

## Uma análise da regra de ouro no Brasil

*The Golden rule is there is no Golden rule*

*George Bernard Shaw (1856-1950)*

Manoel Pires<sup>1</sup>

### 1. Introdução

A operacionalização da política fiscal e o alcance dos seus objetivos: (i) crescimento econômico, (ii) distribuição de renda, (iii) estabilização macroeconômica e; (iv) controle do endividamento é realizado 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.

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

---

<sup>1</sup> Pesquisador Associado da FGV/IBRE. O autor agradece o suporte financeiro oferecido pela EPGE/FGV para a realização dessa pesquisa. Agradeço a colaboração de Pedro Rubin, mas erros e omissões remanescentes são de minha inteira responsabilidade.

Emenda Constitucional nº95 e das dificuldades recentes de se cumprir a regra de ouro.

A necessidade de se rediscutir as regras fiscais brasileiras ficou mais clara após a recessão que produziu um impacto forte sobre as contas públicas. Assim, torna-se importante uma radiografia abrangente das atuais regras fiscais e de uma melhor clareza das alternativas disponíveis para que seja possível reconduzir a trajetória fiscal de volta à sustentabilidade.

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

## 2. 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 e; (ii) essa restrição pode ser suspensa para abertura de créditos suplementares ou especiais 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 público, 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 na forma de impostos. Dessa forma, é desejável que os custos do financiamento desse tipo de despesa sejam absorvidos pelas várias gerações beneficiadas e não somente pela geração presente.

Existe uma discussão relevante sobre o conceito de investimento mais adequado 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 argumentar que outros tipos de despesa possuem características similares ao investimento como educação e C&T que também beneficiam várias gerações e que, portanto, poderiam ser financiados via dívida.

Uma segunda razão é que o investimento público possui um elevado efeito multiplicador. Dessa forma, é um item da despesa com maior impacto sobre o crescimento econômico de forma que a sua expansão não criaria riscos diretos ou permanentes para a

sustentabilidade fiscal. Isso é tão mais verdade quanto melhor for a carteira de projetos de investimento em execução<sup>2</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 a seguinte relação:

$$D_t = G_t - T_t \quad (1)$$

onde  $D_t$  representa o déficit nominal,  $G_t$  são as despesas totais e  $T_t$  representa a receita com impostos e outras fontes de recursos de que dispõe o governo. Ao separar as despesas com investimento público ( $I_t^P$ ) e as despesas com o pagamento de juros ( $rB_t$ ) das despesas totais, obtém-se a equação (2):

$$D_t = rB_t + GC_t + I_t^P - T_t \quad (2)$$

onde  $GC_t$  representa os gastos correntes, exclusive de pagamento de juros.

Ao se excluir os investimentos públicos de (2), tem-se o que é conhecido em finanças públicas como poupança em conta corrente do governo ( $S_t^P$ ):

$$S_t^P = rB_t + GC_t - T_t \quad (3)$$

---

<sup>2</sup> Ver Aschauer (1989) e Pires (2017).

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:

$$B_t = (1 + r)B_{t-1} + GP_t - T_t \quad (4)$$

onde  $r$  é a taxa real de juros que incide sobre o estoque da dívida e  $GP$  representa o gasto primário do governo (que difere do gasto nominal pela exclusão das despesas com juros e encargos da dívida).

Assim, dividindo essas variáveis pelo PIB é possível reescrever (4), da seguinte forma:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - n) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{GP_t - T_t}{Y_t} \quad (5)$$

onde  $n$  representa a taxa de crescimento da economia<sup>3</sup>.

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

Em consonância com Blanchard e Giavazzi (2004), a equação (5) pode ser estendida a partir da decomposição das despesas com investimento público, os gastos correntes, a taxa bruta financeira de retorno do capital público ( $\vartheta$ ) e o estoque de capital público ( $K_t^P$ ), e tem-se a seguinte restrição orçamentária do governo<sup>4</sup>:

---

<sup>3</sup> Nesse caso,  $Y_t = (1 + n)Y_{t-1} e^{\frac{(1+r)}{(1+n)}} \approx (1 + r - n)$ .

<sup>4</sup> Para a passagem da equação (5) para a equação (6), define-se que o gasto primário é decomposto pela diferença entre gastos correntes e investimentos e que a receita total do governo pode ser decomposta em receitas correntes e receita com a remuneração dos ativos. Nesse caso,  $T$ , pode ser interpretado

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - n) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{I_t^P}{Y_t} + \frac{GC_t - T_t}{Y_t} - \vartheta \frac{K_t^P}{Y_t} \quad (6)$$

É válido destacar que, de uma forma geral,  $\vartheta < r$ . Ou seja, geralmente a taxa de retorno financeiro é menor que o custo de financiamento do projeto. No entanto, uma característica comum aos projetos públicos é que a externalidade social seja superior a externalidade privada. Mesmo assim, este projeto pode ser realizado porque os ganhos para a economia como um todo são superiores aos custos.

Supondo que o governo possui poupança em conta corrente equilibrada, temos que:

$$r \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{I_t^P}{Y_t} + \frac{GC_t - T_t}{Y_t} - \vartheta \frac{K_t^P}{Y_t} = 0 \quad (7)$$

de forma que, ao substituir em (6), temos:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = -n \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \quad (8)$$

e nessa situação a dívida como proporção do PIB converge eventualmente para a estabilidade.

Suponha, agora, a inclusão apenas dos gastos correntes acrescidos da depreciação e dos custos de manutenção do estoque de capital público ( $\delta$ ), sem considerar os investimentos nestes gastos. Ao se utilizar a regra de orçamento equilibrado apenas com esses gastos obtemos:

$$r \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{GC_t - T_t}{Y_t} + (\delta - \vartheta) \frac{K_t^P}{Y_t} = 0 \quad (9)$$

Ao considerar que  $\frac{K_t^P}{Y_t} - \frac{K_{t-1}^P}{Y_{t-1}} = \frac{I_t^P}{Y_t} - \delta \frac{K_t^P}{Y_t}$  e substituindo (9) em (6)

conclui-se que:

$$\left( \frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) - \left( \frac{K_t^P}{Y_t} - \frac{K_{t-1}^P}{Y_{t-1}} \right) = -n \left( \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} - \frac{K_{t-1}^P}{Y_{t-1}} \right) \quad (10)$$

---

como as receitas líquidas dessa remuneração. A notação será mantida em  $T$  por questões de simplificação.

que eventualmente converge para zero, sem importar o nível inicial de dívida.

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 (7) é alterada para:

$$r \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{GC_t - T_t}{Y_t} + (\delta - \vartheta) \frac{K_t^P}{Y_t} = \rho \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \quad (11)$$

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 é igual a zero temos a situação anterior em que as despesas com amortizações não estão incluídas na regra. Substituindo (11) em (6), obtém-se:

$$\left( \frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} \right) - \left( \frac{K_{t-1}^P}{Y_t} - \frac{K_{t-1}^P}{Y_{t-1}} \right) = (\rho - n) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} - n \frac{K_{t-1}^P}{Y_{t-1}} \quad (12)$$

Por (12) não é mais possível assegurar que a dívida é sustentável. Uma condição suficiente para atestar a sustentabilidade da dívida é quando  $\rho < n$ .

A condição necessária é que:  $\frac{\rho - n}{n} < \frac{K_{t-1}^P}{B_{t-1}}$ , o que significa dizer que o estoque de capital público tem que ser muito elevado a ponto de compensar o diferencial entre a amortização e o crescimento econômico. Isto é tão mais difícil quanto maior for a concentração de prazos dos vencimentos da dívida pública. Dessa forma, ao ampliar demais o conceito de investimento, a regra de ouro não assegura a sustentabilidade da dívida pública.

A equação (12) tem outra questão interessante que é introduzir a gestão da dívida como condição relevante para a sustentabilidade fiscal. Quando a dívida possui um perfil bastante longo de modo que  $\rho < n$  é

possível obter déficits em conta corrente sem afetar a sustentabilidade da política fiscal, por exemplo.

A suspensão temporária da regra de ouro é um dado importante que confere flexibilidade como é recomendando pela experiência internacional. Cabe mencionar, no entanto, que faz mais sentido a possibilidade de suspender a regra para abertura de créditos extraordinários ao invés dos créditos suplementares ou especiais<sup>5</sup>.

### 3. 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 de forma ex post. O instrumento utilizado para isso são os Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária. Pela LRF, em caso de descumprimento, a despesa deve ser

---

<sup>5</sup> Os créditos extraordinários decorrem daquelas despesas imprevistas como aquelas decorrentes de catástrofes naturais. Os créditos suplementares decorrem de ampliação de despesas cotidianas, mas que por conta de algum tipo de erro de previsão pode ter ficado sub orçada.

cancelada, amortizada ou se constitui uma reserva no montante do excesso.

Ocorre que é possível, em alguns casos, aferir o descumprimento da regra de ouro apenas posteriormente ao exercício quando não seria mais possível adotar essas medidas. Segue, portanto, que tal ocorrência poderia configurar crime de responsabilidade, com afastamento do Presidente da República, uma punição que é desproporcional aos objetivos da regra que deveria se concentrar em criar mecanismos de correção dos desvios.

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 das receitas<sup>6</sup>.

Com base nessas informações foi possível mensurar o cumprimento da regra de ouro ao longo nos últimos anos (Tabela 1). Chama atenção o crescimento dos valores registrados na variação da subconta da dívida que mais que decuplicou nos últimos dois anos em relação à média dos anos

---

<sup>6</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.

anteriores, que mostra um crescimento substancial das receitas com operações de crédito.

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

	Despesas de capital	Receitas de operação de crédito	Varição da subconta da dívida	Resultado
2007	536,7	535,2	9,0	10,5
2008	526,3	409,5	-16,4	100,5
2009	597,9	497,7	94,4	194,6
2010	603,7	502,3	6,0	107,3
2011	667,2	568,0	-7,6	91,5
2012	744,0	553,8	84,8	274,9
2013	648,8	511,8	-41,7	95,4
2014	940,6	831,9	-12,9	95,8
2015	863,6	1.027,7	227,5	63,5
2016	1.039,9	1.047,5	101,9	94,3

Fonte: Siga Brasil/Senado Federal.

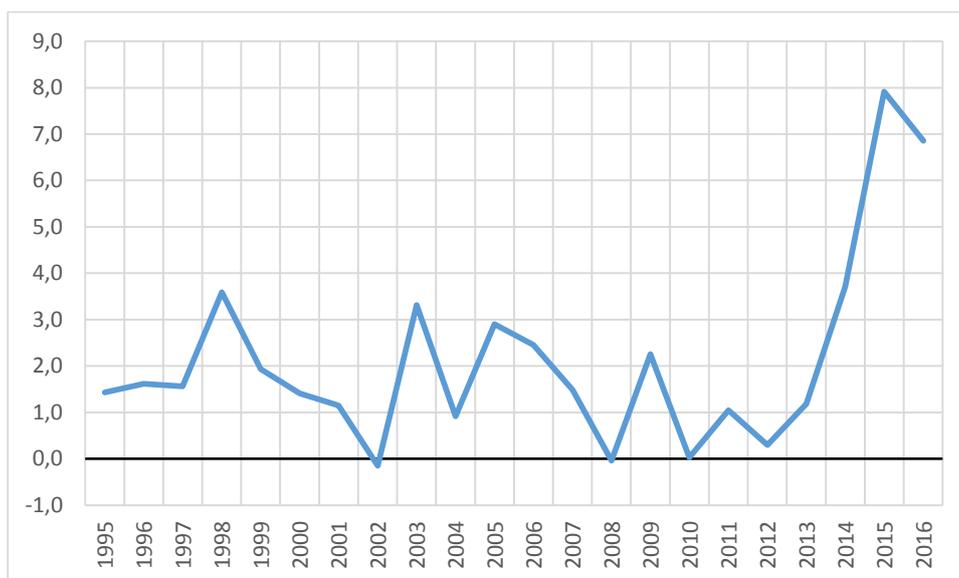
Como demonstrado, a estabilidade da dívida pública, em um ambiente de regra de ouro, depende do comportamento da poupança em conta corrente, ou seja, do comportamento do déficit nominal descontando os investimentos públicos. Se esta variável se situar próxima do equilíbrio, a dívida pública deve ser sustentável no tempo. Esta é uma forma indireta de avaliar a regra de ouro<sup>7</sup>.

O Gráfico 1 apresenta a evolução em termos de déficit da conta corrente do governo entre 1995 e 2016. 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,

<sup>7</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.

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 (% do PIB)



Fonte: 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 períodos 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<sup>8</sup>.

Em função da grandeza do ajuste, 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

<sup>8</sup> Essa medida exagera a questão, pois o resultado primário de equilíbrio é inferior ao necessário para obtermos uma poupança em conta corrente equilibrada. Atualmente, o resultado primário de equilíbrio está próximo de 1% do PIB, o que implica um ajuste de 4% do PIB partindo de um déficit de 3% do PIB. Dessa forma, além de draconiano o ajuste requerido pela regra de ouro é muito além do necessário.

abandono, razão pela qual é importante analisar a experiência disponível sobre essa situação.

#### 4. 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 atuais, 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 experiência brasileira: (i) o Reino Unido e; (ii) a 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 a depreciação do estoque de capital, mas sem incorporar despesas com amortização da dívida.

Outra definição importante era que a regra considerava o ciclo econômico, ou seja, era possível descumprir a regra ao longo do exercício orçamentário, mas que ela deveria ser verificada nesse período mais longo, o que cria mais flexibilidade para o funcionamento da política fiscal<sup>9</sup>.

---

<sup>9</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).

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>10</sup>. Ademais, a correlação entre investimento e o endividamento líquido aumentou após a adoção da regra, o que permitiu sua expansão depois de um longo período de contração dos investimentos públicos (Crawford, Emmerson e Tetlow, 2011)<sup>11</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

---

<sup>10</sup> Esse limite informal de 40% para a dívida líquida ficou conhecido como regra de endividamento sustentável.

<sup>11</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.

criou duas inovações institucionais: (i) o Office for Budget Responsibility (OBR), um órgão que faz projeções fiscais de forma independente, e; (ii) o Charter for Budget Responsibility (CBR) que é o novo conjunto de regras fiscais que opera atualmente.

O CBR 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>12</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 um consenso 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

---

<sup>12</sup> Posteriormente, definiu-se que os gastos sociais devem se manter abaixo de um limite pré-estabelecido. 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.

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 e; (ii) aplicação recorrente das excepcionalidades, (iii) o processo de unificação da Alemanha ocidental e oriental 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 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 dessa 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.

Tabela 2 - Comparativo da regra de ouro e regra vigente – países selecionados

	Brasil	Reino Unido	Alemanha
Instrumento legislativo	Constituição Federal	Legislação orçamentária	Constituição Federal
Conceito de investimento	Investimentos, inversões e amortizações	Investimentos líquido	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	N.A.	Objetivos qualitativos para a dívida definidos para além do ano calendário	Déficit estrutural limitado a 0,5% do PIB ao ano

A lição fundamental desses casos parece estar relacionada com o fato de que as regras fiscais precisam ser alteradas quando as condições que a 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.

## 5. Conclusões

Esse 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, assegurar mecanismos de cumprimento, flexibilidade e, em caso de descumprimento, sanções equilibradas e na direção do objetivo da regra. Como lembrado na epígrafe desse artigo, mais importante do que a convenção de um momento é saber onde queremos chegar.

## Referências

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.