

## Uma análise da regra de ouro no Brasil

### *An analysis of Brazilian Golden rule*

MANOEL PIRES\*,\*\*

---

RESUMO: O conjunto de regras fiscais define a operacionalização da política fiscal e como seus objetivos devem ser alcançados. Este artigo tem como objetivo explicar o funcionamento da regra de ouro brasileira e fazer uma avaliação do seu desempenho com base nas suas características e na experiência internacional.

PALAVRAS-CHAVE: Regra de ouro; Sustentabilidade fiscal; Investimentos públicos.

ABSTRACT: Fiscal rules specify the way fiscal policy will achieve their goals. This paper explains the operation of Golden rule in Brazil and evaluates whether the main goals have been achieved looking for its attributes and for the international experience.

KEYWORDS: Golden rule; Fiscal sustainability; Public investments.

JEL Classification: H53; H12; O11.

---

The Golden rule is there is no Golden rule

*George Bernard Shaw (1856-1950)*

### INTRODUÇÃO

A operacionalização da política fiscal – e o alcance dos seus objetivos: crescimento econômico, distribuição de renda, estabilização macroeconômica e controle do endividamento – é realizada por meio de um arcabouço institucional denominado regras fiscais, que dão a orientação econômica da política fiscal. Segundo Symansky e Kopitz (1998), uma regra fiscal, na perspectiva macroeconômica, é tipicamente definida como qualquer tipo de restrição sobre a política fiscal representada por algum indicador de desempenho.

---

\* Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas – IBRE/FGV, Rio de Janeiro – RJ, Brasil. E-mail: mccpires@hotmail.com. Submetido: 1/Dezembro/2017; Aprovado: 10/Julho/2018.

\*\* Faculdade de Economia da Universidade de Brasília – FACE/UnB, Brasília – DF, Brasil. O autor agradece a Rubens Cysne, Rafael Araújo, Seiji Fetter, Pedro Rubin e aos comentários de um parecerista anônimo. Erros e omissões remanescentes são de responsabilidade do autor.

O interesse nas regras fiscais no mundo tem crescido bastante em função da deterioração fiscal observada ao longo dos anos 1990, em um fenômeno que ficou conhecido como *deficit bias*, e posteriormente, a partir de 2008, em decorrência do impacto fiscal causado pela crise financeira, tal como documentado em Pires (2017).

No Brasil, esse debate tem crescido de importância por conta da introdução do teto de despesas na Constituição Federal a partir da Emenda Constitucional nº 95 e das dificuldades recentes de se cumprir a regra de ouro.

A necessidade de se rediscutir as regras fiscais brasileiras, na hipótese apresentada por Pires (2016) de que o teto de despesas tenha que ser alterado e na impossibilidade de cumprimento da regra de ouro, torna importante uma radiografia abrangente das atuais regras fiscais e de uma melhor clareza das alternativas disponíveis.

Este artigo apresenta uma contribuição à discussão da regra de ouro no Brasil. Para tanto, possui quatro seções além desta introdução. Na próxima seção, apresenta-se o funcionamento da regra de ouro, seus principais conceitos e suas condições de estabilidade para a dívida. Na sequência, explicam-se os métodos de acompanhamento e avaliação. A quarta seção apresenta uma análise da experiência internacional a partir dos casos do Reino Unido e da Alemanha. Por fim, seguem as principais conclusões.

## A REGRA DE OURO NO BRASIL

A regra de ouro está definida no artigo 167 da Constituição Federal, da seguinte forma:

Art. 167. São vedados:

III – 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, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta;

Em relação ao texto constitucional acima descrito cabe discutir dois pontos: (i) ao mencionar o termo despesa de capital, a Constituição Federal incluiu as despesas de capital em seu sentido mais abrangente, envolvendo: investimentos, inversões financeiras e amortizações da dívida pública; e (ii) essa restrição pode ser suspensa mediante autorização do Congresso Nacional.

A utilização do conceito mais amplo para as despesas capital possui implicações importantes. Para discuti-las há que se entender a importância da regra de ouro para as finanças públicas.

O princípio econômico que justifica essa regra é que o investimento, ao aumentar o estoque de capital público, beneficia várias gerações e não apenas a geração presente sobre a qual recai o ônus de financiar aquele investimento realizado.

Dessa forma, é desejável que os custos do financiamento desse investimento sejam absorvidos pelas várias gerações beneficiadas e não somente pela geração presente.

Existe uma discussão relevante sobre o conceito de investimento mais adequada a ser utilizado: (i) se líquido ou bruto, (ii) se o conceito deve incluir todas as formas de despesa de capital (inversões financeiras e amortizações). Além disso, é possível defender que outros tipos de despesa possuem características similares ao investimento como educação e C&T, que também beneficiam várias gerações.

Uma segunda razão é que o investimento público possui um elevado efeito multiplicador. Dessa forma, é um item da despesa mais próximo de ser autofinanciável pela via do crescimento econômico, de modo que a sua expansão não criaria tantos riscos para a sustentabilidade fiscal. Isso é tão mais verdade quanto melhor for a carteira de projetos de investimento em execução<sup>1</sup>.

Por fim, a literatura de economia do setor público destaca que as sociedades democráticas produzem um viés contra o investimento público ao favorecer o crescimento das despesas correntes, através da expansão de programas associados à seguridade social (Persson e Tabelini, 2002). Nesse sentido, uma regra de ouro tende a contrapor esse viés, pois exclui esse item de despesa da restrição orçamentária do governo.

É importante ter em perspectiva os efeitos da ampliação dos conceitos aplicáveis à regra de ouro sobre a dinâmica da dívida. Do ponto de vista matemático, a regra de ouro se vincula com o conceito de poupança em conta-corrente do governo. Para verificar isso, defina-se a seguinte relação:

$$D_t = GC_t + I_t^P + rB_{t-1} - T_t - \vartheta K_{t-1}^P \quad (1)$$

onde  $D_t$  representa o déficit nominal,  $GC_t$  são as despesas correntes,  $I_t^P$  é o investimento público,  $rB_{t-1}$  reflete a despesa com o pagamento de juros ( $r$ ) da dívida pública ( $B_t$ ),  $T_t$  representa a receita com impostos e  $\vartheta$  representa o retorno bruto sobre o capital público ( $K_{t-1}^P$ ).

Ao se excluir os investimentos públicos de (1), tem-se o que é conhecido em finanças públicas como poupança em conta-corrente do governo ( $S_t^P$ ):

$$S_t^P = T_t + \vartheta K_{t-1}^P - rB_t - GC_t \quad (2)$$

que possui interpretação direta das Contas Nacionais como medida de esforço de poupança para o financiamento dos investimentos.

Para mostrar como esse conceito se encaixa na discussão de sustentabilidade da dívida pública ( $B_t$ ), é importante definir sua evolução no tempo da seguinte forma<sup>2</sup>:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + GC_t + I_t^P - T_t - \vartheta K_{t-1}^P \quad (3)$$

<sup>1</sup> Ver Aschauer (1989) e Pires (2017).

<sup>2</sup> Essa derivação adapta os conceitos e conclusões apresentados em Blanchard e Giavazzi (2004).

Assim, dividindo essas variáveis pelo PIB e subtraindo  $B_{t-1}$  dos dois lados da equação, é possível reescrever (3), da seguinte forma:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{(r-n)B_{t-1}}{(1+n)Y_{t-1}} + \frac{GC_t + I_t^p - T_t}{Y_t} - \frac{\vartheta K_{t-1}^p}{(1+n)Y_{t-1}} \quad (4)$$

onde  $n$  representa a taxa de crescimento da economia.

Para simplificar a notação podemos redefinir uma variável em proporção do PIB da seguinte forma:  $\frac{X_t}{Y_t} = x_t$  e daí podemos reescrever (4):

$$b_t - b_{t-1} = \frac{(r-n)}{(1+n)}b_{t-1} + gc_t + i_t^p - t_t - \frac{\vartheta k_{t-1}^p}{(1+n)} \quad (4')$$

Se a taxa de juros for superior à taxa de crescimento da economia, é necessário que o resultado primário – a parte do resultado fiscal que desconsidera as despesas com juros – seja positivo em montante adequado para manter a estabilidade ou queda da dívida pública. Em caso contrário, é possível observar déficits primários moderados com uma situação de endividamento bem administrada.

Para realizar a análise de sustentabilidade, vamos supor inicialmente que o governo produza um déficit nominal igual a zero, ou seja:

$$\frac{r}{(1+n)}b_{t-1} + gc_t + i_t^p - t_t - \frac{\vartheta k_{t-1}^p}{(1+n)} = 0 \quad (5)$$

de forma que, ao substituir em (4'), temos:

$$b_t - b_{t-1} = -\frac{n}{(1+n)}b_{t-1} \quad (6)$$

e nessa situação a dívida como proporção do PIB é sustentável.

Como é usual nos cálculos econômicos das empresas, suponha-se que se incluam apenas os gastos correntes acrescidos da depreciação e dos custos de manutenção do estoque de capital público ( $\delta$ ), sem considerar os investimentos nestes gastos. Assim podemos decompor os investimentos da seguinte forma:

$$I_t^p = I_t^{p,liq} + \delta K_{t-1}^p \quad (7)$$

Ao se utilizar a regra de orçamento equilibrado incluindo apenas a reposição da depreciação do estoque de capital (ao invés dos investimentos públicos) obtaremos:

$$rB_{t-1} + GC_t - T_t + (\delta - \vartheta)K_{t-1}^p = 0 \quad (8)$$

que em relação ao PIB equivale a:

$$\frac{r}{(1+n)}b_{t-1} + gc_t - t_t + \frac{(\delta - \vartheta)}{(1+n)}k_{t-1}^p = 0 \quad (9)$$

Substituindo na equação (4'), obtemos:

$$b_t - b_{t-1} = -\frac{n}{(1+n)}b_{t-1} + i_t^p - \frac{\delta k_{t-1}^p}{(1+n)} \quad (10)$$

Ao considerar que  $\frac{K_t^p}{Y_t} = \frac{I_t^p}{Y_t} + (1-\delta)\frac{K_{t-1}^p}{Y_t}$  é possível eliminar os dois últimos termos da equação (10). Para isto, basta subtrair  $\cdot k_{t-1}^p$  de ambos os lados da equação:

$$k_t^p - k_{t-1}^p = i_t^p - \frac{\delta}{(1+n)} k_{t-1}^p - \frac{n}{(1+n)} k_{t-1}^p \quad (11)$$

e concluir que:

$$(b_t - b_{t-1}) = (k_t - k_{t-1}) - \frac{n}{(1+n)} (b_{t-1} - k_{t-1}) \quad (12)$$

que converge para zero, se  $b_{t-1} > k_{t-1}$ .

Agora, suponha que o orçamento corrente não precisa mais estar equilibrado, mas que pode ser deficitário para cobrir as amortizações do ano corrente. Nesse caso, a condição (9) é alterada para:

$$\frac{r}{(1+n)} b_{t-1} + g c_t - t_t + \frac{(\delta - \vartheta)}{(1+n)} k_{t-1}^p = \frac{\rho}{(1+n)} b_{t-1} \quad (13)$$

onde  $\rho$  se refere ao percentual vincendo da dívida no período  $t$  e pode variar entre  $[0,1]$ . Quando esse parâmetro é igual à unidade, temos que toda a dívida vence em um único período e quando igual a zero temos a situação anterior dada pela condição (9). Substituindo (13) em (4'), obtém-se:

$$(b_t - b_{t-1}) = (k_t - k_{t-1}) - \frac{n}{(1+n)} (b_{t-1} - k_{t-1}) + \frac{\rho}{(1+n)} b_{t-1} \quad (14)$$

Por (14) não é mais possível assegurar que a dívida é sustentável por conta da possibilidade do último termo levar a uma taxa de crescimento positiva para a dívida. A condição adicional de sustentabilidade é assumir que  $b_t - b_{t-1} = 0$  e assim obter um limite de dívida consistente com a sua estabilidade e com o atendimento da restrição (13):

$$b_{t-1} = \frac{(1+n)}{(n-\rho)} k_t - \frac{1}{(n-\rho)} k_{t-1} \quad (15)$$

que mostra que quanto maior a taxa de crescimento da economia, maior pode ser o nível de dívida consistente com a sua estabilidade. E quanto mais concentrado for o prazo de vencimento da dívida, menor é o nível de dívida. Essa condição é bastante intuitiva, pois quanto menor  $\rho$ , mais restritiva se torna a condição (13), de modo a levar o governo a produzir um déficit em conta-corrente menor.

## COMO AFERIR O CUMPRIMENTO DA REGRA DE OURO E MEDIDAS DE ACOMPANHAMENTO

Além do texto constitucional que definiu a regra de ouro como uma restrição ao crescimento da dívida, a Lei Complementar 101, Lei de Responsabilidade Fiscal, determinou em seu artigo 32 que a apuração deveria ser com base em cada exercício financeiro:

Art. 32.....

3º Para fins de atendimento do disposto no inciso III do art. 167 da Constituição

Federal, considerar-se-á, em cada exercício financeiro, o total dos recursos de operações de crédito nele ingressados e o das despesas de capital executadas.”

Por fim, a Resolução do Senado Federal nº 48/2007 esclareceu que a regra de ouro deveria ser cumprida durante a elaboração do orçamento e posteriormente na sua execução, determinando que a regra de ouro deve ser cumprida *ex ante* e *ex post*.

Recentemente, a SPE/MF (2017) divulgou a metodologia de apuração da regra de ouro de maneira transparente, identificando quais despesas e receitas de capital fazem parte do cálculo para aferir seu comportamento.

Pelo lado das despesas, são considerados os investimentos, as inversões financeiras e as amortizações de dívida. Pelo lado das receitas, são consideradas as receitas de operações de crédito descontando os saldos existentes em uma rubrica chamada variação da subconta da dívida, que representa uma conta que armazena recursos não utilizados pelo Tesouro Nacional e, portanto, deve ser descontado<sup>3</sup>.

Com base nessas informações foi possível mensurar o cumprimento da regra de ouro ao longo nos últimos anos. A Tabela 1 mostra a evolução das despesas de capital e as receitas de operações de crédito mostrando o cumprimento da regra em todos os anos.

Nos últimos anos isso tem ocorrido muito em função do crescimento dos valores registrados na variação da subconta da dívida, que mais que decuplicou nos últimos dois anos em relação à média dos anos anteriores. Como essa é uma conta de reserva que tende a ser temporária, muitas dúvidas surgem sobre a capacidade do governo de manter o cumprimento da regra de ouro nos próximos anos.

Além disso, a Tabela 1 mostra que as amortizações da dívida pública respondem pela parte principal das despesas de capital, o que ressalta a importância da análise da seção anterior sobre o efeito de incluir as amortizações no cumprimento da regra e no seu efeito sobre a sustentabilidade<sup>4</sup>.

Como demonstrado, a estabilidade da dívida pública, em um ambiente de regra de ouro, depende do comportamento da poupança em conta-corrente, ou seja, do comportamento do déficit nominal descontando os investimentos públicos. Se esta variável se situar próxima do equilíbrio, a dívida pública deve ser sustentável no tempo. Essa é uma forma indireta de avaliar essa questão<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Na prática funciona da seguinte forma: as receitas das emissões que, porventura, excedem as despesas de capital de determinado exercício são separadas em uma subconta específica da Conta Única, e podem ser utilizadas para amortização da dívida pública em exercícios posteriores. Isso dá mais flexibilidade para a gestão da dívida, que pode acelerar suas emissões de títulos da dívida em momentos mais favoráveis. Mas elas só serão utilizadas na contabilidade da regra de ouro se efetivamente utilizadas.

<sup>4</sup> Seria interessante separar as receitas de emissões entre suas principais contrapartes da despesa. O manual disponibilizado pela SPE não detalha esse procedimento, de modo que isso será feito em pesquisas futuras.

<sup>5</sup> Seria possível incluir pelos menos as inversões financeiras que contribuem para a formação do capital público sem ferir as condições de estabilidade da dívida definidas anteriormente. Mas as principais conclusões não se alteram em função dessa modificação. Dessas inversões, a mais expressiva é a transferência para o BNDES, que corresponde em média a 0,4% do PIB.

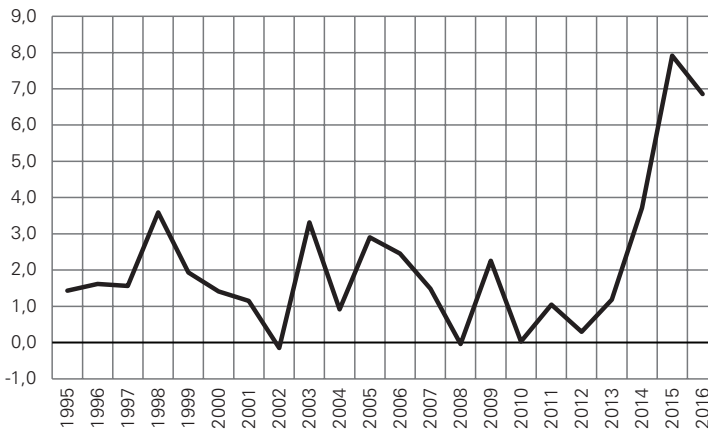
Tabela 1: Cumprimento da regra de ouro (R\$ bilhões)

	Despesas de capital (1)	Investimento (1.1)	Inversões financeiras (1.2)	Amortizações (1.3)	Receitas de operação de crédito (2)	Varição da subconta da dívida (3)	Resultado (1-2+3)
2007	536.7	34.0	30.8	471.9	535.2	9.0	10.5
2008	526.3	36.2	41.2	449.0	409.5	-16.4	100.5
2009	597.9	45.8	34.2	517.9	497.7	94.4	194.6
2010	603.7	53.4	36.2	514.0	502.3	6.0	107.3
2011	667.2	48.4	41.4	577.4	568.0	-7.6	91.5
2012	744.0	66.7	56.8	620.5	553.8	84.8	274.9
2013	712.5	66.7	69.1	576.7	511.8	-41.7	159.1
2014	940.6	56.0	76.1	808.5	831.9	-12.9	95.8
2015	863.6	37.6	72.2	753.9	1,027.7	227.5	63.5
2016	1,039.9	38.1	76.5	925.3	1,047.5	101.9	94.3

Siga Brasil/Senado Federal.

O Gráfico 1 apresenta a evolução do déficit da conta-corrente do governo entre 1995 e 2016 para o Governo Federal, deduzindo os investimentos públicos do déficit nominal. Por este conceito é possível verificar dois fatos: (i) apesar do resultado em conta-corrente ter sido superavitário em poucas ocasiões desde 1995, sempre havia uma tendência de correção desses desvios na direção de se reduzir o déficit e, portanto, na direção da sustentabilidade; (ii) essa tendência mudou a partir de 2014 quando o déficit aumentou bastante em decorrência, principalmente, da queda das receitas durante a crise.

Gráfico 1: Déficit em conta-corrente do Governo Federal (% do PIB)



Fontes: BCB e Siga Brasil/Senado Federal.

A ampliação do déficit em conta-corrente nos últimos três anos da análise coloca uma série de desafios para a regra de ouro em período recessivos. O ajuste necessário para o cumprimento da regra, no seu conceito mais estrito para assegurar a sustentabilidade da dívida, seria em torno de 7% do PIB. Considerando a metodologia atual, o ajuste poderia chegar a 2,5% do PIB a depender do comportamento da subconta da dívida, caso retorne a patamares próximos dos observados anteriormente. Nesse último caso, apesar desse ajuste, não seria possível garantir a sustentabilidade da dívida.

Assim, o cumprimento da regra de ouro exige uma série de medidas draconianas de reequilíbrio fiscal. Por conta disso, tem sido comum observar mudanças na regra ou mesmo o seu abandono, razão pela qual é importante analisar a experiência disponível sobre essa situação.

## ALGUMAS LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA DO REINO UNIDO E DA ALEMANHA PARA O BRASIL

Em função do fato da regra de ouro no Brasil não assegurar a sustentabilidade da dívida e das circunstâncias econômicas geradas pela crise, é importante avaliar como o processo de ajuste das regras fiscais ocorreu em períodos de crise econômica. Para fazer esse balanço, duas experiências são relevantes porque possuem elementos muito próximos à realidade brasileira: (i) Reino Unido e (ii) Alemanha.

O Reino Unido adotou a regra de ouro como instrumento de controle para a dívida pública em 1997, assim que Gordon Brown ascendeu como primeiro-ministro britânico. No caso britânico, era possível se endividar apenas para novos investimentos no conceito líquido, isto é, descontando-se a depreciação do estoque de capital, mas sem incorporar despesas com amortização da dívida.

Uma outra definição importante era que a regra considerava o ciclo econômico, ou seja, era possível descumprir a regra ao longo do exercício orçamentário, mas ela deveria ser verificada nesse período mais longo, o que cria mais flexibilidade para o funcionamento da política fiscal<sup>6</sup>.

Com essas diferenças em relação à regra de ouro brasileira, entre 1997 e 2008 a dívida líquida britânica manteve-se em patamares estáveis e abaixo do limite informal de 40% do PIB<sup>7</sup>. Ademais, a correlação entre investimento e o endividamento líquido aumentou após a adoção da regra, o que permitiu sua expansão

---

<sup>6</sup> Algumas críticas sobre o período de cumprimento nesse caso estão associadas à dificuldade de se definir período do ciclo econômico, além de erros de previsão inerentes ao PIB potencial. Para maiores detalhes, ver Crawford, Emmerson e Tetlow (2011).

<sup>7</sup> Esse limite informal de 40% para a dívida líquida ficou conhecido como regra de endividamento sustentável.



depois de um longo período de contração dos investimentos públicos (Crawford, Emmerson e Tetlow, 2011)<sup>8</sup>.

Com a crise financeira internacional o déficit se elevou bastante, saindo de um resultado nominal positivo de 3,4% do PIB em 2007 para um déficit de 4% do PIB em 2011. Em semelhança ao caso brasileiro, a manutenção da regra de ouro requeria a adoção de medidas draconianas para manter seu cumprimento (Chote, Emmerson e Tetlow, 2009).

Para evitar uma situação como essa, a regra de ouro foi alterada para permitir que o orçamento fiscal absorvesse esses choques. Assim, em 2008 a regra fiscal foi alterada para uma regra fiscal mais flexível:

To set policies to improve the cyclically-adjusted current budget in each year, once the economy emerges from the downturn, so it reaches balance and debt is falling as a proportion of GDP once the global shocks have worked their way through the economy in full (2008, HM Treasury).

Com base nessa alteração foi possível adotar uma estratégia gradual de reequilíbrio fiscal. Passada a fase mais crítica da crise, o governo britânico criou duas inovações institucionais: (i) o Office for Budget Responsibility (OBR), um órgão independente que faz projeções fiscais; e (ii) o Charter for Budget Responsibility (CBR), que é o novo conjunto de regras fiscais que opera atualmente.

O Charter for Budget Responsibility é um contrato aprovado pelo Parlamento que define as metas fiscais do governo. Nesse contrato são definidos os objetivos para a política fiscal, inclusive para a dívida pública, e requerimentos mínimos para a elaboração do orçamento.

No CBR de 2014, por exemplo, ficou definido que os objetivos seriam: (i) atingir um resultado ciclicamente ajustado previamente definido ao longo de uma janela de cinco anos, (ii) a dívida líquida em percentual do PIB deve ser reduzida em 2015-16<sup>9</sup>.

A experiência britânica com a regra de ouro indica que é importante alterar a âncora da política fiscal quando as condições que a introduziram se alteram de modo substantivo para evitar a adoção de medidas drásticas.

A experiência alemã, por sua vez, traz elementos importantes para a discussão brasileira por razões distintas da britânica. Ao longo dos anos foi criado o consen-

---

<sup>8</sup> Existem críticas em relação à regra de ouro britânica muito associada a questões operacionais tais como a definição do ciclo econômico e da verificação de erros de previsão do cenário macroeconômico *ex post*.

<sup>9</sup> Posteriormente, definiu-se que os gastos sociais devem se manter abaixo de um limite preestabelecido. Os limites em si não foram definidos no CBR, mas posteriormente pelo Tesouro Britânico com base nas projeções fiscais apresentadas ao Parlamento. Para maiores detalhes, ver HM Treasury (2014). A regra para a dívida foi alterada em 2015 empurrando a meta para um ano à frente.

so de que a regra de ouro não cumpriu seus objetivos de assegurar maior investimento público, tampouco de controlar a expansão da dívida pública.

A Alemanha adotou a regra de ouro na sua Constituição Federal em 1969. Nesse caso, o limite de cumprimento era o exercício financeiro. Mas havia a possibilidade de exceções em situações de “distúrbios no equilíbrio macroeconômico”, uma definição muito imprecisa. Com efeito, diferentemente do caso britânico, a regra de ouro alemã não impediu a dívida pública de crescer de 17,5% do PIB quando foi adotada para ultrapassar 60% do PIB a partir de 2002 (Federal Ministry of Finance, 2009).

Dentre as razões para a dificuldade de controlar a dívida pela regra de ouro no modelo alemão estão: (i) a dificuldade para exercer o controle *ex post* da regra cuja observância só era requerida no momento de elaboração do orçamento; (ii) aplicação recorrente das excepcionalidades; (iii) o processo de unificação da Alemanha; e (iv) a falta de sanções ou de condições adicionais que assegurem a sustentabilidade (Baumann e Kastrop, 2007).

A percepção de que a regra de ouro não estava funcionando na Alemanha levou gradativamente à crença de que era importante modificá-la para que ela pudesse ser mais efetiva em controlar o crescimento da dívida. A crise financeira internacional em 2008 acabou sacramentando uma oportunidade para essa alteração.

Para estudar essa possibilidade foi criado um grupo de trabalho com o objetivo de propor uma regra alternativa. Dessa forma, em 2011, a regra de ouro alemã foi alterada para uma regra de limite ao endividamento. Por essa regra, o déficit nominal estrutural (ajustado pelo ciclo econômico) estaria limitado a 0,5% do PIB, sendo 0,35% para o Governo Central e 0,15% para os governos regionais.

Uma inovação importante nessa regra é a criação de uma conta-corrente em que desvios da meta possam ser compensados ao longo dos anos. Dessa forma, um excedente gerado em um ano específico pode ser utilizado para compensar uma frustração dessa meta em outro ano. A Tabela 2 resume as principais diferenças entre a regra de ouro do Brasil, do Reino Unido e da Alemanha.

A lição fundamental desses casos parece estar relacionada com o fato de que as regras fiscais precisam ser alteradas quando as condições que as justificaram não estão mais presentes ou quando as mesmas se mostram ineficazes em atingir seus objetivos. Nesse sentido, há que se ressaltar que em ambos os casos analisados a substituição da regra de ouro veio acompanhada de uma regra fiscal alternativa que pudesse oferecer uma âncora para a política fiscal, com uma nova trajetória de sustentabilidade.

Tabela 2: Comparativo dos principais aspectos da regra de ouro em países selecionados

	Brasil	Reino Unido	Alemanha
Instrumento legislativo	Constituição Federal	Legislação orçamentária	Constituição Federal
Conceito de investimento	Investimentos, inversões e amortizações	Investimentos líquidos	Investimentos sem depreciação
Período de cumprimento	Anual	Ciclo Econômico	Anual
Momento do cumprimento	Elaboração e execução do orçamento	Elaboração e execução do orçamento	Elaboração do orçamento
Nova regra	Mantém a regra de ouro	Objetivos qualitativos para a dívida definidos para além do ano calendário	Déficit estrutural limitado a 0,5% do PIB ao ano

## CONCLUSÕES

Este artigo teve como objetivo contribuir para o entendimento da regra de ouro no Brasil bem como sua efetividade e os desafios impostos ao seu cumprimento em função da recessão ocorrida no período 2014-16. Nesse sentido, foi possível observar que a regra de ouro brasileira não assegura, por conta própria, a sustentabilidade da dívida pública e que, ao mesmo tempo, o seu cumprimento deve exigir medidas de ajuste fiscal com elevado custo para a sociedade.

Com efeito, a experiência internacional sugere que, nessa situação, a regra de ouro deve ser modificada por uma regra alternativa que possa assegurar uma trajetória de sustentabilidade da dívida levando em conta as condições econômicas do momento. Como lembrado na epígrafe deste artigo, mais importante que a convenção de um momento é saber aonde queremos chegar.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aschauer, D. (1989). "Is public expenditure productive?" *Journal of Monetary Economics*, 23, 2, pp. 177-220.
- Baumann, E. e Kastrop, C. (2007). "A new budget rule for Germany". *Fiscal Policy: Current Issues and Challenges*. Banca d'Italia.
- Blanchard, O e Giavazzi, F (2004). "Improving the SGP through a proper accounting of public investment". *Centre for Economic Policy Research*, London.
- Chote, R., Emmerson, C. e Tetlow, G. (2009). "The fiscal rules and policy framework". *The IFS Green Budget*. The Institute for Fiscal Studies.
- Federal Ministry of Finance (2009). "Reforming the constitutional budget rules in Germany. Deficit rule reform team. September.
- Federal Ministry of Finance (2015). "Germany's Federal Debt Brake". Berlin.
- HM Treasury (2008). "Facing global challenges". Pre-budget report. London: The Stationery Office, HC61.
- HM Treasury (2014). "Charter for budget responsibility: Autumn Statement 2014 update". December.
- Crawford, R., Emmerson, C., Tetlow, G. (2011). "The new fiscal framework: an assessment". *The IFS Green Budget*. Institute for Fiscal Studies.
- Kopits, G. e Symansky, S. (1998). Fiscal policy rules. *IMF occasional paper*, 162.
- Persson e Tabellini (2002). "Political economics: explaining economic policy". *Southern Economic Journal*, vol. 68, no 3.
- Pires, M. (2016). "Análise da PEC 55". *Carta de Conjuntura IPEA*, nº 33.
- Pires, M. (2017). *Política Fiscal e Ciclos Econômicos: Teoria e a Experiência Internacional*. Ed. Campus Elsevier.
- SPE (2017). Tutorial para a regra de ouro. *Secretaria de Política Econômica*, Ministério da Fazenda.

