

REGRA DE OURO

O Tesouro Nacional, por meio deste informe, busca divulgar informações a respeito de um assunto muito importante para as finanças públicas e bastante discutido atualmente, a chamada “Regra de Ouro”. Esta regra está definida no art. 167, inciso III, da Constituição Federal, transcrito abaixo:

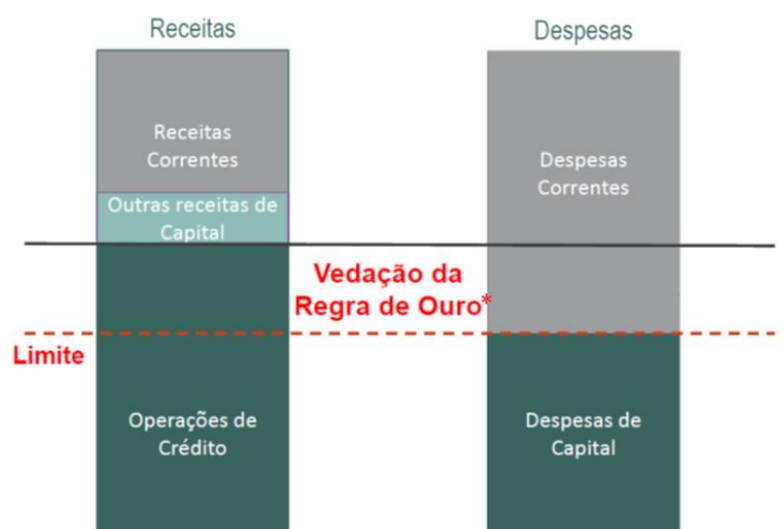
“Art. 167. São vedados:

...

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 outras palavras, a Regra de Ouro busca evitar o uso de recursos provenientes de dívida para o pagamento de despesas correntes. A legislação complementar (Lei de Responsabilidade Fiscal) estabeleceu que o cumprimento dessa regra deve ser aferido em bases anuais. Ou seja, ao final de cada exercício financeiro verifica-se o efetivo cumprimento da regra, que se dá se o total de operações de crédito for igual ou menor do que as despesas de capital:



* ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.

Há um caso especial na apuração das operações de crédito. Uma parte dos recursos oriundos dessas operações, mais especificamente, da emissão de títulos públicos, não é utilizado imediatamente para financiar despesas. Esses recursos ficam acumulados em caixa específico da dívida pública, para garantir liquidez e segurança para o pagamento de dívidas vincendas. Entendendo essa natureza diversa, o Senado Federal estabeleceu¹ que as receitas das operações de crédito efetuadas no contexto da gestão da dívida pública mobiliária federal somente serão consideradas no exercício financeiro em que for realizada a respectiva despesa. Ou seja, somente no momento em que os recursos adicionais

¹ Resolução Nº 48 de 2007, Art. 6º, §4º e §5º

anteriormente acumulados em caixa forem efetivamente usados para financiar despesas é que eles afetarão o cômputo das operações de crédito para fins de cumprimento da Regra de Ouro. Para que seja claramente identificada a parcela do endividamento utilizada para fins de formação de colchão de liquidez, o Tesouro Nacional deve manter os recursos em uma sub-conta específica de sua Conta Única no Banco Central.

Portanto, uma terceira variável que deve ser computada para a apuração da Regra de Ouro, além das despesas de capital e das receitas de operações de crédito, é a variação da sub-conta específica da dívida pública. Dessa forma, para a apuração da Regra de Ouro, as receitas de operações de crédito que ingressaram no ano devem ser subtraídas dessa variação da sub-conta, chegando-se, assim, às receitas de operações de crédito consideradas. Essa variação da sub-conta corresponde, nesse caso, à parcela das receitas que ainda não foram utilizadas.

Apresentamos na sequência os resultados da Regra de Ouro nos últimos anos, bem como as projeções do Tesouro Nacional para este e os próximos 3 exercícios.

Histórico da Regra de Ouro

Historicamente, a Regra de Ouro vem sendo respeitada pela União e o montante de operações de crédito contratadas se realiza em valores inferiores às despesas de capital a cada ano. Isso significa que o governo federal tem alocado recursos oriundos de receitas primárias e receitas financeiras, que não aquelas de operações de crédito, em valores suficientes para cobrir suas despesas de custeio. Logo, numa visão agregada, não houve necessidade de se recorrer a operações de crédito para custear a manutenção da máquina pública federal.

A Tabela 1 mostra a evolução histórica das despesas de capital e das operações de crédito, bem como o cumprimento da Regra de Ouro.

Vale destacar, no entanto, que o cumprimento da Regra de Ouro em 2017 contou com recursos extraordinários que reduziram a necessidade de receitas de operação de crédito. Destaca-se o retorno antecipado pelo BNDES de recursos que o Tesouro Nacional havia emprestado ao banco no valor de R\$ 50 bilhões. Nota-se, portanto, que esses recursos foram fundamentais para o cumprimento da Regra de Ouro no exercício de 2017.

O demonstrativo das Receitas de Operações de Crédito e Despesas de Capital, que publica a apuração da Regra de Ouro, é divulgado sempre ao final do mês seguinte ao encerramento do exercício, no Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO)² de dezembro do respectivo exercício, conforme determinação da LRF.

² <http://www.tesouro.gov.br/web/stn/demonstrativos-fiscais>

Informe Dívida

Tabela 1 – Histórico da apuração da Regra de Ouro – R\$ bilhões a preços correntes

	R\$ bilhões							
	Investimento (I)	Inversão Financeira (II)	Amortização (III)	Despesas de Capital (IV = I + II + III)	Receitas de Operação de Crédito (V)	Varição da sub- conta da Dívida* (VI)	Receitas de Operações de Crédito Consideradas (VII = V - VI)	Margem da Regra de Ouro (IV - VII)
2000	10,10	11,54	344,94	366,59	348,73	n/a	348,73	17,86
2001	14,59	20,53	274,84	309,96	268,67	n/a	268,67	41,28
2002	10,15	21,05	304,87	336,07	285,66	n/a	285,66	50,41
2003	6,47	23,58	462,72	492,77	470,97	n/a	470,97	21,79
2004	10,85	21,58	436,02	468,45	438,03	n/a	438,03	30,42
2005	17,32	21,83	549,11	588,26	587,24	n/a	587,24	1,02
2006	19,61	27,32	497,76	544,69	542,18	n/a	542,18	2,51
2007	34,19	31,21	471,95	537,35	535,40	4,09	531,31	6,04
2008	36,35	41,92	449,07	527,34	409,87	-19,72	429,59	97,76
2009	45,85	34,15	517,91	597,91	497,74	92,33	405,42	192,50
2010	53,36	36,25	514,04	603,65	502,02	-10,32	512,35	91,31
2011	48,43	41,38	577,34	667,15	566,54	0,64	565,90	101,25
2012	66,66	56,79	620,52	743,97	551,44	93,47	457,97	286,00
2013	66,70	69,06	576,74	712,49	508,99	-40,56	549,56	162,93
2014	56,01	76,09	808,54	940,64	828,04	-12,50	840,54	100,10
2015	37,57	72,19	753,87	863,63	1.027,68	226,20	801,48	62,15
2016	38,12	76,48	925,33	1.039,93	1.047,52	93,74	953,78	86,16
2017	45,10	70,86	783,02	898,98	949,15	78,97	870,18	28,80

Fonte: SIAFI (2000 a 2014) e Relatório Resumido de Execução Orçamentária (2015 a 2017). n/a: não se aplica.

* A partir de 2008, a apuração da Regra de Ouro considerou os valores correspondentes às receitas de operações de crédito efetuadas no contexto da gestão da dívida pública mobiliária federal que não foram aplicadas em despesas neste mesmo exercício, tendo seus recursos permanecidos depositados na subconta da dívida, conforme determinação expressa no Art. 6º, §4º e §5º da Resolução do Senado Federal nº 48, de 2007. Estes valores são apresentados nos Relatório Resumido de Execução Orçamentária apenas a partir de 2015.

Projeção para o exercício atual (2018)

Para o exercício de 2018 começam a surgir desafios ainda maiores para o cumprimento da Regra de Ouro. A projeção atual para este ano é de uma insuficiência de R\$ 181,9 bilhões. Essa projeção já contempla uma primeira parcela de R\$ 30 bilhões devolvidos pelo BNDES em abril de 2018, e também a utilização de recursos do Fundo de Fiscalização das Telecomunicações (Fistel). Os detalhes da projeção podem ser vistos na Tabela 2.

Tabela 2 – Suficiência da Regra de Ouro: (Despesa de Capital – Receita com Op. de Crédito)³ – R\$ bilhões a preços correntes

Cenário Atual	2018
Receitas de Operações de Crédito Consideradas (I = a - b)	1.015,6
Receitas de Operações de Crédito do Exercício (a)	1.002,5
Varição de Saldo da sub-conta da Dívida (b)	-13,1
Despesas de Capital (II)	833,8
Investimentos	32,2
Inversões Financeiras	67,8
Amortizações	733,7
Margem da Regra de Ouro (III = II - I)	-181,9

Fonte: SUDIP / STN

³ Cenário interno do Tesouro Nacional, atualizado em maio/2018.

Nota-se, portanto, que, para que a Regra de Ouro seja cumprida neste exercício, uma série de medidas para o seu equacionamento devem ser adotadas. A principal delas, já acordada, é uma devolução de mais R\$ 100 bilhões pelo BNDES ainda este ano. Outras medidas em andamento são a extinção do Fundo Soberano e do Fundo Nacional de Desenvolvimento, o cancelamento de restos a pagar, e medidas para otimização de fontes de recursos e alocação do superávit financeiro de 2017. O cenário com medidas pode ser visto na Tabela 3.

Tabela 3 – Medidas para equacionamento da Regra de Ouro – R\$ bilhões a preços correntes

Medidas de equacionamento	2018
Margem da Regra de Ouro (Cenário atual)	-181,9
BNDES - pagamento antecipado	100,0
Fundo Soberano (FSB)	27,0
Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND)	16,0
Cancelamento de RAP	20,0
Outras*	18,9
Margem da Regra de Ouro (Cenário com medidas)	0,0

Fonte: SUDIP / STN

* Outras medidas incluem otimização de fontes de recursos e alocação do superávit financeiro de 2017, no valor de pelo menos R\$ 18,9 bilhões.

As projeções das receitas de operação de crédito resultam da elaboração de cenários para as emissões de títulos públicos no âmbito da Dívida Pública Federal (DPF). Do lado das despesas de capital, as projeções levam em conta a estrutura de vencimentos da DPF, no caso das amortizações. Já as projeções de investimentos e inversões financeiras são realizadas a partir das séries históricas e de parâmetros macroeconômicos, mantendo-se a aderência ao limite imposto pela EC nº 95/2016, conhecida como Teto do Gasto.

Projeção para os exercícios seguintes (2019 a 2021)

Os desafios para o cumprimento da Regra de Ouro permanecem nos exercícios seguintes. Parte desse cenário desafiador pode ser explicado pela própria expectativa de déficits primários nos próximos anos. Uma previsão de resultado primário negativo afeta a previsão de emissão de dívida para a cobertura desse déficit. O cenário de resultado primário utilizado nas projeções são aqueles constantes no PLDO 2019, e são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Projeção de resultado primário do Governo Central – PLDO 2019 – R\$ bilhões a preços correntes

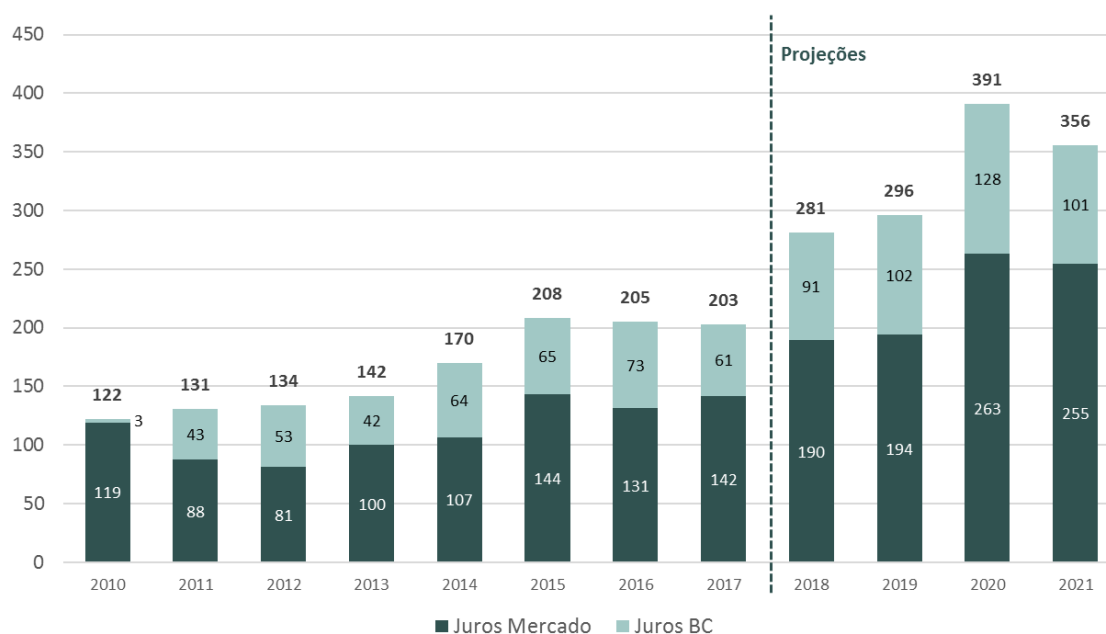
	2019	2020	2021
Resultado Primário - Governo Central	-139,0	-110,0	-70,0

Fonte: Apresentação do PLDO 2019⁴

⁴ <http://www.planejamento.gov.br/noticias/governo-fixa-meta-de-resultado-primario-para-2019-2020-e-2021>

Além disso, não é apenas o déficit primário que pressiona a emissão de dívida para a cobertura de despesas correntes. Os juros da dívida também concorrem com os demais gastos correntes, e na ausência de receitas primárias suficientes, acabam pressionando a utilização de receitas de operação de crédito. Devido ao forte crescimento da dívida pública nos últimos anos, e do perfil de vencimentos, essa conta de juros também vem aumentando, e atingirá valores ainda mais elevados nos próximos anos. A Figura 1 ilustra essa trajetória.

Figura 1 – Despesa com Juros da DPF – títulos em Mercado e na Carteira do Banco Central (BC)⁵ – R\$ bilhões a preços correntes



Fonte: SUDIP/STN

Diante disso, podemos concluir que não é suficiente que o resultado primário fique positivo para que se equacione a utilização de receitas de operação de crédito no montante das despesas de capital. É necessário que esse superávit primário seja suficiente para pagar uma parte significativa dos juros da dívida.

As projeções da despesa com juros levam em conta a dívida já em estoque, bem como cenários para emissões de títulos públicos destinadas ao refinanciamento dos respectivos vencimentos no horizonte das projeções.

É importante frisar que esse cenário de juros para a Regra de ouro depende do fluxo orçamentário de pagamentos de juros, ou seja, dos juros apurados no momento em que serão efetivamente pagos. Essa é uma métrica diferente da apropriação de juros, que os considera à medida que vão sendo incorporados à dívida, e que é a base para as estatísticas fiscais tradicionais, como o resultado nominal.

⁵Essas projeções consideram tanto o estoque atual quanto o planejamento interno de emissões da dívida, bem como o cenário macroeconômico interno da COGEP/STN.

Um dos fatores que explicam as projeções mais elevadas da despesa com juros é o próprio crescimento da dívida. Outro fator é a característica dos títulos que vencerão os próximos anos. Há uma maior concentração de títulos que pagam a totalidade de seus juros apenas no vencimento final (isto é, não pagam juros periódicos), como as LTN e LFT.

A partir dessas considerações, apresentamos na Tabela 5 as projeções da Regra de Ouro para os próximos 3 exercícios. Pode-se notar que a insuficiência projetada não entra em uma trajetória positiva, mesmo com o cenário de resultado primário indicando melhora. Isso ocorre justamente porque a conta de juros segue trajetória de crescimento, e não é compensado totalmente pela melhora do resultado primário.

Tabela 5 – Projeção da Regra de Ouro para os próximos exercícios⁶ – R\$ bilhões a preços correntes

Cenário Atual	2019	2020	2021
Receitas de Operações de Crédito Consideradas (I = a - b)	1.008,6	1.271,2	1.508,7
Receitas de Operações de Crédito do Exercício (a)	867,2	1.114,6	1.435,4
Variação de Saldo da sub-conta da Dívida (b)	-141,3	-156,6	-73,4
Despesas de Capital (II)	748,4	963,9	1.280,3
Investimentos	33,3	34,6	36,0
Inversões Financeiras	70,1	72,9	75,8
Amortizações	645,1	856,5	1.168,6
Margem da Regra de Ouro (III = II - I)	-260,2	-307,3	-228,4

Fonte: COGEP/STN

Conclusão

Fica evidente que para se garantir o cumprimento da Regra de Ouro neste e nos demais exercícios, é necessária uma série de medidas que reduzam a rigidez orçamentária e otimizem utilização das fontes de recursos, aliadas a uma reestruturação fiscal que reduza despesas correntes e/ou aumente receitas. Assim, seria possível reduzir a necessidade de utilização de receitas de operação de crédito acima do montante das despesas de capital. Entretanto, o espaço para redução imediata das despesas correntes é reduzido em função da rigidez orçamentária vigente hoje, onde 92% das despesas são de natureza obrigatória, e de outro lado, o aumento de receitas teria o custo de uma carga tributária maior.

Outro aspecto a ser considerado, conforme disposto no próprio texto constitucional, é que o governo pode solicitar, em caso de necessidade, a abertura de créditos suplementares ou especiais, com finalidade precisa, para utilizar receitas de operações de crédito que ultrapassem o montante das despesas de capital em determinadas rubricas. Esses créditos, no entanto, devem ser aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.

⁶ Cenário interno do Tesouro Nacional, atualizado em maio/2018.

Informe Dívida

Por fim, cabe mencionar que atualmente a Regra de Ouro tem um aspecto apenas punitivo (que implica crime de responsabilidade), e não indica medidas que direcionem o ajuste fiscal necessário, aspecto que pode ter repercussões adversas sobre o sistema econômico, a exemplo de impactos negativos sobre o crescimento econômico, que podem tornar ainda mais difícil o ajuste para reestabelecer o cumprimento da norma. Ademais, a regra atual não contempla o tratamento para situações extremas ou excepcionais a serem consideradas em ocasiões econômicas e fiscais adversas. Nesse sentido, aperfeiçoamentos na regra poderiam permitir ajustes que levariam ao cumprimento da regra nos próximos anos.



Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública – COGEP

Informe Dívida é uma publicação da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.