden rule, the primary balance target, and the expenditure ceiling. The paper is grounded on the premise that the concept of "fiscal responsibility" does not carry a single, universally accepted meaning, but rather depends on the theoretical paradigm adopted to interpret the role of fiscal policy in economic dynamics. To develop this argument, the article contrasts two distinct theoretical approaches: the tradition rooted in Say's Law and the perspective based on the Principle of Effective Demand. While the former associates fiscal responsibility with reducing the state's role in the economy, the latter links it to the pursuit of full employment and income distribution. The article argues that Brazilian fiscal rules have been constructed upon assumptions associated with the orthodox tradition, particularly Ricardian equivalence, the loanable funds theory, and the rational expectations hypothesis. It further contends that over the past decades, the Brazilian fiscal framework has undergone successive reforms that have deepened constraints on state action and increasingly radicalized fiscal policy in line with the orthodox understanding of fiscal responsibility. The paper concludes that the recurrent inability of Brazilian fiscal rules to achieve their own stated objectives stems from the persistence of the same theoretical paradigm that legitimizes them. Consequently, any effective transformation of the fiscal framework requires not only changes in institutional parameters, but also a conceptual redefinition of the very notion of fiscal responsibility.

Key-words: Fiscal Policy; Fiscal Responsibility; Fiscal Rules; Say's Law; Principle of Effective Demand.

[1] Professor Adjunto do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF). Contato: caiovilella@id.uff.br.

1. Introdução

O arcabouço fiscal de um país determinará os instrumentos disponíveis para a condução da política fiscal. Segundo o monitor fiscal do FMI, os anos 1990 mostram-se como um ponto de inflexão em que as regras fiscais, antes tidas como exceção nos arcabouços fiscais dos países, passaram a ganhar protagonismo. Ao final do século passado, o número de países com ao menos uma regra fiscal em seu arcabouço já alcançava a casa das quatro dezenas. A definição mais canônica de regra fiscal específica este instrumento como uma restrição duradoura à política fiscal, normalmente aplicada por meio de limites numéricos aos agregados orçamentários (Lledó et al., 2017). A literatura distingue quatro tipos de classificação para estas regras: a) Regras de equilíbrio orçamentário; b) Regras de dívida; c) Regras de despesa; e d) Regras de receita (Kumar et al., 2009).

O Brasil vem incorporando as regras fiscais ao seu arcabouço desde a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) na virada do século XX para o XXI[2]. Segundo um levantamento do Instituto Fiscal Independente do Senado Federal, o Brasil conta com mais de uma dezena de regras fiscais previstas em leis, das quais algumas ainda não foram regulamentadas e outras cujos efeitos práticos se sobrepõem. Desta forma, apresentaremos o arcabouço fiscal brasileiro como baseado em três regras fiscais que, na prática, são suficientes para estabelecer os limites da atuação fiscal do Brasil em 2026: a regra de ouro, a meta de primário para a União e o teto de gastos primários. Não raro, encontramos referências a estas regras como instrumentos para garantir a "responsabilidade" na atuação fiscal. Contudo, deve-se mencionar que diferentes abordagens teóricas apresentam concepções distintas sobre o que se entende por condução fiscal responsável.

Desta feita, uma avaliação crítica dos fundamentos teóricos por detrás do arcabouço fiscal brasileiro tem importância singular, à medida que se afasta do imediatismo da discussão conjuntural e estuda o objeto de forma mais abrangente. Trazer os aspectos teóricos ao primeiro plano revela o caminho que se pretende trilhar com a política fiscal ao longo do tempo e o que dela podemos esperar. A economia, como ciência social que é, possui uma variedade de explicações teóricas para os fenômenos que estuda

[2] Embora seja verdade que a regra de ouro, uma das regras fiscais atualmente vigentes no Brasil, esteja prevista já pela Constituição de 1988, foi a partir da LRF nos anos 2000, com a possibilidade de crime de responsabilidade, que a regra de ouro, de fato, passou a restringir a atuação fiscal na prática.

e, no caso da política fiscal, não é diferente. Cientificamente, podemos pensar em diferentes arcabouços fiscais, baseados em premissas distintas, que darão origem a receituários de política econômica igualmente distintos. Neste sentido, discutir a teoria que tem legitimado a condução fiscal do Brasil nos últimos anos pode oferecer uma contribuição diferenciada às análises que se debruçam sobre os resultados da política fiscal.

O objetivo geral deste trabalho, portanto, é investigar os fundamentos teóricos que legitimam a construção do arcabouço fiscal brasileiro para analisar se o desenvolvimento de tal arcabouço tem se aproximado do que se considera uma política fiscal responsável. Para isso, o texto começa por conceituar o termo "responsabilidade fiscal" à luz de dois grandes paradigmas teóricos conflitantes: o da lei de Say e o do princípio da demanda efetiva. Na terceira seção, sustentaremos que as regras fiscais até então vigentes baseiam-se exclusivamente no conceito de responsabilidade fiscal, concebido a partir da lei de Say. Na quarta seção, sustentamos que o arcabouço fiscal brasileiro tem se radicalizado cada vez mais no conceito de "responsabilidade fiscal" associado à redução da participação estatal na economia, o que, sob a perspectiva keynesiana, dificultaria que a política fiscal atingisse os objetivos pretendidos pelas regras fiscais. A seção conclusiva aponta para a necessidade de mudar o paradigma teórico por trás das regras fiscais, e não apenas seus parâmetros.

2. Dois caminhos teóricos para a Responsabilidade Fiscal

A definição do que seria uma política fiscalmente responsável está longe de ser um consenso entre os economistas. Por um lado, há uma corrente teórica que defende a Lei de Say, segundo a qual a oferta contém todas as condições necessárias e suficientes para gerar sua própria demanda. Por outro lado, existe uma abordagem alternativa a esta, baseada no Princípio da Demanda Efetiva, segundo a qual os estímulos de demanda sempre se convertem em ajustes na quantidade produzida e, consequentemente, no emprego e na renda (Garegnani, 1983). Enquanto esta abordagem enxerga um papel mais ativo para a política fiscal no processo de desenvolvimento econômico, aquela é mais comedida quanto à relevância da atuação fiscal ativa. Nesta seção, abordaremos os principais conceitos teóricos de cada uma dessas vertentes para entender o que seria considerado fiscalmente responsável sob cada ponto de vista.

2.1 Política fiscal responsável segundo o princípio da Lei de Say[3].

Há divergências teóricas relevantes entre todas as escolas de pensamento econômico que utilizam, em algum grau, a lei de Say[4]. Contudo, dado o escopo do presente texto, que trabalha com o conceito de responsabilidade fiscal, contrapondo duas abordagens distintas, faremos um esforço aglutinador para reunir elementos teóricos-chave para compreender os efeitos da política fiscal, distinguindo as escolas apenas nos pontos indispensáveis.

O primeiro elemento fulcral para analisar o papel da política fiscal, segundo a lei de Say neoclássica, é a combinação dos dois postulados sobre o mercado de trabalho. No primeiro, define-se que o salário real é igual ao produto marginal do trabalho, enquanto o segundo postulado estabelece que a utilidade marginal do trabalho equivale à desutilidade marginal do trabalho em função do volume empregado (Keynes, 1936). Pelo primeiro postulado, podemos entender uma relação inversamente proporcional entre salários e a demanda de trabalho das firmas, de tal forma que, para uma dada produtividade marginal do trabalho, menores taxas de salário real refletiriam um maior volume de trabalho demandado pelas empresas. De acordo com o segundo postulado, o mesmo movimento decrescente na taxa real de salário levaria à queda da oferta de trabalho das famílias, dada a desutilidade marginal do trabalho. Juntos, estes postulados garantem que a quantidade de emprego da economia seja determinada por ajustes do salário real no próprio mercado de trabalho (Froyen, 2013).

Quando esta quantidade de trabalho determinada pelo equilíbrio do mercado de trabalho é incorporada a uma função de produção neoclássica com rendimentos marginais decrescentes, podemos determinar o nível da renda (Froyen, 2013). Neste arcabouço, teremos uma curva de oferta agregada totalmente inelástica, uma vez que há apenas um nível de salário real que equilibra a demanda e a oferta de trabalho, para uma dada produtividade marginal e desutilidade marginal do trabalho. Isto é, para este nível de salário real de equilíbrio, temos um nível de emprego determinado, correspondente a uma certa quantidade de bens e serviços ofertados.

---

[3] Aqui é importante diferir duas formas de trabalhar com a lei de Say. A abordagem clássica da lei de Say, lida com o lado da oferta guiando a análise econômica, mas não necessariamente no ponto de pleno emprego. A abordagem neoclássica da lei de Say, a seu turno, guia sua análise pelo lado da oferta, mas sempre considerando a plena utilização dos fatores de produção. Neste trabalho estamos nos referindo à esta segunda forma de abordagem da lei de Say.

[4] Dentre as quais podemos listar as escolas: neoclássica, monetarista do tipo I, monetarista do tipo II, Novo-keynesiana e a escola dos ciclos reais de negócios.

Se adicionarmos a hipótese de que a velocidade de circulação da moeda e sua quantidade são exógenas, podemos derivar uma curva de demanda agregada (nominal) negativamente inclinada no plano cartesiano de preços e quantidade. Esta relação é exaustivamente explorada pela Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que estabelece que, para um dado nível de renda (determinado pela função de produção neoclássica), maiores níveis de demanda por bens estariam associados a maiores níveis de preços desses mesmos bens. Isto porque uma maior quantidade de moeda em circulação não teria capacidade de afetar sua velocidade de circulação, tampouco o produto, restando apenas um maior nível de demanda e, consequentemente, um maior nível de preços. À luz desta abordagem, temos a famosa afirmação de Friedman (1970) de que a inflação seria "sempre e em todo lugar um fenômeno monetário".

Este resultado monetarista, derivado da análise acima, depende da hipótese de preços e salários completamente flexíveis para que a curva de oferta agregada permaneça inelástica e todo ajuste de quantidade seja anulado por reajuste de preços. Mas o fato é que, para uma parte dos autores que seguem a lei de Say, poderia haver uma inclinação positiva (ajustes tanto de preços quanto de quantidade) da curva de oferta agregada, seja por conta de rigidezes nominais e reais de preços e salários (Woodford, 2003; Modigliani, 1944) ou por imperfeições de mercado (Goodfriend & King, 1997).

Contudo, o efeito expansionista que um estímulo de demanda teria sobre a renda (no caso de uma curva de oferta positivamente inclinada) dependeria da velocidade de ajuste das expectativas. Assim, autores como Lucas & Rapping (1969) incorporam a hipótese de expectativas racionais de Muth (1961) para sustentar que tais efeitos seriam transitórios. A hipótese de expectativas racionais sugere que os agentes tomam a melhor decisão possível com base em um conjunto de informações disponíveis, de modo que, em média, o resultado das interações dessas ações reproduz o que ocorreria se não houvesse erros de expectativas. Desta feita, apenas choques desconhecidos e inesperados poderiam produzir efeito momentâneo sobre o produto, mas tais efeitos se disseminariam tão logo os agentes tivessem acesso a mais informações sobre o suposto choque.

A formulação mais difundida desse tipo de modelagem sugere a existência de uma família de curvas de oferta agregada inclinadas, cada qual associada a um estado de expectativas (Snowdon & Vane, 2006). Quando há mudanças nas expectativas inflacionárias dos agentes, a curva de oferta agregada se desloca para um novo patamar. Ao considerarmos expectativas racionais, o deslocamento da curva de oferta ocorre

imediatamente após a adoção da política econômica, ainda que seus efeitos reais não tenham tido tempo de repercutir na economia. Logo, não seria o efeito real da demanda que ajustaria o nível de preços, mas tão somente a expectativa de maior demanda, que levaria os agentes dotados de expectativas racionais a antecipar os efeitos conhecidos e a reajustar seus preços instantaneamente. Consequentemente, a curva de oferta agregada, ainda que tivesse formato inclinado, produziria resultados idênticos aos da curva de oferta agregada vertical neoclássica (Froyen, 2013; Snowdon & Vane, 2006). Em suma, a política fiscal expansionista teria efeito nulo sobre a renda e o emprego.

O segundo elemento fulcral para esta análise é a teoria dos fundos emprestáveis de Wicksell (1907). Nela, a poupança guarda uma relação direta com a taxa de juros, já que esta última é entendida como um prêmio pela realocação intertemporal do consumo. Isto é, níveis mais elevados da taxa de juros estariam associados a níveis mais elevados de poupança, uma vez que aumentaria o prêmio oferecido aos agentes superavitários para abrirem mão do consumo presente em favor de mais consumo futuro (ou seja, mais poupança). No espectro diametralmente oposto, níveis mais elevados da taxa de juros também desestimulariam novas decisões de investimento, dada a produtividade marginal do capital, reduzindo a demanda por fundos emprestáveis por parte dos agentes deficitários. Logo, o mercado de fundos emprestáveis é responsável por determinar o nível natural da taxa de juros, entendido como o nível em que não haveria excesso nem escassez de demanda por fundos emprestáveis.

No caso de uma expansão dos gastos públicos, os elementos apresentados conduzem a análise em dois sentidos. Primeiramente, se a expansão dos gastos públicos não for acompanhada de aumento tributário, o déficit fiscal drenaria recursos já existentes no mercado de fundos emprestáveis, pressionando a elevação da taxa de juros. Conforme a taxa de juros se ajustasse a níveis superiores, poderíamos verificar o aumento da poupança privada, estimulada pela realocação intertemporal do consumo, em que o consumo presente se reduziria, ao passo que o investimento também cairia à medida que os empreendimentos com produtividade marginal inferior aos novos patamares de juros fossem interrompidos. Ao fim e ao cabo, o consumo privado e o investimento se reduziriam na mesma magnitude do aumento do gasto público (Froyen, 2013).

Contudo, ainda que a renda permaneça no mesmo patamar de antes (dada a função de produção neoclássica), teríamos agora juros maiores e, sob expectativas racionais, uma taxa de inflação mais alta. Caso o juro não suba ou o governo tenha dificuldades na

emissão de novos títulos, o gasto público não coberto por títulos e tributos teria de ser financiado por meio de novas emissões monetárias, o que aceleraria ainda mais a inflação, conforme aponta a TQM.

Esta mesma lógica de mais gastos, menos poupança e maiores taxas de juros pode ser invertida para apontar os efeitos positivos do corte de gastos públicos sobre preços e juros. Alesina et al. (2019) sustentam que o corte de gastos, por si só, poderia melhorar as expectativas dos agentes, que, uma vez mais otimistas, aumentariam os dispêndios no período presente e desencadeariam uma série de resultados positivos relacionados à renda, aos preços e aos juros. Ainda que com escassas evidências empíricas, os autores apontam para um efeito multiplicador negativo dos gastos públicos (ou seja, menos gastos públicos gerariam mais renda privada).

Portanto, por esta lógica, podemos concluir que uma condução "responsável" da política fiscal estaria associada a um menor patamar de gastos públicos e, em última análise, a uma menor participação estatal na economia. Quanto menor for a participação estatal, mais recursos estarão disponíveis para o investimento privado e as expectativas serão menos suscetíveis a choques inesperados.

2.2 Política fiscal pela ótica da demanda efetiva

Assim como na subseção anterior, a abordagem sintetizada nesta subseção está sujeita a divergências teóricas não desprezíveis. Dado o escopo do trabalho, realizou-se um esforço de síntese teórica, trazendo as leituras mais canônicas possíveis de autores que seguem o princípio da demanda efetiva, evitando abordar nuances teóricas que não sejam estritamente necessárias aos argumentos desenvolvidos nas seções seguintes.

O primeiro elemento teórico a ser trabalhado é a negação aos postulados neoclássicos. Nesta abordagem, o nível de emprego e de renda é determinado no mercado de bens e serviços, independentemente de o mercado de trabalho estar em equilíbrio. Com o mínimo de esforço crítico possível, Keynes (1936) mostra-se cético quanto à modelagem neoclássica segundo a qual a oferta de trabalho deveria reduzir-se quando o aumento dos preços reduzisse os salários reais. Adicionalmente, no capítulo cinco da Teoria Geral, Keynes (1936) apresenta elementos que nos permitem romper com a ideia de que a demanda por trabalho é determinada pela produtividade marginal deste fator. Ao definir as expectativas de curto prazo como relacionadas às decisões rotineiras sobre quanto produzir, Keynes (1936) estabelece que o nível de emprego e de renda será

determinado no mercado de bens e serviços com base nessas expectativas, e não nos salários reais.

A variável-chave para entender tal ruptura é a definição keynesiana de poupança como um resíduo da renda, e não mais como uma decisão intertemporal de consumo. Neste sentido, a decisão econômica relevante passa a ser a do consumo, induzida pela renda disponível. A parcela residual desta renda vira poupança. Com o consumo induzido pela renda e a poupança gerada como resíduo, cria-se a possibilidade de múltiplos equilíbrios no mercado de bens, em diferentes níveis de renda. Para cada patamar de gastos autônomos, haverá um nível de renda equivalente obtido por meio de um múltiplo desses gastos, responsável por equilibrar a poupança residual com o investimento (Keynes, 1936). Se assim for, não cabe à taxa de juros equilibrar, por meio do mercado de fundos emprestáveis, a poupança com o investimento.

Na teoria pós-keynesiana, a taxa de juros assume um papel secundário, uma vez que se entende a oferta de moeda como endógena (Adams & Moore, 1990). Há uma famosa passagem em Keynes (1936), em que o autor diz que, se considerarmos o juro como o líquido a ser usado para estimular a renda e o emprego, pode haver "percalços entre a taça e os lábios" (p.178). Neste sentido, podemos entender a taxa de juros como determinada por uma regra completamente independente das variáveis fiscais. Keynes (1936) demonstra que a análise dos fundos emprestáveis só faz sentido quando se pressupõe um único nível de renda possível: o de pleno emprego. Isto é, somente quando os fatores de produção já estão plenamente utilizados (assumindo uma curva de oferta inelástica) é que o aumento dos gastos autônomos não se converte em mais recursos disponíveis e passa a disputar com os já existentes, justamente porque, no ponto de pleno emprego, a renda fica impossibilitada de crescer e gerar a poupança residual.

No arcabouço keynesiano, a política fiscal assume o protagonismo na determinação do nível de renda. A expansão fiscal aumenta os gastos autônomos, gerando mais renda e validando as decisões de crédito anteriores. Logo, não há que se falar em competição entre a demanda pública e a privada por fundos emprestáveis, uma vez que são justamente os gastos autônomos que sempre geram recursos, parte dos quais são consumidos e parte poupados. A lógica é simples: um nível de gasto mais alto gera um nível de renda mais alto e, consequentemente, um nível de poupança mais alto. Na ausência de tal política fiscal, a renda sequer existiria para ser disputada. Segundo o

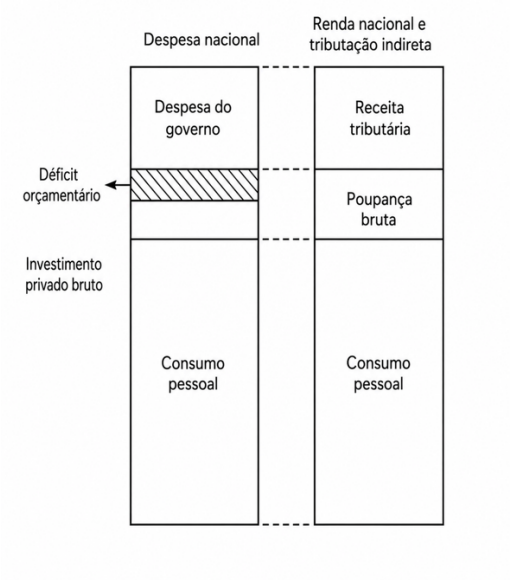
princípio da demanda efetiva, o gasto precede a renda e ocorre mediante a validação do poder de compra.

Kalecki (1944, p.358-359) resume este argumento com a representação gráfica reproduzida na figura 1. Nela, temos a demonstração contábil das despesas agregadas em uma economia fechada, com governo, na coluna da esquerda, e a renda nacional na coluna da direita. Esta contabilidade fundamental para qualquer macroeconomia sugere que todo e qualquer gasto sempre gera renda de igual montante, que, em parte, pode ser consumida, em parte pode ser poupada e, em parte, retorna ao setor público como tributação. Por óbvio, para quem segue o princípio da demanda efetiva, a renda tributária do governo só ocorre após o gasto público; portanto, não há como falar em "formas de financiamento público", pois a renda nunca financia o gasto.

Nas palavras do próprio autor (Kalecki, 1944, p.358):

> Deficit spending generates effective demand in the following way. The government undertakes public investment which does not compete with private enterprise (it builds schools, highways, hospitals and so on), or it subsidizes mass consumption (by paying family allowances, reducing indirect taxation, or paying subsidies to keep down prices of necessities). This expenditure is financed by borrowing, and therefore does not involve curtailing private investment (provided the rate of interest is kept constant) or non-subsidized consumption, and thus creates an additional effective demand.

Figura 1 – Autofinanciamento do déficit público segundo o princípio da demanda efetiva.



Fonte: Kalecki (1944).

Em virtude da análise feita até aqui, podemos conceituar "responsabilidade fiscal" como uma política econômica que conduza o nível de gastos agregados ao ponto em que a produção seja estimulada, até que toda a força de trabalho esteja sendo utilizada. Apesar de não ser uma conclusão lógica e inexorável desta análise, como fizeram Keynes (1936) no capítulo 24 e Minsky (1965), podemos incluir a preocupação distributiva como um fator inerente a qualquer política fiscal que se pretenda responsável. Isto é, uma política fiscal dita como responsável, do ponto de vista keynesiano, deve combinar dois elementos: pleno emprego e distribuição de renda.

Na formulação da determinação da renda de Kalecki (1968), fica nítido que a renda e o emprego serão positivamente afetados pela participação dos salários na renda[5]. Dada a maior propensão a consumir da renda oriunda do salário, quando comparada à propensão a consumir da renda oriunda dos lucros, o mesmo nível de renda e emprego poderá ser alcançado com um menor nível de gastos autônomos, quanto maior for a participação salarial na renda agregada (Kaldor, 1955). Portanto, menor será o esforço fiscal para manter o pleno emprego, tanto mais bem distribuída estiver a renda agregada.

Por fim, é importante destacar que o resultado primário e os indicadores fiscais tradicionais (Dívida/PIB, resultado nominal, déficit corrente etc..) por si só não carregam informações necessárias para análise a respeito da política fiscal. Trocando em miúdos, pelo princípio da demanda efetiva, não seria possível considerar uma política de corte de gastos como fiscalmente responsável, caso haja uma massiva presença de desempregados ou concentração de renda. Nesta perspectiva, a política fiscal é justamente o instrumento para combater o desemprego e distribuir renda.

3. Conceitos teóricos das regras fiscais

Dentre as principais regras fiscais vigentes no Brasil em 2026, a regra de ouro é mais longeva, ainda que apresente variações em sua regulamentação. O artigo 167 da Constituição Federal de 1988 veda "*a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovadas pelo Poder Legislativo por maioria absoluta*". Até a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000, a regra de ouro não desempenhava um papel restritivo significativo na condução da política

[5] No capítulo 24 da Teoria Geral Keynes (1936) também sugere o efeito positivo da distribuição de renda, mas neste caso ele faz menção à distribuição pessoal e não funcional.

fiscal ao longo da execução orçamentária. Contudo, desde o início dos anos 2000, a execução das dotações previstas na Lei Orçamentária Anual (LOA), segundo esta regra, deve preservar uma margem positiva entre o volume de despesas de capital e as operações de crédito, visando, em sua essência, inibir a emissão de nova dívida para custeio de despesas correntes.

Para fins de cálculo desta referida margem da regra de ouro considera-se como despesas de capital: os investimentos; as inversões financeiras; a amortização da dívida; menos os incentivos fiscais a contribuinte e os incentivos fiscais a contribuinte por Instituições Financeiras, isto é, a despesa de capital líquida. Enquanto no cômputo das operações de crédito entram as receitas de operações de crédito menos a variação do saldo da subconta Dívida Pública da Conta Única da União (BRASIL, 2020, p.389-395). Amaral et al. (2020) apontam que estas definições, contudo, carregam uma série de brechas a serem exploradas de forma a manter a margem positiva, ainda que o orçamento corrente opere em déficit. Isto é, os autores mostram uma série de brechas legais que, na prática, culminam no uso de operações de crédito para cobrir gastos correntes, atuando em sentido oposto à essência da lei.

Focando exclusivamente no aparato teórico que legitima epistemologicamente esta essência, encontramos a abordagem de Barro (1974). Diante do debate sobre o efeito da política fiscal financiada por meio de títulos ou tributos, Barro (1974) investiga a hipótese de que os títulos públicos não representariam riqueza líquida privada. O autor almejava pensar os efeitos de uma isenção tributária que se revertesse em aumento do endividamento público. Para isso, Barro (1974) assume que a geração presente teria algum tipo de vínculo positivo com a geração futura e que a economia não apresentaria nenhuma taxa de crescimento econômico e nem populacional.

Diante destas hipóteses, Barro (174) argumenta que a política fiscal (isenções tributárias) teria impacto neutro sobre os juros e a renda. Caso a geração presente inclua o bem-estar da geração futura em sua função utilidade, os títulos da dívida retidos por esta geração não representariam riqueza líquida para a geração futura, uma vez que a queda de tributação no período presente não seria revertida em aumento de consumo via renda disponível, mas se converteria inteiramente em poupança, para que a geração futura não reduza seu consumo na hora de "saldar a dívida" no período seguinte. Esta tese de que a redução de impostos hoje converte-se integralmente em poupança é conhecida como "equivalência ricardiana"(Busato, 2022).

Em debates que se seguiram, Feldstein (1976) questiona a hipótese da ausência de crescimento populacional para dizer que seria possível o governo rolar sua dívida perpetuamente, desde que a taxa de crescimento econômico fosse maior que a taxa de juros da dívida [conhecida como condição de Domar (1944)]. O autor sustenta que, a despeito de qualquer elo geracional incorporado à função de utilidade, a geração presente não precisa reduzir seu consumo para deixar uma herança positiva à geração futura, uma vez que, sob as condições mencionadas, a dívida poderia ser rolada. Buchanan (1976), a seu turno, estabelece uma crítica de que Barro (1974) teria assumido uma tributação do tipo *lump-sum*, mas que os gastos deficitários poderiam não ter os mesmos efeitos e, com isso, mudar o bem-estar agregado. Tributações *lump-sum* não mudariam o bem-estar do equilíbrio geral walrasiano, mas, na prática, uma política fiscal neutra seria um caso excepcional e que os gastos públicos ordinários produzem algum efeito sobre os preços relativos (Busato, 2022).

Diante desta tese de "equivalência ricardiana" adaptada, os gastos deficitários geram um ônus para a geração futura, portanto, só se justificariam sob a hipótese de serem utilizados para benefício desta geração vindoura. De acordo com Pires (2019), a regra de ouro está baseada em um conjunto de pressupostos teóricos, tais como: a) os investimentos públicos, por também favorecerem gerações futuras, deveriam ser financiados por estas; b) os investimentos públicos, por conta do efeito multiplicador que geram, tendem a ser autofinanciáveis; e c) tendo em vista que as sociedades democráticas teriam um viés de crescimento das despesas correntes, tal regra contraporia a tendência de redução dos investimentos públicos. Logo, sob este prisma, a "responsabilidade fiscal" perseguida pela regra de ouro estaria ligada à redução do ônus que a dívida pública carrega para gerações futuras, ou seja, o objetivo da política fiscal seria estabilizar ou mesmo reduzir a trajetória da Dívida/PIB, só permitindo a ocorrência de déficits quando seu impacto sobre o denominador superar o crescimento da dívida. Se pensarmos que as despesas de capital beneficiam as gerações futuras e ampliam a infraestrutura produtiva de um país, não é difícil vincular a essência conceitual da regra de ouro à tese ortodoxa[6] da "equivalência ricardiana" e, consequentemente, ao princípio da lei de Say.

[6] O termo "ortodoxo" aqui foi propositalmente utilizado com a intenção de não referenciar uma escola de pensamento, uma vez que a tese de equivalência ricardiana pode ser usada tanto no arcabouço novo-clássico, monetarista, como no novo-keynesiano.

Com a aprovação da LRF não apenas a vigência da regra de ouro foi alterada, como uma segunda regra fiscal importante foi implementada exigindo que a Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO) estabelecesse metas para o resultado primário do ano subsequente (Tavares, 2005). Quando aprovada anualmente, a LDO deve trazer um Anexo de Metas Fiscais "em que serão estabelecidas metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes". Adicionalmente, a execução das despesas fica condicionada a uma análise bimestral do desempenho das receitas verificadas em relação ao previsto na LDO. Em caso de frustração de receitas, a LRF preconiza o contingenciamento de despesas para assegurar o cumprimento bimestral do resultado primário e preservar a meta anual.

Desde a aprovação do Regime Fiscal Sustentável em 2023, um marco legislativo no arcabouço fiscal brasileiro, considera-se cumprida a meta de primário quando registrada dentro de uma margem de 0,25 ponto percentual do PIB acima ou abaixo do patamar estipulado na LDO. Adicionalmente, caso o resultado registrado supere a banda superior da meta, 70% do volume excedente poderá ser destinado a despesas de capital. Se o resultado ficar dentro da meta, o teto de gastos segue o regime menos restritivo. No entanto, caso o resultado primário fique abaixo do piso da banda prevista na LDO, aciona-se um gatilho punitivo, e o teto de gastos passa a seguir um regime mais restritivo, constrangendo ainda mais o crescimento dos gastos. Os detalhes de cada regime do teto de gastos serão descritos adiante; por ora, foquemos, analiticamente e exclusivamente, na regra fiscal de resultado.

A legitimação epistemológica desta regra parte de premissas ainda mais restritivas do que as debatidas anteriormente e recorre à teoria dos fundos emprestáveis de Wicksell (1907) para sustentar a existência de um efeito de *crowding-out* dos gastos públicos. Nesta abordagem teórica, os déficits públicos entram drenando os recursos da poupança privada e externa. Neste sentido, sustenta-se uma competição entre as demandas privadas e públicas por estes fundos emprestáveis. Este mercado de fundos emprestáveis é o responsável por determinar a taxa natural de juros. Caso o Banco Central mantenha a taxa básica de juros abaixo da taxa natural, estaria induzindo o investimento de maneira desproporcional à poupança existente e provocando pressão inflacionária (Blanchard, 2017).

O limite da política fiscal, portanto, seria dado pelos vigilantes da dívida, que atuariam para aumentar o custo de financiamento à medida que a dívida pública cresce, até um limite máximo. Quando a dívida pública atingisse determinado limite em relação à renda (PIB), o governo seria colocado em uma situação delicada, na qual os agentes se recusariam a reter uma proporção maior da renda em forma de títulos públicos e o Tesouro Nacional não conseguiria financiar a expansão fiscal por meio da emissão de nova dívida. Neste limite, a taxa natural de juros ficaria em patamares inalcançáveis e todo o déficit excedente deveria ser financiado por emissão monetária com impactos inflacionários(Blanchard, 2004).

Nesse arcabouço, fica claro como um país que havia vivido recentemente inflação muito alta foi levado pela LRF a associar "responsabilidade fiscal" ao controle da trajetória da Dívida/PIB, por meio de metas de resultado primário. O que a regra de primário deixa de considerar, no entanto, é o argumento apresentado por Keynes (1936) de que o gasto público é renda privada, que, em parte, será consumida e, em parte, poupada. Assim, concomitantemente ao aumento do gasto, temos a elevação do consumo induzido pelo gasto e o aumento diametralmente oposto da poupança, por meio da parcela não consumida da renda gerada. Ou seja, o aumento do gasto, ao gerar renda, aumenta a oferta de recursos emprestáveis, de modo a sempre gerar uma poupança de valor igual, sem efeitos diretos sobre a taxa de juros.

Gerações mais modernas das regras fiscais dedicam um olhar mais atento ao *compliance*, isto é, à capacidade dos governos de responder aos impactos recessivos com políticas expansionistas sem a necessidade de abandonar as regras fiscais (Acalin, 2025). Esta geração de regras fiscais permite cláusulas de escape para que a política fiscal expansionista assuma o protagonismo no estímulo do PIB até que a taxa de crescimento seja retomada a patamares robustos. Nesta forma de arcabouço fiscal, pelo menos no curto e médio prazo, assume-se a possibilidade de controlar a relação dívida/PIB por meio do estímulo fiscal, para que o crescimento econômico supere a taxa de juros (Blanchard, 2023).

Contudo, um caso ainda mais extremo de ajuste da trajetória dívida/PIB pode ocorrer se acrescentarmos a hipótese de expectativas racionais. Neste caso, vigilantes da dívida com expectativas racionais podem entender que determinada política fiscal ameaça o limite da Dívida/PIB que desejam reter e que tal ameaça se compensaria, proporcionalmente, com emissão monetária e, portanto, com inflação. Assim, uma

trajetória da dívida/PIB percebida como insustentável pelos agentes com expectativas racionais provocaria um aumento imediato dos preços. Qualquer tentativa de um BC independente de usar a política monetária restritiva para desinflacionar a economia aumentaria o déficit nominal e aceleraria ainda mais a trajetória da Dívida/PIB (Sargent & Wallace, 1984). É importante notar que o condicionante da deterioração não é um resultado primário registrado, mas uma política fiscal entendida por tais vigilantes, dotados de expectativas racionais, como insustentável.

Com a taxa de juros doméstica subindo rapidamente, a autoridade fiscal passaria a tomar empréstimos no exterior, onde a taxa de juros seria inicialmente menor. Contudo, com o aumento do endividamento externo repercutindo sobre o câmbio e, consequentemente, sobre a inflação, a economia doméstica entra em um quadro de dominância fiscal em que a política monetária perde completamente o controle sobre o nível de preços devido à atuação fiscal (Blanchard, 2004).

Lopreato (2006) elenca três gerações de modelos que ligam o déficit fiscal doméstico ba restrições de Balanço de Pagamentos (BP). A primeira geração, já menos utilizada atualmente, atribuía déficits fiscais a déficits no BP devido ao seu efeito sobre as importações. Neste cenário, o déficit comercial depreciaria a moeda e elevaria a inflação. Nas versões posteriores deste modelo, nota-se uma preponderância do fluxo de capital financeiro, em que investidores considerariam a sustentabilidade da dívida um indicador relevante para a aplicação de seus recursos. Quanto maior for o risco fiscal incorporado nas expectativas dos agentes, maior será o *spread* de risco cobrado para o capital adentrar as fronteiras financeiras de países emergentes, o que dificulta o equilíbrio de BP e engendra um ciclo vicioso de déficit fiscal, depreciação cambial e inflação. A diferença entre a segunda e a terceira geração destes modelos recai sobre a análise bancária e sobre os efeitos da depreciação cambial nos ativos domésticos, o que precipita a fuga de capital. Contudo, seja a segunda ou a terceira geração de modelos, são as expectativas racionais dos agentes que precipitam a fuga de capital e contribuem para a disciplina fiscal nos países emergentes. Importa notar que este movimento depende da percepção do mercado sobre a trajetória futura dos déficits e não do indicador fiscal do momento. Neste sentido, a regra de ouro e a meta de primário para o ano seguinte não cumpririam o papel de ancorar expectativas a ponto de evitar que vigilantes da dívida passassem a exigir maiores taxas de juros para carregar títulos públicos.

Assim encontramos legitimidade epistemológica para a regra de teto de gastos em vigor no Brasil desde 2017, ainda que com algumas alterações e suspensões temporárias. A regra de teto de gastos é uma regra fiscal de despesas que estipula um limite ao crescimento dos gastos primários do governo ao longo dos anos. Inicialmente, a Emenda Constitucional 95 estipulou o congelamento dos gastos primários em termos reais (corrigidos pelo IPCA) por vinte anos. O descumprimento do teto engatilharia vedações como as de admissão ou contratação de pessoal; de realização de concurso público; e de criação de despesa obrigatória. No entanto, como a Emenda requer que, já na LOA (Lei Orçamentária Anual), as despesas estejam limitadas pelo Teto, não haveria como, posteriormente, acionar tais vedações, uma vez que as dotações autorizadas no orçamento já estariam previamente limitadas pelo Teto. Foi também por conta disso que a Emenda Constitucional 109 (EC 109) determinou novos tetos (bem como novas vedações) para a União, Estados e Municípios, fazendo com que vedações anteriormente vinculadas à Emenda 95, no âmbito da União, agora estejam associadas ao descumprimento de outro teto proposto. Com isso, no caso da União, os gatilhos passavam a ser acionados quando a proporção da despesa obrigatória primária fosse superior a 95% da despesa primária total.

Em 2023, o Regime Fiscal Sustentável alterou os parâmetros desta regra de despesas e permitiu que o crescimento das despesas se desse em proporção ao crescimento das receitas dentro de um piso e um teto. O crescimento das despesas pode ocorrer dentro de um regime menos restritivo em que cresce 70% do que cresce a receita primária, caso a meta de resultado primário esteja sendo cumprida, ou em um regime mais restritivo, crescendo apenas 50% do crescimento das receitas primárias, caso o piso da meta de resultado primário seja descumprido. Estes percentuais, no entanto, devem oscilar entre um piso de 0,6% e um teto de 2,5%. Este novo regime combina a regra de resultado com a regra de despesa e, nesta miscelânea, prevalece a regra mais restritiva à política fiscal. Isto é, se, para cumprir a meta de primário, os gastos tiverem de crescer menos do que o previsto pela regra de despesa, o governo terá de contingenciar recursos, ainda que a regra de despesa esteja sendo cumprida.

Tanto o teto de gastos rígido (que vigorou entre 2017 e 2022) quanto o teto móvel (implementado pelo Regime Fiscal Sustentável) estão epistemologicamente amparados pelo arcabouço ortodoxo descrito acima. Estas regras fiscais buscam transmitir credibilidade na condução da política fiscal, almejando conter as expectativas negativas

dos vigilantes da dívida e, com isso, transmitir um sinal de enquadramento da trajetória da dívida pública em proporção ao PIB que possibilite a queda da taxa de juros natural. A esperança dos gestores públicos é que a queda da taxa de juros possa retomar a trajetória de crescimento robusto. Tal diagnóstico pode ser verificado tanto na justificativa apresentada pela Emenda Constitucional 95:

> Note-se que, entre as consequências desse desarranjo fiscal, destacam- se os elevados prêmios de risco, a perda de confiança dos agentes econômicos e as altas taxas de juros, que, por sua vez, deprimem os investimentos e comprometeram a capacidade de crescimento e geração de empregos da economia. Dessa forma, ações para dar sustentabilidade às despesas públicas não são um fim em si mesmas, mas o único caminho para a recuperação da confiança, que se traduzirá na volta do crescimento (BRASIL, 2016).

Como pelo Regime Fiscal Sustentável:

> O Regime Fiscal Sustentável, conhecido como Novo Arcabouço Fiscal (PLP 93/2023), é um mecanismo de controle do endividamento que substitui o Teto de Gastos, atualmente em vigor, por um regime fiscal sustentável focado no equilíbrio entre arrecadação e despesas. Mais do que impedir gastos acima de um limite, o regime condiciona maiores gastos do governo ao cumprimento de metas de resultado primário, buscando conter o endividamento e criando condições para a redução de juros e garantia de crescimento econômico[7].

O que notamos, com a evolução cronológica das regras fiscais no Brasil, é que tem-se redobrado a aposta no controle das expectativas fiscais, com base no caminho da lei de Say. Se a regra de primário buscava estimular a geração de poupança pública, a regra de teto de gastos busca afetar as expectativas de agentes dotados de expectativas racionais para possibilitar a queda do juro e o eventual crescimento que ela desencadearia. Para acionar tais gatilhos, apenas a formação de poupança pública não basta e torna-se necessário reduzir a participação dos gastos públicos na economia.

A partir desta perspectiva, é possível compreender o teto de 2,5% de crescimento das despesas estipulado pelo regime fiscal sustentável. Nesta abordagem conceitual adotada, o produto potencial da economia depende de fatores exógenos e, uma vez que se nega a presença de histerese forte do produto natural, este teria uma trajetória fixa e independente da do produto corrente. Funcionários do Ministério da Fazenda vieram a público no ano seguinte à aprovação da lei para sustentar que o produto potencial do Brasil girava em torno do patamar de 2,5%[8], fato que garantiria o crescimento das

[7] Trecho retirado do sítio eletrônico oficial sobre o Regime Fiscal Sustentável <https://www.camara.leg.br/internet/agencia/infograficos-html5/novo-arcabouco-fiscal/index.html> acessado em 23 de abril de 2026.

[8] Ver anuncio em: https://www.infomoney.com.br/economia/fazenda-trabalha-com-pib-potencial-entre-2-e-25-diz-secretario-de-politica-economica/

despesas públicas abaixo do crescimento natural da renda, reduzindo a participação pública na renda agregada.

Como ocorre desde a LRF, os gestores de política econômica continuam negando a abordagem keynesiana, que reconhece a possibilidade de os gastos públicos induzirem a demanda agregada corrente, a ponto de afetar o produto potencial da economia. Assim, leem a "responsabilidade fiscal" como sinônimo de controle da trajetória da Dívida/PIB, evitando que o ônus recaia sobre o futuro e buscando controlar não apenas os resultados alcançados, mas também as expectativas fiscais dos vigilantes da dívida.

Finalmente, esta seção buscou sustentar que as principais regras fiscais que norteiam a condução da política fiscal brasileira do século XXI partem do mesmo arcabouço conceitual que fundamenta a noção de "responsabilidade fiscal" presente nelas. Argumentamos que este conceito de "responsabilidade fiscal" entendido articula três conceitos teóricos caros à ortodoxia oriunda da lei de Say: 1) equivalência ricardiana; 2) taxa de juros natural determinada no mercado de fundos emprestáveis; e 3) vigilantes da dívida com expectativas racionais.

4. O caminho futuro para as regras fiscais brasileiras

As datas de implementação das regras fiscais descritas na seção anterior evidenciam as tentativas frustradas de promover o equilíbrio orçamentário sem comprometer o crescimento econômico, que se acumulam desde os anos 1990. A primeira década do século XXI foi marcada por uma taxa média de expansão dos gastos primários superior à do restante do período [ver Tavares & Deccache (2023)], mas as questões fiscais não entraram nas principais discussões econômicas da época, que registrou uma média elevada de crescimento da renda e, portanto, de arrecadação. A partir do que Serrano & Summa (2012) apontam como "desaceleração rudimentar" da economia, decorrente da desaceleração da taxa de gasto, a pauta econômica passou a tratar o equilíbrio orçamentário como sinônimo de responsabilidade fiscal e condição *sine qua non* para a retomada do crescimento.

A crise fiscal dos entes subnacionais em 1997 deu origem às discussões que culminaram na LRF. Em seguida, o diagnóstico de que a LRF não continha instrumentos suficientes para garantir o reequilíbrio orçamentário deu origem a novas rodadas de regras de gastos (em 2016) e a seus sucessivos ajustes de parâmetros, com a EC 109 (em 2021)

e o Regime Fiscal Sustentável (em 2023). Assim, o arcabouço fiscal brasileiro vigente em 2026 desenvolveu-se com vistas à adoção de regras cada vez mais restritivas aos gastos públicos. Já se implementou regra de gasto, de receita, de resultado, o Senado Federal já discutiu regra de dívida, parâmetros foram alterados, mas sempre no sentido de radicalizar a política fiscal no caminho da lei de Say e suas variantes.

Pelo fato de a lei de Say considerar apenas um nível de renda possível (em algumas variantes, podemos interpretá-la como NAIRU[9] rígida), essas regras fiscais baseadas nesse arcabouço teórico deixam de considerar o papel do multiplicador fiscal. Isto é, se o gasto público não consegue estimular a renda e, consequentemente, a arrecadação de impostos, o reequilíbrio orçamentário requer o corte de gastos ou aumento de tributos. As regras fiscais brasileiras radicalizam nesta aposta desde a LRF, que regulamentou uma nova versão da regra de ouro e implementou metas de primário, passando pelas Emendas Constitucionais de teto de gastos e pelo Regime Fiscal Sustentável, que buscaram conter a expansão dos gastos de forma proporcional à receita, como se esta sempre tivesse de financiar aquela.

Desconsidera-se a possibilidade keynesiana de que aumentos de gastos estimulem a renda, o emprego, a geração de mais poupança e a arrecadação de mais tributos. Desconsidera-se, igualmente, o futuro inerentemente incerto eliminando a aleatoriedade nos erros de expectativas descrita por Lucas, & Rapping (1969). Assim como Keynes (1936) apontou, se permitirmos que a expansão dos gastos autônomos induza novos gastos a elevar o nível de renda, é possível pensar no caminho oposto e entender que a contenção fiscal é responsável por desacelerar os gastos induzidos e, consequentemente, a renda e a arrecadação tributária, sem que qualquer revisão de expectativas garanta a queda da taxa de juro. Sob essa perspectiva teórica, fica mais claro o porquê das regras fiscais, principalmente quando se tornam mais rigorosas, enfrentarem dificuldades empiricamente observadas para alcançar seu próprio objetivo de equilíbrio orçamentário e de estabilidade da dívida em relação ao PIB.

Contudo, se abandonarmos as regras baseadas na lei de Say, temos a alternativa de retomar o protagonismo estatal como indutor do desenvolvimento. Neste caso, a análise fiscal deveria desviar o foco dos indicadores tradicionais, como resultado

[9] Acrônimo para *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment,* derivada pela teoria monetarista com base nas premissas teóricas da TQM.

primário, dívida pública e receitas tributárias, para uma análise factual do efeito multiplicador e da qualidade do gasto. Sugerir que o tamanho da dívida pública não fornece informações relevantes para a análise fiscal não reduz em nenhum centímetro a responsabilidade do governo pelos recursos públicos, pelo contrário, a eleva. A falsa questão de que não há poupança suficiente para financiar os gastos com educação deverá ser substituída pela questão de como gastar este recurso da melhor forma. Os governos deveriam ser cobrados não mais por entregar em proporção do PIB, mas por melhorar os indicadores da área à qual o gasto foi destinado.

Neste sentido, a responsabilidade fiscal estaria atrelada ao uso da política fiscal para promover o pleno emprego dos recursos com vistas a uma distribuição mais equânime da renda e da riqueza. Se assumirmos que famílias mais ricas têm menor propensão marginal a consumir do que as mais pobres, seria necessário menos estímulo fiscal para alcançar o pleno emprego quanto mais distributivo fosse o gasto, independentemente de seu volume. Como sugerem as estimativas de Sanches (2020) para o Brasil, no período entre 1997 e 2018, os gastos públicos com investimento e benefícios sociais tiveram um efeito multiplicador superior ao das demais modalidades de dispêndio.

Ainda que o clamor do mercado financeiro pelo equilíbrio orçamentário continue ecoando após uma eventual mudança de rumo da política fiscal, vale notar que, havendo o multiplicador fiscal superior a unidade, o resultado primário tende a se equilibrar tão rápido quanto maior for o gasto. Com o crescimento do produto superando o do gasto ($\Delta Y > \Delta G$), o equilíbrio orçamentário ($G = tY$) passaria a exigir uma alíquota tributária (t) menor. Logo, para uma dada alíquota tributária, quanto maior e mais distributivo for o gasto público, mais rápido os clamores do mercado pelo equilíbrio orçamentário se manifestarão como resultado da política fiscal, a despeito das expectativas. Neste caso, atendendo à definição de "responsabilidade fiscal" sob ambas as óticas.

Portanto, ao escolher reformular os parâmetros das regras fiscais erguidas sobre o axioma da lei de Say, o governo segue associando o conceito de responsabilidade fiscal a uma menor participação estatal, ainda que isso seja politicamente mais fácil de aprovar no presente; a atuação fiscal do governo fica comprometida no futuro. Contudo, se negarmos que o PIB do Brasil seja inelástico à política fiscal e aceitarmos a perspectiva keynesiana de ajuste pela renda, ainda que o desafio político de aprovar uma regra fiscal compatível com a "responsabilidade fiscal" pelo caminho keynesiano seja maior, este

parece ser o único caminho possível para resgatar o crescimento econômico, a distribuição de renda e, consequentemente, a estabilidade da dívida em proporção ao PIB.

5. Conclusão

O presente trabalho buscou articular o conceito de responsabilidade fiscal a partir de diferentes abordagens teóricas, a fim de compreender o papel da política fiscal. Por um lado, mostramos que pensar a política fiscal a partir da lei de Say nos leva a entender a responsabilidade fiscal como a busca pelo equilíbrio orçamentário e pela estabilidade da dívida/PIB para, em última análise, reduzir o papel do Estado na economia. De outro lado, aqueles teóricos que partem do Princípio da Demanda Efetiva podem conceber o conceito de responsabilidade fiscal associado ao uso da política fiscal para atingir o pleno emprego e distribuir renda. O objetivo específico desta seção era desenvolver fundamentos alternativos para o conceito de responsabilidade fiscal, visando, na seção seguinte, elaborar o que o arcabouço fiscal brasileiro entende por responsabilidade fiscal.

As regras fiscais são consideradas restrições duradouras à política fiscal e, quando muito restritivas, acabam por moldar o arcabouço fiscal do governo. Ao longo das últimas décadas, o Brasil já contou com mais de uma dezena destas regras, incluindo as que incidem sobre o resultado primário, a dívida pública, a receita tributária e os gastos. Filtrando as regras já regulamentadas e desconsiderando algumas sobreposições, este texto apresentou o arcabouço que guia a política fiscal brasileira com base em três regras: 1) a regra de ouro; 2) a meta de primário para a União; e 3) o Teto de Gastos primários. Apontamos, ainda, a legitimação epistemológica por detrás de cada regra ao demonstrar como o conceito de responsabilidade fiscal perseguido por elas está diretamente associado à construção teórica que, ainda que não seja internamente coerente e coesa, se fundamenta, essencialmente, em análises oriundas da lei de Say.

Sendo assim, a leitura econômica sob as lentes keynesianas nos ajuda a entender as sucessivas frustrações do arcabouço fiscal brasileiro, por meio de suas regras fiscais, em garantir os objetivos desejados. As reformulações destas regras não alteraram, em essência, o paradigma teórico que as legitimam, o que culminou em uma radicalização da política fiscal no sentido apontado pela ortodoxia, qual seja: responsabilidade fiscal associada à política fiscal contracionista. Assim, a aposta em reduzir os gastos ou em ampliar tributos se materializa como contração da renda e, para dada alíquota tributária,

implica menor arrecadação e reforça o discurso contracionista, constrangendo cada vez mais o espaço para a atuação pública em um país já tão desigual.

Por fim, concluímos identificando um grande, porém necessário, desafio na alteração da fundamentação do conceito de responsabilidade fiscal. Como a economia brasileira opera, via de regra, abaixo de sua plena capacidade, a curva de oferta agregada apresenta certa elasticidade, o que os trabalhos empíricos costumam mostrar como um multiplicador fiscal superior a unidade. Assim, a política fiscal contracionista fundamentada na lei de Say resulta em uma redução da renda proporcionalmente maior do que a contração fiscal, reforçando o argumento de que a responsabilidade fiscal requer a ampliação da dose do medicamento amargo (austeridade). Neste contexto, ainda que seja mais fácil para os políticos aprovarem regras fiscais que ampliem a dose de austeridade, uma trajetória sustentada de crescimento da renda e do emprego, e de combate à desigualdade, requer uma mudança na conceitualização da responsabilidade fiscal. Afinal, parafraseando um antigo filósofo: ideias que não custam nada não transformam nada.

Referências

Acalin, Julien. (2025). *Fiscal Guardrails against High Debt and Looming Spending Pressures*.

Adams, J. E., & Moore, B. J. (1990). Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money. *Southern Economic Journal*, *56*(4). https://doi.org/10.2307/1059897

Alesina, A., Favero, C., & Giavazzi, F. (2019). Austerity: When it works and when it doesn't. In *Austerity: When It Works and When It Doesn't*.

Amaral, V. L., Macedo, M. F. de, & Bittencourt, F. M. R. (2020). *REGRA DE OURO: FALHAS DE CONCEPÇÃO E DE APLICAÇÃO NO ÂMBITO DA UNIÃO*. https://www12.senado.leg.br/revistaorcamento

Barro, R. J. (1974). Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, *82*(6). https://doi.org/10.1086/260266

Blanchard, O. (2004). Fiscal Dominance and Inflation Targeting. In *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil*.

Blanchard, O. (2023). Fiscal Policy under Low Interest Rates. In *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. https://doi.org/10.7551/mitpress/14858.001.0001

Brasil. (2016). *Proposta de Emenda à Constituição n. 241 de 2016: Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o novo regime fiscal*. Câmara dos Deputados. http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2088351

Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional. Subsecretaria de Contabilidade Pública. Coordenação-Geral de Normas de Contabilidade Aplicadas à Federação. (2020). *Manual de demonstrativos fiscais: Aplicado à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios* (11th ed.). Secretaria do Tesouro Nacional.

Buchanan, J. M. (1976). Barro on the Ricardian Equivalence Theorem. *Journal of Political Economy*, *84*(2). https://doi.org/10.1086/260436

Busato, M. I. (2022). Ricardian Equivalence revisited: introductory notes. *Brazilian Journal of Political Economy*, *42*(1). https://doi.org/10.1590/0101-31572021-3235

Domar, E. D. (1944). The "Burden of the Debt" and the National Income. *American Economic Review*, *34*(4 (Dec., 1944)).

Feldstein, M. (1976). Perceived Wealth in Bonds and Social Security: A Comment. *Journal of Political Economy*, *84*(2). https://doi.org/10.1086/260435

Friedman, Milton. (1970). *The counter-revolution in monetary theory: first Wincott Memorial Lecture*. Published for the Wincott Foundation by the Institute of Economic Affairs.

Froyen, R. T. . (2013). *Macroeconomics : theories and policies*. Pearson Education.

Garegnani, P. (1983). Two Routes to Effective Demand: Comment on Kregel. In J. Kregel (Ed.), *Distribution, Effective Demand and International Economic Relations*. Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-031-23643-3_12

Goodfriend, M., & King, R. G. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics Annual*, *12*. https://doi.org/10.1086/654336

Kaldor, N. (1955). Alternative theories of distribution. *Review of Economic Studies*, *23*(2). https://doi.org/10.2307/2296292

Kalecki, M. (1944). Three ways to full employment. In J. Osiatynski (Ed.), *Collected works of Michal Kalecki V.I. Capitalism: Business cycles and full employment.* Oxford University Press.

Kalecki, M. (1968). The Marxian equations of reproduction and modern economics. *Social Science Information*, *7*(6). https://doi.org/10.1177/053901846800700609

Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. In *The General Theory of Employment, Interest and Money*. MacMillan. https://doi.org/10.4324/9781315270548-13

Kumar, M., Baldacci, E., Schaechter, A., Caceres, C., Kim, D., Debrun, X., Escolano, J., Jonas, J., Karam, P., & Yakadina, I. (2009). *Fiscal Rules—Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances*. https://doi.org/10.5089/9781498335164.007

Lledó, V., Yoon, S., Fang, X., Mbaye, S., & Kim, Y. (2017). *Fiscal Rules at a Glance*. International Monetary Fund.

Lopreato, F. L. C. (2006). *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional* (119).

Lucas, R. E., & Rapping, L. A. (1969). Real Wages, Employment, and Inflation. *Journal of Political Economy*, *77*(5). https://doi.org/10.1086/259559

Minsky, H. P. (1965). Address Presented at a Conference on 'Labor and the War against Poverty''.' *Hyman P. Minsky Archive*, (271).

Modigliani, F. (1944). Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money. *Econometrica*, *12*(1). https://doi.org/10.2307/1905567

Muth, J. F. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, *29*(3). https://doi.org/10.2307/1909635

Pires, M. (2019). Uma análise da regra de ouro no Brasil. *Brazilian Journal of Political Economy*, *39*(1). https://doi.org/10.1590/0101-35172019-2896

Sanches, M. da S. (2020). *Política fiscal e dinâmica do produto: uma análise baseada em multiplicadores fiscais no Brasil* [Mestrado em Ciências – Teoria Econômica]. Universidade de São Paulo.

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1984). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. In *Monetarism in the United Kingdom*. https://doi.org/10.1007/978-1-349-06284-3_2

Serrano, F., & Summa, R. (2012). A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. *Oikos*, *11*(2).

Snowdon, Brian., & Vane, H. R. . (2006). *Modern macroeconomics : its origins, development and current state*. E. Elgar.

Tavares, F. M. M., & Deccache, D. (2023). Democracia, direitos e política fiscal: desafios para a reconstrução democrática brasileira sob o novo marco fiscal. *Ateliê Geográfico*, *17*(3). https://doi.org/10.5216/ag.v17i3.78088

Tavares, M. (2005). Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia e Relaçoes Internacionais*, *4*(7).

Wicksell, K. (1907). The Influence of the Rate of Interest on Prices. *The Economic Journal*, *17*(66), 213. https://doi.org/10.2307/2220665

Woodford, M. (2003). Imperfect Common Knowledge and the Effects of Monetary Policy. In Philippe Aghion, Roman Frydman, Joseph E. Stiglitz, & Michael Woodford (Eds.), *Knowledge, Information, and Expectations in Modern Macroeconomics: In Honor of Edmund S. Phelps*. Princeton University Press. https://doi.org/10.2307/j.ctv18zhdvn.6