



SENADO FEDERAL  
Instituição Fiscal Independente

Junta-se ao processado do  
nº 97, de 18.

Ofício nº 03/2018-IFI

Senado Federal  
Comissão de Assuntos Econômicos

Brasília, 06 de abril de 2018.

A Sua Excelência o Senhor  
Senador Eunício Oliveira  
Presidente do Senado Federal  
70165-900 Brasília - DF

09 ABR 2018

*W. Oliveira  
Sen. Eunício Oliveira*

Assunto: Estudo Especial sobre a Regra de Ouro.

Senhor Presidente,

1. Tomo a liberdade de encaminhar a Vossa Excelência o Estudo Especial nº 05, intitulado “Regra de Ouro no Brasil: Balanço e Desafios”, publicado por esta Instituição Fiscal Independente do Senado Federal (IFI/Senado), no dia 5 de abril de 2018.
2. O Estudo Especial apresenta um balanço da experiência brasileira e contextualiza o debate sobre a importância da Regra de Ouro, fixada no Art. 167, Inciso III, da Constituição Federal, segundo a qual o Estado não deve endividar-se para financiar despesas correntes. O Estudo ainda traz um exercício de simulação para o período de 2018 a 2025, que sugere insuficiência de recursos para cumprimento da Regra de Ouro durante os próximos sete anos, incluído o ano corrente.
3. Esperamos, por meio dessa publicação, colaborar com o debate sobre as regras fiscais, em linha com o que manda a Resolução do Senado Federal nº 42/2016, dando subsídios à atuação parlamentar nesta matéria.

Respeitosamente,

*(Assinado eletronicamente)*  
FELIPE SCUDELER SALTO  
Diretor-Executivo





IFI



SENADO FEDERAL  
Instituição Fiscal Independente

**Ofício nº 03/2018-IFI**

Brasília, 06 de abril de 2018.

A Sua Excelência o Senhor  
**Senador Eunício Oliveira**  
 Presidente do Senado Federal  
 70165-900 Brasília - DF

**Assunto: Estudo Especial sobre a Regra de Ouro.**

Senhor Presidente,

1. Tomo a liberdade de encaminhar a Vossa Excelência o Estudo Especial nº 05, intitulado “Regra de Ouro no Brasil: Balanço e Desafios”, publicado por esta Instituição Fiscal Independente do Senado Federal (IFI/Senado), no dia 5 de abril de 2018.
2. O Estudo Especial apresenta um balanço da experiência brasileira e contextualiza o debate sobre a importância da Regra de Ouro, fixada no Art. 167, Inciso III, da Constituição Federal, segundo a qual o Estado não deve endividar-se para financiar despesas correntes. O Estudo ainda traz um exercício de simulação para o período de 2018 a 2025, que sugere insuficiência de recursos para cumprimento da Regra de Ouro durante os próximos sete anos, incluído o ano corrente.
3. Esperamos, por meio dessa publicação, colaborar com o debate sobre as regras fiscais, em linha com o que manda a **Resolução do Senado Federal nº 42/2016**, dando subsídios à atuação parlamentar nesta matéria.

Respeitosamente,

*(assinado eletronicamente)*  
**FELIPE SCUDELER SALTO**  
 Diretor-Executivo



**ESTUDO ESPECIAL • 05 DE ABRIL DE 2018 • N° 5****REGRA DE OURO NO BRASIL: BALANÇO E DESAFIOS<sup>1</sup>**

Daniel Veloso Couri<sup>2</sup>  
Felipe Scudeler Salto<sup>3</sup>  
Gabriel Leal de Barros<sup>4</sup>  
Rodrigo Octávio Orair<sup>5</sup>

**RESUMO**

Este estudo apresenta um balanço sobre a experiência brasileira com a Regra de Ouro e aponta desafios para evitar seu descumprimento. Primeiramente, faz-se uma comparação da regra brasileira com sua configuração clássica. São destacadas as peculiaridades da experiência brasileira que viabilizam sua convivência com investimentos públicos deprimidos, elevados déficits correntes e crescente endividamento, em contraste com os princípios preconizados pela configuração clássica de Regra de Ouro. Em seguida, são analisados os fatores condicionantes da margem de cumprimento da Regra de Ouro de 2005 a 2017, além de cálculos alternativos caso fossem eliminadas suas peculiaridades. Ademais, apresenta-se um exercício de simulação que sugere insuficiência de recursos para cumprimento da Regra de Ouro em todos os anos de 2018 até 2024. Diante deste quadro, o estudo analisa desafios tanto de curto prazo quanto aqueles de caráter mais estrutural, e que impõem obstáculos ao cumprimento da regra fiscal.

<sup>1</sup> Este Estudo da IFI enquadra-se na Resolução nº 42/2016, Artigo 1º, Inciso II, que fixa como uma das funções da IFI analisar a aderência do desempenho de indicadores fiscais e orçamentários às metas definidas na legislação pertinente.

<sup>2</sup> Analista da IFI.

<sup>3</sup> Diretor-Executivo da IFI.

<sup>4</sup> Diretor da IFI.

<sup>5</sup> Diretor da IFI.



**COMISSÃO DIRETORA DO SENADO FEDERAL**

**PRESIDENTE**

Senador Eunício Oliveira (PMDB-CE)

**1º VICE-PRESIDENTE**

Senador Cássio Cunha Lima (PSDB-PB)

**2º SECRETÁRIO**

Senador Gladson Cameli (PP-AC)

**2º VICE-PRESIDENTE**

Senador João Alberto Souza (PMDB-MA)

**3º SECRETÁRIO**

Senador Antonio Carlos Valadares (PSB-SE)

**1º SECRETÁRIO**

Senador José Pimentel (PT-CE)

**4º SECRETÁRIO**

Senador Zeze Perrella (PMDB-MG)

**SUPLENTES DE SECRETÁRIO**

**1º SUPLENTE**

Senador Eduardo Amorim (PSDB-SE)

**3º SUPLENTE**

Senador Davi Alcolumbre (DEM-AP)

**2º SUPLENTE**

Senador Sérgio Petecão (PSD-AC)

**4º SUPLENTE**

Senador Cidinho Santos (PR-MT)

**Secretário-Geral da Mesa**

Luiz Fernando Bandeira de Mello

**Diretora-Geral**

Ilana Trombka

**Secretaria de Comunicação Social**

Virgínia Malheiros Galvez

**INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE**

**Diretor-Executivo**

Felipe Scudeler Salto

**Diretores-Adjuntos**

Gabriel Leal de Barros | Rodrigo Octávio Orair

**Analistas**

Daniel Veloso Couri | Josué Alfredo Pellegrini | Rafael da Rocha Mendonça Baciotti

**Layout:** SECOM/COMAP



## Sumário

I – QUAL A LÓGICA DA REGRA DE OURO?.....	6
Box. Regra de Ouro no Reino Unido .....	10
II – ESPECIFICIDADES DA REGRA DE OURO BRASILEIRA.....	12
III – ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO.....	17
III.1 – MARGEM DA REGRA DE OURO E CONDICIONANTES PELO LADO DA DESPESA (LADO DIREITO) .....	19
III.2 – MARGEM DA REGRA DE OURO E CONDICIONANTES DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO (LADO ESQUERDO) .....	23
III.3 – CÁLCULOS ALTERNATIVOS PARA A MARGEM DE CUMPRIMENTO DA REGRA DE OURO .....	25
IV – DESAFIOS PARA O CUMPRIMENTO DA REGRA DE OURO .....	27
IV.1 DESAFIOS DE CURTO PRAZO .....	27
IV.1.1 – DESVINCULAÇÃO DE FONTES ORÇAMENTÁRIAS E CANCELAMENTO DE RESTOS A PAGAR .....	29
Box. Recursos vinculados e Regra de Ouro.....	30
IV.1.2 – USO DOS FUNDOS FSB e FND.....	35
IV.2 – DESAFIOS ESTRUTURAIS E SIMULAÇÕES REALIZADAS PELA IFI .....	36
IV.2.1 – Comentários sobre os juros reais e a atualização monetária .....	37
IV.2.2 – Metodologia empregada nos exercícios de simulação da Regra de Ouro.....	39
IV.2.3 – Resultados das simulações propostas para a Regra de Ouro .....	40
V – CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	43
BIBLIOGRAFIA.....	45



## Introdução

*A Regra de Ouro brasileira é um dispositivo inscrito na Constituição Federal de 1988 que proíbe que os governos das três unidades da federação (federal, estadual e municipal) realizem operações de créditos que excedam o montante das suas despesas de capital.<sup>67</sup> Este dispositivo está inspirado em práticas internacionais, como a Alemanha que adotou uma variante da Regra de Ouro entre os anos 1969 e 2009, além de consagrado na literatura tradicional de finanças públicas. O princípio básico da regra é estabelecer um orçamento dual que separa os gastos de capital, passíveis de serem financiados via operações de crédito, em relação aos gastos correntes, para os quais a alternativa de financiamento via endividamento fica vedada.<sup>8</sup> A separação dos orçamentos é motivada por dois objetivos básicos: i) estabelecer um controle rígido para o orçamento corrente que deve estar no mínimo equilibrado; e, ao mesmo tempo, ii) prover flexibilidade para a execução dos investimentos que fortalecem o patrimônio público e geram benefícios para gerações futuras.*

*É importante, entretanto, esclarecer que este duplo-objetivo pode ou não ser alcançado dependendo do desenho e da operacionalização da regra fiscal em cada país. Mais precisamente no caso brasileiro, há um conjunto de peculiaridades que faz com que na prática a nossa Regra de Ouro se afaste bastante da sua configuração clássica. E esta é uma das razões pelas quais foi possível que a Regra de Ouro vigorasse no país por cerca de três décadas sem necessariamente preservar os investimentos públicos e assegurar o equilíbrio do orçamento corrente. Na verdade, durante boa parte deste período (e em particular no último quadriênio) a Regra de Ouro brasileira foi formalmente cumprida sob condições de investimentos públicos estáveis (ou cadentes), déficits correntes elevados e crescente endividamento. Como explicar este enigma da experiência brasileira com a Regra de Ouro?*

*Para responder esta pergunta, dividiremos este estudo especial em cinco seções, além desta introdução. Na próxima seção discutiremos a lógica que subsidiava a configuração clássica da Regra de Ouro, apresentando alguns dos principais argumentos favoráveis e contrários à adoção desta regra fiscal como instrumento que disciplina o manejo do orçamento público. Na Seção II abordaremos as peculiaridades da experiência brasileira que fazem com que, na prática, ela se distancie da configuração clássica de Regra de Ouro e permitem sua convivência com investimentos deprimidos, elevados déficits correntes e crescente endividamento. Uma das principais motivações deste estudo é esclarecer esta diferenciação entre a prática brasileira e a configuração clássica da Regra de Outro. Isto é importante para qualificar o debate público, no qual muitas vezes as avaliações sobre a Regra de Ouro estão baseadas em argumentos normativos não aplicáveis à realidade brasileira.*

*Feitos estes esclarecimentos, a Seção III analisa a evolução nos últimos anos dos principais condicionantes da margem de cumprimento da Regra de Ouro, além de*

<sup>6</sup> Artigo 167, Inciso III, da Constituição Federal de 1988, cuja redação também estabelece uma exceção para operações de crédito autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.

<sup>7</sup> Apesar da Regra de Ouro se aplicar às três unidades da federação, o foco de análise deste estudo recai exclusivamente sobre o governo federal.

<sup>8</sup> A utilidade deste tipo de orçamento dual vem sendo debatida pelo menos desde as décadas de 1930/40, por autores renomados como Musgrave (1939; 1959, p. 556-575) e Keynes (1980, p. 405-407), considerados respectivamente os fundadores da teoria moderna das finanças públicas e da teoria macroeconômica, e mais recentemente Blanchard e Giavazzi (2004).

*apresentar cálculos alternativos desta margem, caso se deseje eliminar algumas das peculiaridades que facilitam seu cumprimento. A Seção IV trata de desafios para o cumprimento da Regra nos próximos anos, dividindo-os entre os mais imediatos, a serem enfrentados já nos anos de 2018 e 2019, e aqueles mais estruturais. Seguem-se as considerações finais.*



## I – QUAL A LÓGICA DA REGRA DE OURO?

Esta seção tem como objetivo apresentar de maneira didática a lógica que subsidia a configuração clássica da Regra de Ouro, assim como listar os principais argumentos favoráveis e contrários a esta regra. Para tanto, partimos de uma versão simplificada da restrição orçamentária do governo que define que a variação no endividamento público ( $\Delta D$ ) é igual à soma do déficit primário ( $DP$ ), que corresponde à diferença entre despesas e receitas primárias (ou não financeiras), com as despesas financeiras de juros da dívida pública ( $J$ ):

$$\Delta D = DP + J$$

A intuição por trás desta restrição orçamentária é relativamente simples: se as receitas públicas não são suficientes para cobrir as despesas totais (primárias ou financeiras), o governo estará incorrendo em um déficit que deve ser financiado por novas operações de crédito; e, caso contrário, incorrerá em um superávit que o permite quitar os débitos antigos e reduzir seu endividamento.

As despesas públicas podem ainda ser divididas entre as correntes, que não contribuem para a formação ou aquisição de bens de capital, e as de capital, que são aquelas que contribuem para a formação ou aquisição de bens de capital. Os principais exemplos de despesas de capital são os investimentos públicos relacionados à execução de obras ou aquisição de equipamentos (rodovia, trator, hidrelétrica etc.) que têm como contrapartida a aquisição de um ativo fixo a ser contabilizado no patrimônio do setor público. Ao contrário do dispêndio de recursos financeiros em despesas correntes que não geram esta contrapartida e apenas reduzem o patrimônio líquido do setor público.

Um conceito adicional relevante que destaca esta diferenciação é o de déficit corrente que pode ser obtido após somarmos ao déficit primário os juros ( $J$ ), que são despesas correntes, e, em seguida, deduzirmos os investimentos públicos ( $I$ ), que são despesas de capital. O déficit corrente ( $DC$ ) pode ser definido como:<sup>9</sup>

$$DC = DP + J - I$$

sendo que um valor positivo indica um orçamento corrente deficitário ( $DC > 0$ ) e caso contrário estará equilibrado ( $DC = 0$ ) ou superavitário ( $DC < 0$ ).

Estas duas expressões nos ajudam a compreender a lógica por trás da Regra de Ouro. Na sua configuração clássica, a regra estabelece que o governo só pode aumentar seu endividamento (líquido) até o limite das despesas com investimentos públicos:

$$\Delta D = DP + J \leq I \tag{1}$$

Situação que será alcançada se, e somente se, o orçamento corrente não apresentar um déficit:

---

<sup>9</sup> Por simplicidade, admitimos que as únicas despesas de capital são os investimentos públicos e que não há receitas de capital. É possível ampliar os conceitos de receitas e despesas de capital sem perda de generalidade da exposição.



$$DC = DP + J - I \leq 0 \quad (2)$$

De outra forma, significa dizer que ao proibir que os governos contraiam novas dívidas que excedam os investimentos públicos, a Regra de Ouro automaticamente impõe uma restrição sobre o orçamento corrente que deve estar pelo menos equilibrado. A regra também impõe uma restrição indireta ao resultado primário: se o governo gasta mais com juros do que com investimentos, necessariamente deverá compensar esta diferença mediante a geração de superávits primários.

O que justifica conferir este tratamento diferencial para os investimentos públicos? Na literatura especializada há um conjunto de argumentos favoráveis cujos principais estão listados a seguir.

1. *Efeitos pró-crescimento:* Os investimentos públicos, sobretudo quando orientados para infraestrutura econômica, são considerados uma variável macroeconômica diferenciada porque exerce efeitos simultâneos de estímulo sobre a demanda e sobre a oferta da economia. Pelo lado da demanda, no curto prazo, está associada a multiplicadores do produto e do emprego mais elevados, sobretudo em períodos recessivos. Sob a ótica da oferta, possui a faculdade de romper gargalos estruturais e ampliar a produtividade sistêmica da economia no médio e longo prazo.
2. *Fortalecimento do patrimônio público:* Em contraposição às despesas correntes, os investimentos resultam na acumulação de ativos que potencialmente ampliam o patrimônio do setor público e geram um fluxo futuro de receitas.
3. *Promoção de justiça inter-geracional:* Os benefícios dos projetos de investimentos para as gerações futuras – seja em termos de maiores receitas, produtividade e crescimento econômico ou pelo patrimônio público que herdam – justificam que seu custo seja diferido ao longo do tempo na forma de serviço da dívida. Assim, as gerações futuras arcaram com parte do financiamento e evita-se impor um ônus desproporcional sobre as gerações presentes que resulte em sub-investimento.
4. *Proteção aos investimentos:* Há uma ampla literatura que identifica a presença de um viés pró-cíclico e anti-investimento nos arcabouços fiscais convencionais com repercussões adversas sobre a volatilidade e o crescimento da economia. Em particular, os episódios de ajuste fiscal tendem a estar associados à penalização excessiva dos investimentos públicos (*vis-à-vis* as despesas correntes) devido a questões de economia política, rigidezes legais e institucionais ou foco excessivo no curto prazo que faz com que retornos de longo prazo sejam negligenciados. O tratamento diferenciado aos investimentos os protege de cortes desproporcionais e cria um instrumento adicional de manejo de política fiscal anticíclica.

Porém, cabe ressaltar que a validade de boa parte destes argumentos dependerá do tipo de investimento qualificado pela Regra de Ouro. A definição ideal exige que o conceito de investimentos se restrinja aos projetos com potencial de gerar retornos sociais suficientemente elevados em termos de receitas, produtividade e crescimento econômico. Ou seja, nesta versão mais rigorosa da Regra de Ouro o tratamento diferenciado deve ser conferido exclusivamente para projetos de investimentos autofinanciáveis, no



sentido de que sua taxa de retorno social – considerando-se tanto os retornos financeiros da exploração direta do ativo público quanto os retornos indiretos via ampliação da base tributável causada pela sua capacidade de promover crescimento econômico – deve cobrir os fluxos de custos financeiros do endividamento, operacionais e de manutenção do ativo. Se esta condição intertemporal for satisfeita, o valor presente dos projetos de investimentos (líquidos da sua depreciação) superará o valor presente do seu financiamento e, por conseguinte, a Regra de Ouro torna-se compatível com a sustentabilidade da dívida pública no médio e longo prazos.

Na prática, este conceito qualificado de investimentos é muito rigoroso e de difícil operacionalização. Por essa razão, a maioria dos países que adotam ou adotaram a Regra de Ouro acabou tomando como referência os conceitos tradicionais da contabilidade pública ou do sistema de contas nacionais (e até mesmo conceitos mais amplos de despesas de capital como destacaremos mais adiante no caso brasileiro). O principal argumento utilizado para justificar esta abordagem pragmática é que, em média, os investimentos públicos tradicionais podem ser classificados como produtivos e com potencial de gerar retornos sociais elevados.

Naturalmente, essa abordagem pragmática abre espaço para determinados questionamentos, os quais listamos na sequência juntamente com outros contrapontos à aplicação da Regra de Ouro:

1. *Risco de inclusão de projetos com baixo retorno social:* a regra fornece um estímulo à adoção de definições amplas de investimentos ou de despesas de capital – ou até mesmo um incentivo à contabilização criativa de despesas que não se enquadram nestas categorias – com o propósito de ampliar a margem de despesas passíveis de serem financiadas via endividamento e flexibilizar o orçamento.
2. *Distorção em favor dos ativos físicos e em detrimento das demais despesas:* A regra remove os constrangimentos orçamentários de maneira diferenciada entre os projetos. Por exemplo, os projetos de elevado retorno social que são intensivos em despesas correntes (como nas áreas de Educação e de Pesquisa e Desenvolvimento) ficam sujeitos aos controles mais rígidos que incidem sobre o orçamento corrente. Enquanto projetos de investimentos de baixo retorno social que são intensivos em ativos fixos (a exemplo de obras desnecessárias também conhecidas como “elefantes brancos”) podem estar livres destes controles devido à alternativa de serem financiados via endividamento. Esta discriminação introduz potenciais distorções na composição do orçamento público e na qualidade do gasto público.
3. *Pressões sobre o orçamento corrente e o endividamento público:* A inclusão de projetos de investimentos com baixo retorno social (ou não auto-financiáveis) cria pressões adicionais sobre o orçamento corrente na forma de fluxos futuros de despesas com a manutenção do ativo e com os juros do seu financiamento, bem como sobre o nível de endividamento público. Como isso, o equilíbrio do orçamento corrente e a sustentabilidade da dívida pública tornam-se mais difíceis.
4. *Efeitos de deslocamento (crowding-out effects) entre investimento público e privado:* é possível que projetos de investimentos públicos financiados via endividamento tenham impacto negativo sobre as decisões privadas de investir.

Em suma, há um conjunto de argumentos favoráveis e contrários à adoção da Regra de Ouro que devem ser contrabalanceados quando se deseja avaliar se esta é uma regra apropriada para disciplinar o manejo do orçamento público. Esse debate, vale destacar, permanece em aberto na literatura especializada, uma vez que é possível identificar tanto análises mais críticas como Buti, Eiffinger e Franco (2003) quanto defensores da Regra de Ouro como Blanchard e Giavazzi (2004).

Além disto, o balanço entre aspectos positivos e negativos dependerá muito da maneira como a regra fiscal é operacionalizada em cada país e, em geral, suas experiências concretas inevitavelmente se afastam, em maior ou menor grau, da configuração clássica da Regra de Ouro. Para aquelas que se mantêm mais próximas, o arcabouço fiscal tende a ficar mais imune a muitos dos problemas listados anteriormente. Na direção oposta, quando sua operacionalização diverge muito da configuração clássica – por exemplo, quando admite um conceito muito amplo de despesas de capital, não previne a contabilização criativa de despesas ou prevê cláusulas de escape vagas –, há maior suscetibilidade aos problemas listados que, no limite, podem tornar a regra fiscal incompatível com seus objetivos originários.

Talvez a experiência internacional que mais tenha se aproximado da configuração clássica da Regra do Ouro seja a do Reino Unido entre os anos 1997 e 2009, que será descrita em detalhes no Box *“Regra de Ouro no Reino Unido”*. Vale notar que mesmo nesse caso o cumprimento da regra enfrentou adversidades. Em contrapartida, o Brasil é um caso (ainda que não o único) onde houve maior distanciamento e isto tem uma série de implicações, conforme discutiremos na próxima seção.

A título de exemplo, outro caso de maior distanciamento é a experiência de Regra do Ouro na Alemanha. A regra foi introduzida na Constituição em 1969 definindo que o endividamento líquido do governo não deveria exceder o nível de investimento público. A definição de investimento era ampla, tratando-se de um conceito orçamentário bruto (sem descontar a depreciação). Além disto, a regra previa uma cláusula de escape que permitia seu descumprimento sempre que o governo declarasse situação de desequilíbrio macroeconômico que, por sua vez, fazia referência a quatro objetivos genéricos (estabilidade de preços, crescimento adequado, elevado emprego e equilíbrio no balanço de pagamentos).

A principal crítica deriva da cláusula escape muito vaga que permitiu seu uso excessivo, de modo que a Regra de Ouro acabou impondo limite ao déficit orçamentário apenas nos “tempos normais”. Segundo Truger (2015), a regra foi transgredida em quase metade dos anos em que vigorou e, mesmo tendo contribuído para proteger e estabilizar o investimento público, não previnu o crescente endividamento. A dívida pública saltou de algo próximo a 20% do PIB no início dos anos 1970 para cerca de 80% do PIB em 2010, ainda que em parte pressionada por eventos ligados ao processo de reunificação Alemã na década de 1990 e à crise internacional de 2008. Isto motivou uma reforma por meio de uma emenda constitucional em 2009 introduzindo uma nova regra fiscal denominada *debt-brake*.

**Box. Regra de Ouro no Reino Unido**

A Regra de Ouro constituía peça central do arcabouço fiscal que vigorou no Reino Unido entre os anos de 1997 e 2009, tendo sido introduzida no início do governo do Partido Trabalhista. A regra estabelecia que o governo, ao longo do ciclo econômico, somente poderia se endividar para investir e não para financiar as demais despesas. Em outras palavras, a regra delimitava que o orçamento corrente deveria estar, em média, equilibrado (ou superavitário) ao longo do ciclo econômico.

A definição adotada para os investimentos (líquidos de depreciação) era restrita e compatível com o conceito das contas nacionais. Apenas a adição líquida ao capital público poderia ser financiada via endividamento, enquanto a depreciação deveria ser financiada via receitas correntes.

Outro aspecto relevante é que a avaliação de cumprimento da regra tomava como base uma média dos resultados do orçamento corrente entre os anos recessivos e expansivos (e não o resultado a cada ano). O orçamento corrente poderia apresentar déficits momentâneos, desde que fossem compensados por superávits nos demais anos. Este mecanismo tinha dois objetivos: i) abrir espaço para o funcionamento dos estabilizadores fiscais automáticos, como no caso clássico dos gastos de seguro-desemprego cuja dinâmica correlaciona-se com o ciclo econômico; e ii) eliminar o viés pró-cíclico de regimes baseados em metas anuais, principalmente em função da resposta elástica da arrecadação cuja queda mais que proporcional nas recessões pode demandar contingenciamentos fortes de despesas correntes, enquanto o crescimento mais que proporcional nas expansões não provê estímulos para se acumular uma poupança e, assim, viabiliza crescimento mais acelerado das despesas correntes.

A Regra de Ouro era complementada por outra regra fiscal estabelecendo que o endividamento público deveria ser mantido em um nível estável e prudente, posteriormente fixado em um teto para a dívida líquida do setor público de 40% do PIB. Esta segunda regra tinha como objetivo prevenir que a dívida pública crescesse excessivamente impulsionada por níveis muito altos de investimentos e deriva daí sua denominação de Regra de Investimento Sustentável. Portanto, o regime fiscal do Reino Unido se baseava em duas regras: a Regra de Ouro e a Regra de Investimento Sustentável.

A experiência do Reino Unido introduziu dois instrumentos importantes no arcabouço institucional da Regra de Ouro: um mecanismo para lidar com efeitos cíclicos e uma regra complementar para evitar crescimento excessivo da dívida pública. Por outro lado, a operacionalização do mecanismo cíclico foi alvo de críticas. Em particular, a averiguação do cumprimento da regra (via média de resultados correntes) exigia uma datação precisa de quando inicia e termina o ciclo econômico, o que criou certa margem para arbitrariedades por parte do governo, além de impor uma natureza retrospectiva à meta fiscal (*backward-looking*). Outra crítica mais recente, detalhada mais adiante, foi sua incapacidade de lidar com situações de excepcionalidade como os choques nas finanças públicas derivados dos desdobramentos da crise financeira internacional (2007/2008) e da recessão que a sucedeu.

Conforme discutido por Chote *et. al.* (2009), a Regra de Ouro foi cumprida no seu primeiro decênio (anos-exercícios orçamentários de 1997/1998 a 2006/2007) quando se verificou um superávit corrente médio positivo de 0,14% do PIB e que coincide com a datação do ciclo econômico definida à época. Contudo, o cumprimento foi influenciado, em grande medida, pelo ajuste fiscal promovido no início do período de vigência da regra, que gerou superávits correntes próximos a 2% do PIB na virada dos anos 2000, mas que caíram gradualmente ao longo do período restante (inclusive com déficits contínuos a partir do ano-exercício 2002/2003). No decênio como um todo, os investimentos públicos apresentaram tendência de recuperação (em relação aos patamares deprimidos de meados da década de 1990) e a dívida permaneceu abaixo do seu teto legal em praticamente todo o período.

No período subsequente, o cenário se modificou com a rápida deterioração do quadro fiscal, sobretudo após a crise internacional de 2007/2008. O déficit corrente chegou a 5% do PIB no ano-exercício 2009/2010. Já a dívida pública iniciou uma escalada ascendente, passando a superar o teto legal de 40% do PIB a partir do ano-exercício 2008/2009 e praticamente dobrou em um curto período de tempo (chegando próxima a 80% do PIB em 2015).

Inicialmente, o governo apresentou sucessivas projeções orçamentárias otimistas (que posteriormente se mostraram frustradas) associando a deterioração fiscal a desequilíbrios cíclicos que seriam compensados por superávits futuros. Além disso, foram promovidas mudanças na metodologia de apuração da Regra de Ouro, a exemplo da definição de resultado corrente cumulativo e da datação dos ciclos econômicos. De acordo com Chote *et. al.* (2009), mesmo que alguns destes procedimentos fossem justificáveis, todos eles facilitavam o cumprimento da regra e levantaram suspeitas de que o governo estava manipulando os cálculos. Segundo os mesmos autores, a percepção de que o Chanceler das Finanças do Reino Unido, Gordon Brown, mudou as regras do jogo (*moved the goal posts*) para garantir o alcance das metas e sua decisão de não lidar com o otimismo das projeções por meio de medidas de aumento das receitas e planos de cortes de despesas minou a credibilidade do regime fiscal.

Ao fim e ao cabo, no contexto de um déficit corrente recorde de 5% do PIB em 2009, o governo promoveu uma revisão das projeções orçamentárias e reconheceu que seria remota a probabilidade de se chegar próximo a um equilíbrio do orçamento corrente (cumulativo) no médio prazo. O governo optou então por suspender a Regra de Ouro e a Regra de Investimento Sustentável, ao invés de adotar as medidas fiscais severas requeridas para cumprir as regras fiscais (Chote *et. al.* 2009, p. 81). Em substituição, o regime fiscal passou a ser guiado por uma regra operacional temporária mais flexível, por meio da qual o governo apenas se comprometia em fortalecer as finanças públicas até que se dissipassem os efeitos dos choques globais sobre a economia.

Na sequência, a nova coalizão governista que tomou posse em 2010, entre o Partido Conservador e o Liberal Democrata, promoveu uma reforma fiscal mais ampla. A reforma estabelecia um mandato fiscal para um período de cinco anos, definindo que o resultado corrente estrutural (ajustado ao ciclo econômico) deveria ser projetado para estar em equilíbrio ao final deste período, assim como a projeção de dívida pública



deveria apontar um início de uma trajetória de queda a partir do último destes anos. Outra inovação importante foi a criação de uma instituição fiscal independente, denominada *Office for Budget Responsibility* (OBR), que passou a ser responsável por prover estimativas oficiais de resultado estrutural (ajustado ao ciclo) e demais projeções necessárias para avaliar o cumprimento das novas regras fiscais. Com isto, buscava-se remover a possibilidade de que motivações políticas fossem introduzidas nas projeções econômico-fiscais e ainda promover transparência fiscal (Emmerson *et. al.*, 2013).

De maneira sintética, a reforma fiscal buscou contornar algumas limitações associadas ao arcabouço anterior baseado na Regra de Ouro, a partir de três principais motivações: i) promover uma flexibilização fiscal durante o período extraordinário (pós-crise internacional) sem deixar de perseguir a consolidação fiscal no médio prazo, na medida em que admitiu-se temporariamente tanto a presença de déficits correntes quanto o crescimento da dívida; ii) conferir um caráter mais prospectivo (*forward-looking*) às metas fiscais, que passaram a levar em consideração projeções futuras e não mais médias com informações de períodos passados; e iii) ampliar a transparência e livrar de pressões políticas a avaliação do cumprimento das regras, ao atribuir essas missões para uma instituição fiscal independente (*OBR*).

## II – ESPECIFICIDADES DA REGRA DE OURO BRASILEIRA

Conforme exposto na seção anterior, a Regra de Ouro na sua configuração clássica pode ser associada a três objetivos básicos: i) controle rígido do orçamento corrente que deve estar no mínimo equilibrado; ii) flexibilidade para a execução dos investimentos que fortalecem o patrimônio público e geram benefícios para gerações futuras; e iii) sustentabilidade da dívida pública no médio e longo prazo (este último na sua versão mais rigorosa que confere tratamento diferenciado exclusivamente para projetos de investimentos com retorno social suficientemente elevado). No Brasil, uma variante da Regra de Ouro está em vigor há cerca de três décadas, desde que foi introduzido um dispositivo na Constituição Federal de 1988 proibindo que os governos das três unidades da federação (federal, estadual e municipal) realizem operações de créditos que excedam o montante das suas despesas de capital. Chama atenção que durante boa parte deste período (e em particular no último quadriênio) a regra fiscal foi formalmente cumprida sob condições de investimentos estáveis (ou cadentes), elevados déficits correntes e endividamento crescente no âmbito do governo federal. Como explicar este enigma da experiência brasileira com a Regra de Ouro?

Para responder tal questionamento faz-se necessário levar em consideração algumas peculiaridades do desenho e da operacionalização da Regra de Ouro brasileira que fazem com que ela se afaste da configuração clássica apresentada na seção anterior. A

primeira das peculiaridades é que o governo federal dispõe de um volume elevado de receitas financeiras originadas de três principais fontes:<sup>10</sup>

1. Amortizações e juros que o Tesouro Nacional recebe de seus devedores, sobretudo governos estaduais e municipais e instituições financeiras oficiais como o BNDES.
2. Resultados positivos do Banco Central que são transferidos ao Tesouro Nacional.
3. Remuneração das disponibilidades financeiras do Tesouro Nacional, depositadas em sua Conta Única no Banco Central.

A segunda peculiaridade é que a Regra de Ouro brasileira está baseada em um conceito amplo de despesas de capital. Este conceito é mais abrangente, em primeiro lugar, porque considera uma definição contábil de investimentos públicos que inclui não somente as aquisições de ativos fixos do governo federal como também suas transferências de capital que financiam os investimentos de governos subnacionais e instituições privadas sem fins lucrativos. Além disto, a definição de despesas de capital abarca outras quatro rubricas:

- 1) Despesas primárias registradas como “inversões financeiras” pela contabilidade pública brasileira (isto é, uma pequena parte do Grupo de Natureza da Despesa número 5 - GND5). Por exemplo, as despesas com aquisições de imóveis, aumento de participações no capital de empresas públicas (Companhias Docas, EMBRAPII, TELEBRÁS, ELETROBRÁS etc.) e integralização de cotas a fundos de organismos multilaterais ou públicos (por exemplo, no Fundo de Arrendamento Residencial que operacionaliza linhas de crédito do Programa Minha Casa Minha Vida).
- 2) Despesas financeiras (não primárias) contabilizadas como “inversões financeiras” (a maior parcela do GND5 no jargão orçamentário), como as concessões de financiamentos estudantis (FIES) e a setores produtivos (programas a cargo do BNDES, Finep ou Fundos Constitucionais no Nordeste, Centro-Oeste e Norte; à marinha mercante, agronegócio café, exportações, agricultura familiar etc.).
- 3) Despesas financeiras (não primárias) com a correção monetária do principal da dívida pública, que a legislação e a contabilidade pública brasileiras convencionaram registrar como uma despesa de capital em “amortização da dívida” (uma parte do GND6), ao contrário da prática mais generalizada ao redor do mundo de contabilizá-la como despesa corrente.
- 4) Despesas financeiras (não primárias) de “amortização da dívida” relativas ao pagamento do principal da dívida pública (a segunda parte do GND6).

Diante destas duas peculiaridades do arranjo brasileiro – a saber, a existência de substanciais fontes financeiras e um conceito muito abrangente de despesas

---

<sup>10</sup> A análise das fontes financeiras será feita com mais detalhes na Seção III. Enquanto a Seção IV analisa uma variante de receita financeira que é o recurso às disponibilidades acumuladas na Conta Única, medida que vem sendo estudada pelo governo para ser adotada ainda no ano de 2018.



de capital – as restrições impostas pela Regra de Ouro modificam-se consideravelmente. Em primeiro lugar, a restrição orçamentária do governo deve ser adaptada para considerar o efeito das receitas financeiras ( $RF$ ):

$$\Delta D \cong DP + J - RF$$

que reduzem a pressão do déficit primário ( $DP$ ) e das despesas de juros nominais ( $J$ ) sobre a variação do endividamento público ( $\Delta D$ ). As fontes financeiras podem ser alocadas para cobrir despesas primárias, juros ou para amortizar o principal da dívida pública (a depender das vinculações de cada uma destas fontes) e, consequentemente, reduzem a necessidade de novas operações de crédito. Vale esclarecer que tomamos como base o conceito mais difundido internacionalmente para nos referir aos juros nominais líquidos ( $J$ ), que considera o total dos juros pagos aos credores da dívida pública (incluindo tanto os juros reais quanto a atualização monetária do principal da dívida) e deduz os juros recebidos pelo Tesouro Nacional dos seus devedores. Da mesma forma, tomando como base o conceito mais difundido internacionalmente, o déficit corrente ( $DC$ ) pode ser aproximado por:

$$DC \cong DP + J - I - DK$$

cujo cálculo corresponde a primeiro somar o déficit primário ( $DP$ ) e os juros nominais ( $J$ ), e depois subtrair os investimentos públicos ( $I$ ) e as demais despesas primárias de capital ( $DK$ ).<sup>11</sup>

A restrição da Regra de Ouro brasileira proíbe que o governo realize novas operações de créditos ( $\Delta D$ ) que excedam o montante das suas despesas de capital. Sendo que estas despesas de capital são bastante abrangentes e consideram, além dos investimentos públicos ( $I$ ), as demais despesas primárias de capital ( $DK$ ) e as despesas financeiras do Tesouro Nacional com empréstimos ( $DF$ ) e com a atualização monetária do principal da dívida pública ( $AM$ ).<sup>12</sup> Por isto, a restrição da Regra de Ouro brasileira pode ser melhor descrita pela seguinte expressão:

$$\Delta D \leq I + DK + DF + AM \quad (3)$$

Por sua vez, a restrição que a Regra de Ouro impõe sobre o déficit corrente também deve ser readaptada e passa a ser definida por aproximadamente:<sup>13</sup>

$$DC \leq RF + DF + AM \quad (4)$$

<sup>11</sup> A rigor, seria necessário considerar o efeito das receitas primárias de capital. Porém, seu montante é pouco significativo e foi omitido para fins de simplificação.

<sup>12</sup> Para simplificar, omitimos algumas rubricas menos expressivas em termos de volume e também as despesas com amortização do principal da dívida (resgates e refinanciamentos) cuja dupla natureza afeta os dois lados da equação e, portanto, tem efeito nulo sobre a Regra de Ouro. Portanto, o termo  $\Delta D$  se refere às operações de crédito líquidas das emissões para resgatar ou rolar títulos vencidos.

<sup>13</sup> Mais formalmente, tem-se:  $\Delta D \cong DP + J - RF \leq I + DK + DF + AM$ . Rearranjando os termos desta expressão chega-se à expressão 4:  $DC \cong DP + J - I - DK \leq RF + DF + AM$ . Note-se que, como o conceito utilizado é de juros nominais líquidos ( $J$ ), os juros recebidos pelo Tesouro dos seus credores estão aí considerados. Por isto, o termo Receitas Financeiras ( $RF$ ) na expressão 4 exclui estes juros e considera fundamentalmente as amortizações de empréstimos recebidas pelo Tesouro e as fontes relacionadas ao Banco Central.

Basicamente, o que as expressões 3 e 4 procuram mostrar é que as restrições impostas pela Regra de Ouro brasileira são distintas da sua configuração clássica (dadas pelas expressões 1 e 2 apresentadas na seção anterior). Primeiramente, a definição de despesas de capital é muito mais abrangente. Isto abre espaço, por exemplo, para que a regra seja cumprida mesmo com o volume de operações de crédito crescendo muito acima dos investimentos públicos. Desde que esta diferença seja compensada pelas demais categorias contabilizadas entre as despesas de capital.

Em segundo lugar, a Regra de Ouro brasileira não exige que o orçamento corrente esteja necessariamente equilibrado. A restrição definida pela expressão 4 pode ser interpretada de maneira mais apropriada como apenas fixando um teto para o déficit corrente (*DC*) que será dado (aproximadamente) pela soma das receitas financeiras do Tesouro Nacional (*RF*) e das suas despesas financeiras com empréstimos (*DF*) e atualização monetária do principal da dívida pública (*AM*).

Um exemplo com números de 2016 pode ajudar a clarificar estes pontos. Nesse ano o governo federal apresentou um déficit primário de R\$ 161,3 bilhões que correspondeu a 2,6% do PIB. Ao acrescentarmos juros nominais líquidos estimados em R\$ 325,4 bilhões<sup>14</sup> e deduzirmos os investimentos públicos de R\$ 38,1 bilhões e as demais despesas primárias de capital de R\$ 14,9 bilhões, chega-se a um valor de aproximadamente R\$ 434 bilhões ou 6,9% do PIB de déficit corrente. Ressalte-se que este é um cálculo aproximado do déficit corrente pelo conceito mais aceito internacionalmente, onde os juros nominais incluem a correção monetária da dívida.

Como então foi possível cumprir a Regra de Ouro diante de um déficit corrente dessa magnitude? Devido às vultosas receitas e despesas financeiras que totalizaram cerca de R\$ 520 bilhões, entre R\$ 301,6 bilhões de fontes financeiras (exclusivo juros recebidos), R\$ 151,2 bilhões relativos à atualização monetária do principal da dívida pública e mais R\$ 61,6 bilhões de outras despesas financeiras (não primárias) como as concessões de empréstimos pelo Tesouro Nacional. Estas mais do que superaram o déficit corrente e asseguraram o cumprimento da Regra de Ouro com uma boa margem de folga (R\$ 86 bilhões em excesso).

Na próxima seção aprofundaremos esta análise detalhando a evolução de cada um dos fatores condicionantes da margem de cumprimento da Regra de Ouro ao longo do tempo. Por ora, o ponto central a se ter em mente é que a maneira como a Regra de Ouro brasileira foi desenhada e operacionalizada faz com que ela se distancie da sua configuração clássica. São duas principais razões para este distanciamento:

1. A regra brasileira admite uma definição muito abrangente de despesas de capital que abre espaço para que seu cumprimento mesmo com endividamento crescendo muito acima dos investimentos públicos. Basta que esta diferença seja compensada pelas demais categorias

---

<sup>14</sup> De acordo com cálculos próprios a partir das informações orçamentárias que consideram juros reais de R\$ 204,9, atualização monetária do principal da dívida de R\$ 151,2 bilhões (registradas entre as amortizações) e juros recebidos de R\$ 30,7 bilhões. Este valor calculado em 2016, R\$ 325,4 bilhões, embora obtido por critérios distintos, é próximo ao dado do Banco Central para o ano (R\$ 323,2 bilhões). Na Seção IV explicaremos melhor as diferenças entre estes critérios de contabilização orçamentário e do Banco Central.



contabilizadas entre as despesas de capital (por exemplo, via expansão das despesas financeiras do Tesouro Nacional com empréstimos ou com atualização monetária do principal da dívida pública).

2. A regra brasileira não exige necessariamente equilíbrio do orçamento corrente. Sua restrição deve ser mais apropriadamente interpretada como um teto para o déficit corrente que depende diretamente do volume de receitas e despesas financeiras do governo federal. Na medida em que ao longo dos anos, por variados motivos, as receitas e despesas financeiras alcançaram volumes expressivos, o teto para o déficit corrente acabou sendo relativamente elevado. Ademais, boa parte das fontes financeiras está relacionada a relações intra-setor público (por exemplo, entre o Tesouro Nacional e o BNDES ou outros fundos públicos) que geram margem de manobra para que o governo oportunamente as utilize como meio de flexibilizar o teto de déficit corrente. Ou seja, a restrição da Regra de Ouro brasileira estabelece um teto flexível para o déficit corrente (e não necessariamente o seu equilíbrio).

São estas especificidades que viabilizam a convivência da Regra de Ouro brasileira com investimentos deprimidos, elevados déficits correntes e crescente endividamento.<sup>15</sup> Há, portanto, um descolamento entre a *práxis* brasileira e os princípios básicos da configuração clássica da Regra da Ouro que preconizam, simultaneamente, flexibilidade para a execução dos investimentos com controle rígido sobre o orçamento corrente.

Curiosamente, são justamente estes princípios básicos que parecem ter motivado a introdução do dispositivo da Regra de Ouro na Constituição Federal de 1988. Conforme destacado por Afonso (1999, p. 32), em estudo que analisa a memória da Assembleia Nacional Constituinte de 1987/1988: “A limitação à realização de operações de crédito foi objeto do que se pode dizer uma austeridade crescente ao longo do processo constituinte”. O texto inicial discutido na Subcomissão sobre Orçamento e Fiscalização Financeira era menos restritivo, na medida em que permitia o financiamento via endividamento tanto das despesas com amortizações, juros e encargos da dívida pública (isto é, a soma dos gastos com juros, refinanciamentos e resgates) quanto dos investimentos e das demais despesas de capital.

Este texto foi modificado na primeira votação em plenário quando se optou por maior rigor fiscal, introduzindo-se via emenda a supressão dos encargos da dívida pública. Com isto, a Regra de Ouro estabelecida limita as operações de crédito ao montante das despesas de capital. Muito embora a regra fiscal brasileira previsse já na sua origem de maneira implícita um conceito relativamente vago de “demais despesas de capital”, havia uma intenção explícita de se perseguir maior rigor fiscal via controle do déficit público corrente. Este objetivo inclusive consta na justificação da emenda do constituinte Deputado César Maia:

---

<sup>15</sup> Uma referência complementar a este estudo é Pires (2018) que avança sobre as implicações das peculiaridades da Regra de Ouro brasileira sobre a sustentabilidade da dívida pública. Carvalho Junior et. al. (2017) é outra referência importante para considerações históricas e doutrinárias.

O texto da forma que se encontra, tornará “constitucional” o déficit público corrente, ou seja, nem o custeio administrativo e os encargos da dívida pública precisarão ser cobertos pela receita tributária global. Este será um fato grave que além das distorções econômico-financeiras, ainda exporá nosso texto constitucional ao descrédito. (SENADO FEDERAL, 1988, p. 56, apud AFONSO, 1999, p. 32)

Posteriormente, os constituintes mostraram preocupação com a rigidez da regra fiscal e aprovaram outras duas alterações na fase final de votação: i) uma regra de transição, estabelecendo prazo de cinco anos para que cada governo ajustasse sua estrutura de fontes e usos de recursos; e ii) uma espécie de cláusula de escape ou de exceção permitindo que as operações de crédito excedessem as despesas de capital, desde que autorizada por maioria absoluta do Legislativo, na forma de créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa. Em suma, a experiência brasileira com a Regra de Ouro mostra que a regulamentação e a operacionalização da regra fiscal acabou, ao longo do tempo, gerando distanciamento em relação aos seus princípios originários.

### III – ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO

Esta seção tem como objetivo analisar os condicionantes da margem de cumprimento da Regra de Ouro no Brasil. Por isto, a análise toma como base os conceitos efetivamente adotados pela contabilidade pública brasileira e que apresentam algumas distinções em relação aos conceitos mais aceitos pela literatura internacional de finanças públicas.

É importante lembrar que a Constituição Federal e a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) estabelecem que a regra seja aplicada isoladamente para cada ente da federação – União, Distrito Federal, Estados e Municípios – considerando-se, em cada um deles, todos os poderes (Executivo, Legislativo, Judiciário, Ministério Público e Tribunal de Contas) e suas respectivas administrações direta, fundos, autarquias, fundações, bem como as empresas estatais dependentes.<sup>16</sup> O presente estudo, destaca-se, trata exclusivamente da União.

Vale notar ainda que o cumprimento do limite da Regra de Ouro, conforme os incisos I e II do § 1º do art. 6º da Resolução nº 43/01 do Senado Federal, deve ser comprovado em dois momentos: ex-post, tomando por base as operações de crédito realizadas e as despesas de capital executadas no ano anterior, bem como ex-ante, no âmbito da lei orçamentária.

Existem duas maneiras de avaliar o cumprimento da Regra de Ouro. A primeira é a apuração oficial que consta no Anexo 9 do Relatório Resumido de Execução

<sup>16</sup> Conforme definição dada pela Resolução nº 48/07 do Senado Federal, empresas estatais dependentes são aquelas que tenham recebido recursos de seu controlador para pagamento de despesas de pessoal, custeio em geral ou de capital, excetuado aquelas destinadas a ampliação da participação acionária, no exercício anterior e tenham, para o exercício corrente, autorização orçamentária para recebimento de recursos com idêntica finalidade.



Orçamentária (RREO) do Governo Federal. Esta apuração é feita de maneira direta pela comparação entre os volumes de operações de crédito e de despesas de capital.

Entretanto, conforme vimos na seção anterior, o conceito de despesas de capital leva em consideração além dos investimentos ( $I$ ), as inversões financeiras com impacto primário ( $DK$ ) e financeiro ( $DF$ ), bem como as amortizações da dívida que nada mais são do que o principal ( $P$ ) corrigido pela atualização monetária ( $AM$ ). Ou seja, a Regra de Ouro define que as operações de crédito ( $OC$ ) devem satisfazer a seguinte restrição:

$$OC \leq I + DK + DF + P + AM \quad (5)$$

A margem de cumprimento da Regra de Ouro pode então ser definida como o excesso de despesas de capital em relação às operações de crédito. Como as operações de crédito não podem superar as despesas de capital (“lado direito da equação”) sob pena de violar a Regra de Ouro, quanto maior forem tanto os investimentos quanto as demais despesas de capital - com impacto primário ou financeiro -, tão maior será a possibilidade de expansão do fluxo de operações de crédito.

Uma segunda alternativa de apuração da margem é por meio do cálculo indireto que tem a vantagem de permitir explorar os fatores que estão por trás da ampliação do volume de operações de crédito. É importante enfatizar que as operações de crédito são um conceito de fluxo, enquanto a dívida pública é um conceito de estoque, de tal maneira que o fluxo de operações de crédito amplia o estoque da dívida.

Além disto, existem dívidas antigas cujo principal pode ter sido quitado ou refinaciado como, por exemplo, um título público que foi resgatado ou rolado. Caso o principal seja quitado, há uma redução do estoque da dívida pública. Se, em seguida, houver seu refinanciamento, o estoque da dívida se expande, de tal forma que o impacto decorrente da troca de uma dívida antiga por uma nova será nulo. Sendo assim, faz-se necessário deduzir as amortizações do principal da dívida ( $P$ ) do total das operações de crédito ( $OC$ ) para se obter a variação da dívida pública ( $\Delta D$ ):

$$\Delta D = OC - P.$$

Além disto, a seção anterior revelou que a variação da dívida ( $\Delta D$ ) sofre influência, além do déficit primário ( $DP$ ) e do pagamento de juros nominais ( $JN$ ), do volume de receitas financeiras ( $RF$ ). A inclusão destas receitas faz com que a variação da dívida não seja exatamente igual ao déficit nominal ( $DN$ ) reportado nas estatísticas fiscais. Ou seja:

$$\Delta D = OC - P \cong DP + JN - RF$$

Levando-se em conta que o juro nominal ( $JN$ ) equivale ao somatório do juro real ( $JR$ ) com a atualização monetária da dívida ( $AM$ ), e que:

$$DN = DP + JN,$$

onde:

$$JN = JR + AM.$$

Pode-se então reescrever a expressão 5, relativa à restrição da Regra de Ouro, da seguinte maneira:

$$OC = \Delta D + P \cong DP + JR + AM - RF + P \leq I + DK + DF + P + AM$$

Simplificando esta expressão, mediante a exclusão de termos de seus dois lados, chega-se a:

$$DP + JR - RF \leq I + DK + DF \quad (6)$$

A expressão 6 é uma maneira indireta e aproximada para se avaliar o cumprimento da Regra de Ouro<sup>17</sup>. Sua grande vantagem é que explicita alguns fatores que estão por trás das operações de crédito, sejam fatores que dificultam seu cumprimento, como o déficit primário (*DP*) e os juros reais (*JR*), ou aqueles que facilitam, como as receitas financeiras (*RF*). As receitas financeiras contribuem indiretamente para o cumprimento da Regra de Ouro já que o volume de operações de crédito, tudo mais constante, será tão menor quanto maior for o volume destas receitas. Por sua vez, o financiamento de déficits primários e de gastos com juros da dívida exigirão um maior volume de operações de crédito (para um dado nível de receitas financeiras) que dificulta o cumprimento da regra fiscal.

A análise dos condicionantes da margem de cumprimento da Regra de Ouro no Brasil será dividida em três subseções. A primeira subseção explora a abordagem direta com ênfase no papel dos diversos componentes das despesas de capital (“lado direito da expressão 5”). Na seção seguinte o foco recai sobre a abordagem indireta que destaca o papel dos fatores que influenciam o volume de operações de crédito (“lado esquerdo da expressão 6”).

Já a terceira subseção analisa cálculos alternativos para a margem de cumprimento da Regra de Ouro, em que se procura mensurar o efeito da exclusão das contribuições de fontes financeiras e das despesas financeiras sobre esta margem. A comparação procura destacar o fato de que a aplicação do conceito da Regra de Ouro no Brasil, como visto, permite que ela seja cumprida mesmo na presença de um orçamento corrente desequilibrado e de investimentos deprimidos. Basta, para tanto, que os investimentos no conceito *lato* e não *stricto sensu*, juntos das receitas financeiras, sejam suficientes para compensar tal desequilíbrio orçamentário. Ou seja, a ampliação dos conceitos para a aplicação da regra fiscal no caso brasileiro produz implicações relevantes, conforme explicitaremos nas subseções a seguir.

### III.1 – MARGEM DA REGRA DE OURO E CONDICIONANTES PELO LADO DA DESPESA (LADO DIREITO)

A ampliação do conceito de investimento na Regra de Ouro brasileira inclui, conforme apontado na expressão 5, além da execução de obras e aquisição de imóveis por exemplo, despesas com inversões financeiras. Tais gastos incluem a aquisição de bens de capital já em utilização, constituição ou aumento do capital de empresas, empréstimos estudantis concedidos no âmbito do Fies, financiamentos dos fundos regionais do Nordeste

<sup>17</sup> A esse respeito, destaca-se apresentação do Tesouro Nacional de outubro/17, onde foram avaliadas as principais pressões para o cumprimento da regra de ouro através do cálculo indireto. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>.

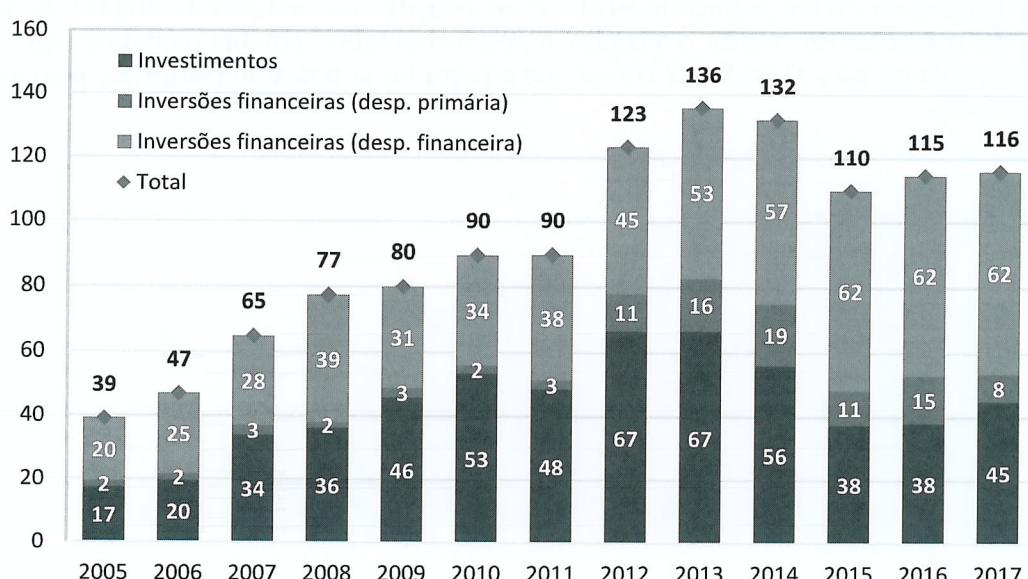


(FNE), Norte (FNO) e Centro-Oeste (FCO) utilizados como instrumento de política de desenvolvimento regional, dentre outros.

Parte majoritária das despesas com inversões financeiras, portanto, possui natureza financeira e trata da concessão de empréstimos e financiamentos. Tomando dados extraídos do sistema Siga Brasil, do Senado Federal, é possível identificar que o componente financeiro foi de aproximadamente 90% do gasto total com as inversões nos últimos treze anos, de 2005 a 2017. Já o componente primário das despesas com inversões financeiras é, historicamente, bastante reduzido.

A inclusão das despesas com inversões financeiras nas despesas de capital para efeito de apuração do cumprimento da regra fiscal, conforme evidenciado no gráfico 1, exerce contribuição substancial. Tomando os últimos cinco anos, de 2013 a 2017, nota-se que o volume global das despesas com inversões, tanto primárias quanto financeiras, superou bastante o gasto clássico com investimentos.

**Gráfico 1: Evolução dos Componentes da despesa de capital (em R\$ bilhões a preços correntes)**



Fonte: Siga Brasil

Elaboração: IFI

Ao longo dos últimos treze anos, as despesas com investimentos e inversões alcançaram R\$ 1,2 trilhão, sendo R\$ 654 bilhões ou 54% de gastos com inversões financeiras e R\$ 565 bilhões ou 46% com o investimento no sentido *stricto sensu*. Durante esse período, vale chamar atenção ainda para a contribuição que os financiamentos concedidos no âmbito do Fies (R\$ 88,6 bilhões), dos fundos regionais (R\$ 107,5 bilhões),



bem como da integralização de cotas do fundo de arrendamento residencial (FAR)<sup>18</sup>, de R\$ 61,2 bilhões, exerceram na expansão do volume dos gastos com inversões financeiras.

A participação do governo federal no capital de empresas estatais como a Eletrobras, Hemobras, Telebras, companhia Docas de distintos estados, bem como em sociedades de propósito específico (SPE) como aquelas destinadas a infraestrutura aeroportuária, compõe parte importante das despesas com inversões financeiras. Entre 2005 e 2017, o gasto com capitalização de estatais somou cerca de R\$ 25 bilhões.

Conforme é possível depreender, a consideração das inversões financeiras no cálculo das despesas de capital alivia a restrição fiscal para realização de operações de crédito. É notável, portanto, que o alargamento do conceito de investimento na aplicação da Regra de Ouro brasileira contribui tanto para a expansão das despesas de capital quanto para o distanciamento do conceito mais difundido internacionalmente e presente na literatura econômica.

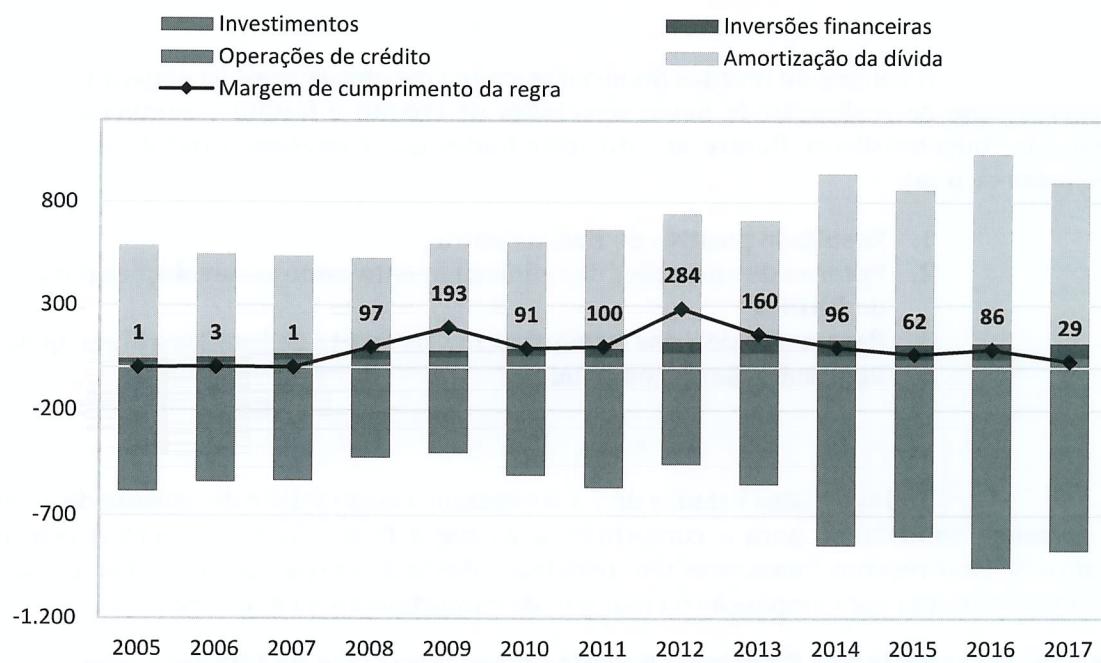
Tomando-se integralmente o conceito de despesas de capital na aplicação a Regra de Ouro brasileira, que inclui além dos investimentos e inversões financeiras, as amortizações da dívida pública federal (i.e, os resgates ou rolagem da dívida) *vis-à-vis* o fluxo de operações de crédito realizadas, é possível detalhar em que medida a regra fiscal foi cumprida no país. O gráfico 2 revela que a regra fiscal tem sido cumprida, pelo menos, desde 2005.

---

<sup>18</sup> O FAR é um fundo de natureza privada criado com o objetivo de prover recursos para o programa de arrendamento residencial e minha casa minha vida (MCMV). A administração do FAR é feita pela Caixa, cujo destino dos recursos é atender indivíduos com renda familiar bruta mensal *per capita* de R\$ 1.800.



**Gráfico 2: Evolução dos Fatores Condicionantes da Regra de Ouro Brasileira (Em R\$ bilhões a preços correntes)**



Fonte: Siga Brasil

Elaboração: IFI

A despeito do sistemático cumprimento da Regra de Ouro para o caso brasileiro que, conforme destacado nos parágrafos acima, se deve ao volume de receitas financeiras e à ampliação da base das despesas de capital, de 2005 a 2007 a regra quase não foi cumprida. A reduzida margem de cumprimento observada nesse período sofreu, todavia, relevante alteração de 2008 a 2012, quando a execução das despesas de capital superou o fluxo de operações de crédito realizadas em R\$ 153 bilhões, em média. Já desde 2013, tem ocorrido gradativo recuo da margem de cumprimento da regra fiscal.

Para o período inicial, de 2005 a 2007, chama atenção que a reduzida margem de cumprimento ocorreu mesmo diante da ampliação dos investimentos e inversões financeiras, que não foram suficientes para compensar o recuo observado na rolagem da dívida pública federal (i.e., nas amortizações). No período seguinte, de 2008 a 2012, o excedente justifica-se pela combinação da expansão das despesas de capital, tanto dos investimentos e inversões financeiras, quanto das amortizações, seguida pela menor necessidade de realização de operações de crédito.

O crescimento do volume de receitas financeiras, que serão detalhadas na próxima subseção, tem contribuído para a redução das necessidades de financiamento nos últimos dez anos, desde 2008. A expansão destas receitas, associado ao avanço das despesas de capital no período de 2008 a 2012, explica o substancial incremento observado na margem de cumprimento da regra fiscal. A partir de 2013, a despeito da manutenção de elevadas receitas financeiras, o continuado recuo nas despesas de investimentos reduziu gradativamente o excesso de despesas de capital *vis-à-vis* o volume de operações de crédito.



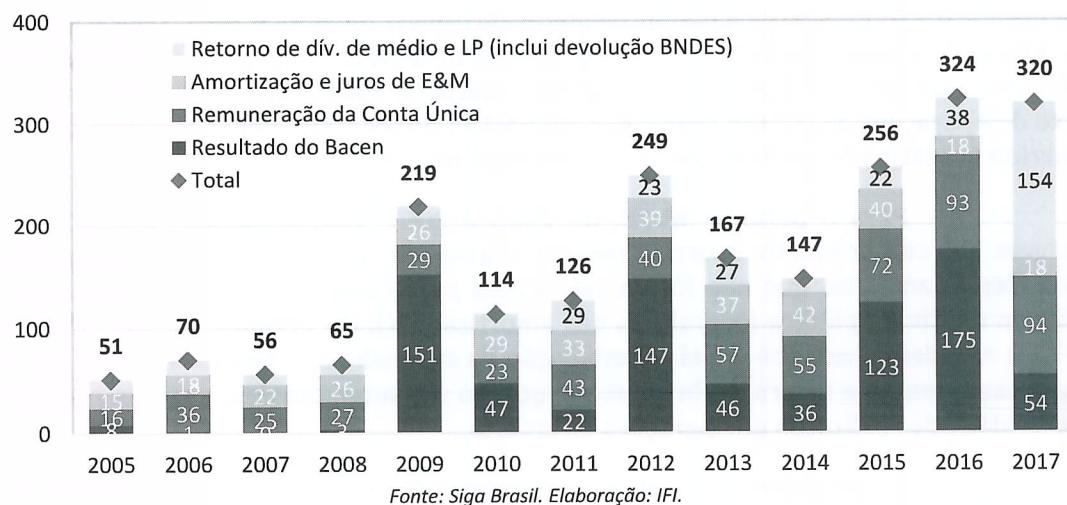
### III.2 – MARGEM DA REGRA DE OURO E CONDICIONANTES DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO (LADO ESQUERDO)

O volume de receitas financeiras, conforme observamos na equação 6, reduz a necessidade de realização de novas operações de crédito e facilita o cumprimento da Regra de Ouro brasileira. Dentre as principais fontes que compõem a receita financeira, destacam-se o (a):

1. Resultado positivo do Banco Central,
2. Retorno de operações de refinanciamento como as devoluções por parte do BNDES,
3. Pagamento de juros e amortizações por parte de Estados e Municípios, e
4. Remuneração da conta única.

Todos os itens listados de 1 a 4 reduzem a necessidade de emissão de dívida e, portanto, contribuem para o cumprimento da regra fiscal. Conforme evidenciado no gráfico 3, estas receitas financeiras têm registrado destacada expansão na última década e assim contribuído para ampliação da margem de cumprimento da Regra de Ouro.

**Gráfico 3: Evolução das Principais Receitas Financeiras (Em R\$ bilhões a preços correntes)**



Dentre as quatro principais receitas financeiras listadas acima, a remuneração da conta única, o pagamento da dívida que os estados e municípios tem junto ao governo federal e o retorno ordinário das operações de refinanciamento, constituem-se como receitas financeiras recorrentes cuja dinâmica foi bastante estável de 2005 a 2009. A



partir de 2010, o repasse do lucro operacional e decorrente das operações cambiais do Banco Central para o Tesouro Nacional, particularmente relevante no contexto de desvalorização da taxa de câmbio, passou a impactar mais fortemente as receitas financeiras.

De forma semelhante, a tendência de acúmulo do saldo da conta única verificado entre 2009 e 2011 exerceu contribuição adicional na medida em que ampliou sua remuneração, minimizando assim a pressão sobre o fluxo de operações de crédito. Os pagamentos extraordinários por parte do BNDES a título de antecipação dos créditos concedidos pelo Tesouro, também contribuíram para ampliação do volume de receitas financeiras.

Para efeito de apuração das operações de crédito, importa notar que as emissões efetuadas no contexto da gestão da dívida pública federal somente serão consideradas no exercício financeiro em que forem utilizadas para o pagamento de despesas, conforme prescrição do § 4º do art. 6º da Resolução nº 48/07 do Senado Federal. Com isso, as operações de crédito para efeito de cumprimento da Regra de Ouro são deduzidas da variação no chamado “colchão de liquidez”, equivalente à variação no saldo de uma subconta específica da conta única que tem por objetivo oferecer maior flexibilidade na gestão da dívida pública. Receitas de emissões, portanto, que eventualmente excedam as despesas de capital, mas que não tenham sido utilizadas ficam separadas nessa subconta e podem ser utilizadas para amortização da dívida em períodos subsequentes.

Situação semelhante ocorre com os pagamentos antecipados feitos pelo BNDES, que ajudam no cumprimento da Regra de Ouro apenas quando são efetivamente utilizados para pagamento dos serviços da dívida. A título de exemplo, o pagamento antecipado de R\$ 100 bilhões realizado em 2016 não foi integralmente utilizado para cobrir despesas com a dívida naquele exercício. Os dados revelam que este montante, somado ao novo pagamento extraordinário em 2017 (de R\$ 50 bilhões), foram utilizados mais fortemente no ano passado quando o retorno das operações de refinanciamento atingiu R\$ 154 bilhões, reduzindo a necessidade de novas operações de crédito.

Chama atenção ainda o importante recuo em 2016/17 no pagamento da dívida que os estados e municípios tem com o governo federal. A esse respeito, conforme destacado em estudo especial da IFI que abordou a capacidade de pagamento dos estados<sup>19</sup>, a concessão de descontos extraordinários e decrescentes na parcela da dívida estadual para o período de 24 meses, de julho de 2016 a junho de 2018, reduziu as receitas financeiras do governo federal.

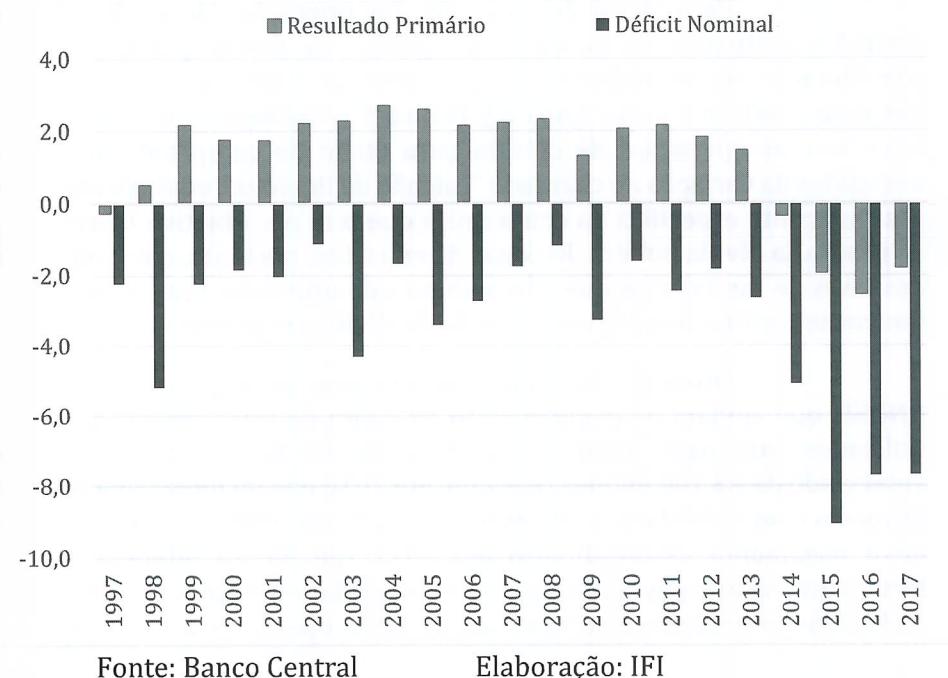
Além das receitas financeiras, existem outros dois fatores descritos na expressão 6 que influenciam a margem de cumprimento da Regra de Ouro: o déficit primário e os juros reais. Neste caso a influência é contrária: o déficit primário e o gasto com juros geram pressões sobre as operações de crédito que dificultam o cumprimento da Regra de Ouro. A respeito do juro real, existem diferenças metodológicas entre o dado considerado para efeito de cálculo da Regra de Ouro e o apurado nas estatísticas fiscais abaixo-da-linha, que são exploradas em maior detalhe na seção IV. De forma sucinta, enquanto o primeiro trabalha com ótica de caixa, o segundo é apurada sob o regime de competência.

---

<sup>19</sup> O estudo especial, publicado em maio de 2017, está disponível em <http://www2.senado.leg.br/capag>.

No tocante à pressão que o déficit primário exerce sobre o fluxo de operações de crédito, o gráfico 4 aponta que no período posterior à crise de 2008 houve tendência gradual de recuo do superávit primário. A partir de 2014, quando houve importante reversão de superávit para déficit de 0,4% do PIB ou R\$ 20,4 bilhões, a contribuição do resultado não financeiro para a regra fiscal passou a ser negativa. Os déficits primários substanciais nos períodos posteriores, assim como a perspectiva de lenta e gradual recuperação do saldo fiscal, impõem, portanto, relevante pressão em torno da necessidade de realização de novas operações de crédito.

**Grafico 4: Evolução do Resultado Primário e Déficit Nominal do Governo Federal (em % do PIB)**



### III.3 – CÁLCULOS ALTERNATIVOS PARA A MARGEM DE CUMPRIMENTO DA REGRA DE OURO

O resultado da aplicação de uma Regra de Ouro conceitualmente mais dilatada no caso brasileiro tem permitido seu cumprimento intertemporal, apoiado tanto no elevado volume de receitas financeiras, quanto no amplo conceito de despesas de capital. Na presença de ambos os fatores, conforme demonstramos, tanto nesta seção quanto na anterior (expressão 4), é possível cumprir a regra fiscal mesmo com elevado déficit corrente, desde que este déficit seja compensado por receitas ou despesas financeiras. Isto é, procuramos mostrar que na prática a Regra de Ouro funciona como um teto para o déficit corrente dado pelo volume de receitas e despesas financeiras do Tesouro Nacional.

Diante da particularidade do caso brasileiro na aplicação da Regra de Ouro e, reconhecendo uma abordagem *stricto sensu* da literatura internacional, é interessante conhecer qual seria a posição fiscal do Brasil caso perseguisse o conceito mais próximo do



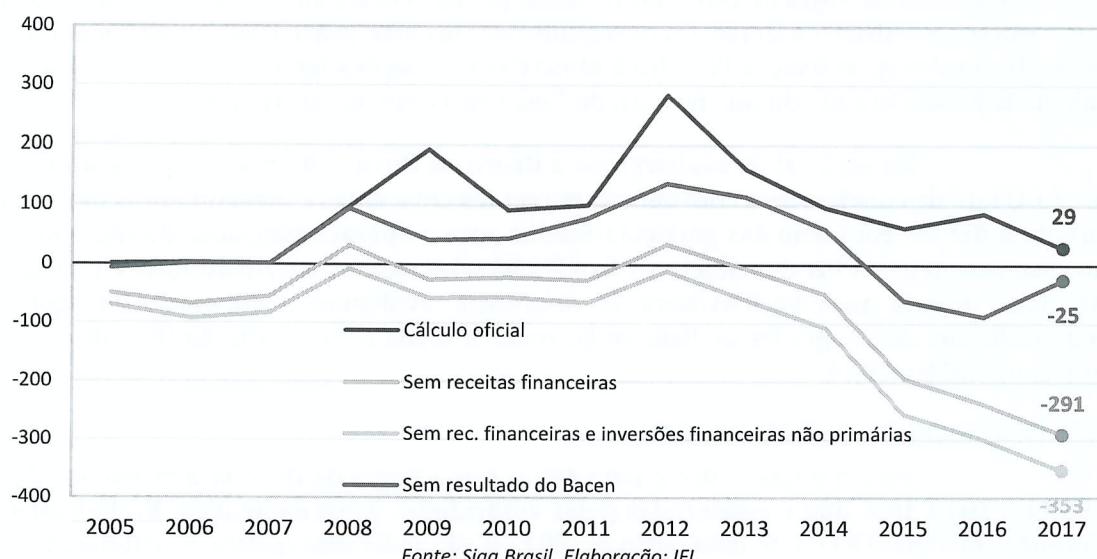
livro texto de economia. De outra forma, ao expurgar as particularidades constantes na aplicação da regra fiscal Brasileira, teremos uma aproximação à configuração clássica da Regra de Ouro baseada em um conceito mais acurado de equilíbrio do orçamento corrente.

Como forma de minimizar a arbitrariedade e ampliar a transparência em torno das rubricas que poderiam ser expurgadas do cálculo da regra fiscal, oferecemos três estimativas para aferir a margem de cumprimento da regra de ouro:

1. Excluindo o repasse do resultado positivo do Banco Central,
2. Excetuadas as quatro principais receitas financeiras, e,
3. Excluído tanto o item anterior (2) quanto as inversões financeiras com impacto não primário (financeiro).

Todos três os resultados alternativos partem do cálculo oficial (apresentado no gráfico 2) que sintetiza em que medida as despesas de capital foram superiores (inferiores) ao fluxo de operações de crédito. Conforme exposto pelo gráfico 5, em todas as métricas, o descumprimento da Regra de Ouro teria ocorrido em mais de um ano no período de análise.

**Gráfico 5: Cálculos Alternativos para a Evolução da Margem de Cumprimento da Regra de Ouro (Em R\$ bilhões a preços correntes)**



Ao expurgar o repasse do resultado do Banco Central, uma receita financeira, teria ocorrido descumprimento da Regra de Ouro em quatro períodos: 2005, 2015, 2016 e 2017. Para uma métrica mais restrita, que exclui não apenas o resultado do Banco Central mas todas as demais receitas financeiras, haveria descumprimento em onze dos treze anos analisados: apenas em 2008 e 2012 a regra fiscal teria sido cumprida. Do ponto de vista do conceito mais rigoroso e normativo, que desconsidera tanto as receitas financeiras supracitadas quanto as despesas de capital não primárias (ou financeiras), a regra teria sido descumprida em todos os anos da série.



É notável, portanto, que para conceitos que se proponham a buscar a configuração clássica da Regra de Ouro, baseada em uma versão mais rígida de equilíbrio do orçamento corrente, seu descumprimento ocorreria não apenas antes do sugerido pelo indicador oficial, como a profundidade do desequilíbrio seria substancialmente mais acentuada. No bojo de eventuais reflexões em torno dos caminhos a serem seguidos para a aplicação da Regra de Ouro no Brasil, é fundamental conhecer tanto a gravidade da assimetria quanto a correção requerida por um potencial novo arcabouço fiscal.

## IV – DESAFIOS PARA O CUMPRIMENTO DA REGRA DE OURO

Nos Relatórios de Acompanhamento Fiscal (RAF)<sup>20</sup> publicados mensalmente pela IFI, temos apontado as dificuldades de conduzir o país ao reequilíbrio das contas públicas. Conter a trajetória de rápida escalada da dívida pública demandará um esforço elevado, provavelmente por meio de uma combinação de ações tanto pelo lado das receitas quanto das despesas. A presente seção descreverá esses desafios no tocante à Regra de Ouro.

A análise da Regra de Ouro, de sua importância e dos desafios para o bom funcionamento devem ser separadas em duas discussões: a de curto prazo (explorados na subseção IV.1) e a estrutural (analisada na subseção IV.2).

Os dados do Tesouro Nacional sugerem importante complexidade em torno do cumprimento da Regra de Ouro das finanças públicas neste ano, mesmo com a devolução dos recursos do BNDES à União. Os desequilíbrios de curto prazo e suas possíveis soluções serão discutidos na subseção IV.1. No âmbito das simulações feitas pela IFI, a insuficiência calculada é mais branda do que no caso do Tesouro, como mostraremos.

Na seção IV.2, avaliaremos a Regra de Ouro sob uma perspectiva de longo prazo. O fato de convivermos com déficits correntes crescentes e investimentos deprimidos suscita o debate em torno das particularidades para a operacionalização da regra de ouro no caso brasileiro. À luz dos objetivos fixados há trinta anos na Constituição, e explorados há quase oitenta anos na literatura de referência, avaliamos a dimensão do equilíbrio requerido por essa regra fiscal. Esta seção reserva ainda a simulação da IFI para o médio prazo, de 2018 a 2024.

### IV.1 DESAFIOS DE CURTO PRAZO

Algumas alternativas para evitar que a Regra de Ouro seja descumprida, em 2018 ou 2019, têm sido consideradas pelas autoridades governamentais. No Relatório do Tesouro Nacional (RTN) de dezembro de 2017<sup>21</sup> são indicadas quatro possibilidades. Em coluna publicada no dia 8 de março de 2018, o jornalista Ribamar Oliveira do Valor

---

<sup>20</sup> Veja aqui o Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) nº 14 – [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/539124/RAF\\_14\\_2018.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/539124/RAF_14_2018.pdf)

<sup>21</sup> Veja aqui o Relatório do Tesouro Nacional (RTN) de dezembro de 2017 (apresentação) – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/314885/Dez2017.zip/7704e583-51bb-496a-943d-7790f2dc5ce1>.



Econômico<sup>22</sup>, também relatou que o governo estaria trabalhando com essas quatro alternativas:

- a) desvinculação de fontes orçamentárias de superávits de exercícios anteriores;
- b) cancelamento de restos a pagar não processados;
- c) extinção do Fundo Soberano do Brasil (FSB); e
- d) utilização de recursos do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND).

Na presente seção, discutiremos cada uma dessas medidas. Para este ano, mesmo contabilizadas as receitas financeiras decorrentes do repasse do lucro do Banco Central e das devoluções de recursos por parte do BNDES, a regra poderá ser descumprida. A insuficiência de recursos deve ficar em R\$ 203,4 bilhões, segundo o governo, diminuindo para R\$ 73,4 bilhões caso o BNDES devolva os esperados R\$ 130 bilhões. Ainda, se o déficit primário ficar em R\$ 143,8 bilhões, como prevê a IFI, e não em R\$ 159 bilhões (meta legal), esta insuficiência de R\$ 73,4 bilhões, em 2018, cairia para R\$ 58,2 bilhões. Na próxima subseção, apresentaremos os cálculos da IFI para o ano corrente e para o longo prazo.

Antes de discutir as quatro alternativas, é preciso compreender a válvula de escape prevista na Constituição de 1988, uma quinta possibilidade para resolver a equação neste ano. O dispositivo da Regra de Ouro brasileira, já mencionado no início do Estudo, prevê que é proibida *"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"* (CF, 1988, Art. 167, Inciso III, grifo nosso). Dito de outra forma, se o Congresso autorizar (via crédito novo para despesa específica, ainda que seja uma despesa corrente), haveria a possibilidade de, excepcionalmente, descumprir a regra.

Para este ano, isso poderia ocorrer, por exemplo, através da edição de um projeto de lei por parte do Poder Executivo propondo um crédito suplementar para despesas previdenciárias. Para 2019, as discussões ainda se concentram no âmbito do envio da peça orçamentária. O Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) teria de contemplar essa possibilidade, ou seja, teria de nascer em desequilíbrio, prevendo uma adequação futura. Por si só, o fato ensejaria um debate técnico e político intenso, podendo produzir turbulências no complexo quadro econômico e fiscal interno. Há ainda quem aposte na hipótese de dois orçamentos paralelos. A ideia seria trazer parte do orçamento do ano que vem em forma de anexo, no PLOA, condicionando sua efetividade à obtenção de fontes de recursos para execução das despesas ali indicadas.

De todo modo, essa saída é controversa e, à visão de parte dos especialistas, incompleta. Mesmo que se pudesse utilizá-la, tanto para 2018 como para 2019, o que fazer nos próximos exercícios? Continuar lançando mão continuamente da cláusula de escape? É preciso separar as discussões, como propomos aqui, sem embaralhar saídas de curto prazo

---

<sup>22</sup> Acesso à coluna “Medidas ajudarão na ‘regra de ouro’ em 2019”, de Ribamar Oliveira – <http://www.valor.com.br/brasil/5370707/medidas-ajudarao-na-regra-de-ouro-em-2019>

com soluções estruturais. É importante reforçar que as alternativas de solução analisadas no presente estudo não constituem recomendações de política.

As quatro possibilidades levantadas pela imprensa e pelo próprio Tesouro, no RTN de dezembro de 2017<sup>23</sup> a partir de informações prestadas por autoridades fiscais, não se configuram como soluções estruturais ou de médio e longo prazo. A opção por alguns desses instrumentos, destaca-se, independeria do aval do Congresso Nacional e poderia ser providenciada por decreto presidencial, por exemplo.

#### IV.1.1 – DESVINCULAÇÃO DE FONTES ORÇAMENTÁRIAS E CANCELAMENTO DE RESTOS A PAGAR

A respeito da desvinculação de fontes orçamentárias de superávits de exercícios anteriores (analisada no Box a seguir), a estratégia passaria por liberar recursos vinculados a destinações específicas para financiar outras despesas primárias (ou financeiras) e, assim, reduzir a necessidade de emissão de dívida pública, o que auxiliaria o governo na tarefa de cumprir a Regra de Ouro. Como veremos, esta é uma saída de caráter contábil e que não muda a efetiva posição fiscal do governo.

---

<sup>23</sup> Disponível na apresentação dos resultados fiscais de janeiro deste ano. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/-/historico-resultado-do-tesouro-nacional>.

**Box. Recursos vinculados e Regra de Ouro**

Segundo a Lei nº 4.320, de 1964<sup>24</sup>, em seu artigo 43, parágrafo 2º, o superávit financeiro é a diferença entre ativo e passivo financeiros. A mesma lei define também estes dois últimos conceitos. De maneira direta, os ativos financeiros incluem receitas vinculadas e não gastos de exercícios passados. Já o passivo financeiro é composto basicamente por despesas contratadas e não realizadas, como os restos a pagar. O tema será alvo de trabalho futuro da IFI, dada sua importância em vários âmbitos da política econômica.

As vinculações legais ou constitucionais de receitas obrigam a que determinadas receitas arrecadadas financiem exclusivamente gastos específicos. Ocorre que, muitas vezes, arrecadam-se os valores, mas por falta de projetos, por contingenciamentos orçamentários ou por outras razões, esses recursos não são gastos no exercício de arrecadação.

Por força da LRF, esses recursos permanecem vinculados mesmo que sua utilização ocorra em anos seguintes ao de ingresso. Os recursos vinculados e não utilizados, acumulados ao longo dos anos, compõem as disponibilidades de caixa da União, um estoque de recursos depositados no Banco Central rendendo receita de juros próxima à aplicação da Selic<sup>25</sup>.

Cabe um exemplo. Se o governo de um país hipotético tem 100 unidades monetárias (u.m.) de dívida bruta e 10 u.m. de disponibilidades de caixa depositadas na sua conta no Banco Central, sua dívida líquida é igual a 90 u.m. Analogamente, é como um cidadão que possui financiamento habitacional e aplicação no banco, o qual lhe garante, na aplicação, taxa de juros semelhante à paga no financiamento habitacional. Assim, o indivíduo tem as seguintes opções: i) sacar recursos da aplicação para abater parte do financiamento ou ii) manter os recursos aplicados rendendo juros. A alternativa "i" amarra as receitas ao abatimento da dívida, enquanto a alternativa "ii" dá liberdade para gastar as receitas de juros e manter o financiamento inalterado.

No caso do Brasil, o Banco Central garante uma rentabilidade semelhante à dos títulos da dívida pública federal (isto é, ele paga uma taxa próxima da Selic sobre os valores da Conta Única). O Tesouro Nacional obtém, assim, uma remuneração pelas suas disponibilidades depositadas em sua Conta Única no Banco Central que, atualmente, é próxima do próprio custo de emissão dos títulos públicos.

Existem variados motivos que explicam o nível das disponibilidades financeiras na Conta Única. O primeiro, já destacado, é a acumulação de fontes vinculadas de superávits de exercícios anteriores. Outro motivo é que o Tesouro pode realizar emissões de títulos superiores às suas necessidades de financiamento para formar seu colchão de liquidez, espécie de reserva a ser utilizada quando as condições do mercado não permitem que o Tesouro se financie em condições adequadas.

Um terceiro incentivo para o acúmulo de disponibilidades é a receita decorrente da remuneração desses valores pelo Bacen. Essa remuneração totalizou R\$

97,1 bilhões, em 2017, de acordo com dados fornecidos mensalmente pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN)<sup>26</sup>. Apesar desta receita não possuir origem primária, ela pode ser utilizada para pagar despesas não financeiras, abrindo espaço na Regra de Ouro.

Assim, podemos listar algumas conclusões sobre a desvinculação **de fontes orçamentárias de superávits de exercícios anteriores**:

- 1) reduz a dívida líquida do Tesouro Nacional;
- 2) se os recursos forem desvinculados, sendo liberados para pagamento de despesas primárias (ou financeiras), ocorrerá uma baixa no ativo financeiro, mas uma igual redução na necessidade de emissão de títulos para financiamento do déficit público;
- 3) o item dois representa mais espaço na Regra de Ouro (menos dívida); e
- 4) dada uma mesma meta de resultado primário, nada ocorre no âmbito não financeiro.

É preciso ter claro que não é simples promover a desvinculação de recursos do superávit financeiro. A medida requer alteração legal que, em princípio, pode ser feita por Medida Provisória, como ocorreu em 2015, com a desvinculação de recursos para pagamento de parte das chamadas pedaladas fiscais.

O detalhamento das disponibilidades de caixa da União, que inclui recursos advindos de superávits financeiros de exercícios anteriores, está contido em tabela publicada periodicamente pelo Tesouro Nacional, denominada disponibilidades de caixa e restos a pagar. É por meio desses dados, divulgados no Relatório de Gestão Fiscal (RGF), que procederemos com a análise<sup>27</sup>.

Para o exercício de 2017, o RGF<sup>28</sup> indica disponibilidades líquidas da ordem de R\$ 959,9 bilhões, seguindo a composição descrita na Tabela 1, conforme destaque sombreado. A lógica da tabela é dada pela seguinte equação: “disponibilidade de caixa

<sup>24</sup> Lei nº 4320/1964 - [http://www.planalto.gov.br/Ccivil\\_03/leis/L4320.htm](http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L4320.htm)

<sup>25</sup> De acordo com a MP 2.179/2001, a remuneração é calculada pela média ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil. Na prática, essa taxa se aproxima, em média, da taxa Selic.

<sup>26</sup> Acesse aqui as planilhas do Resultado do Tesouro Nacional (RTN) – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/246449/Anexos+Jan+2018+RTN.xlsx/a60f5764-9aae-4883-9d01-8344cd89eb81>

<sup>27</sup> A rigor, quando tomamos o Balanço Geral da União (BGU), em bases anuais, é possível acessar uma tabela contendo os dados isolados do superávit financeiro – e não de todas as disponibilidades de caixa – mas o confronto dos números mostra uma proximidade muito grande entre os valores. Como a tabela do RGF é mais detalhada e atualizada do que a do BGU, disponível ainda apenas para 2016, optamos por usar os dados do RGF. Outro ponto relevante a considerar é a relação do conceito de disponibilidade de caixa com a Conta Única da União. Os valores encontrados são próximos, mas há diferenças a considerar. Por exemplo, as disponibilidades de caixa incluem determinados valores que não estão na Conta Única, como os depósitos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) no BNDES. Essas questões técnicas sobre os três conceitos serão tratadas em estudo futuro.

<sup>28</sup> Relatório de Gestão Fiscal (RGF) de 2017 – <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/352657/RGFCONS2017.pdf>

líquida = disponibilidade bruta menos restos a pagar menos demais obrigações". Isto é, somam-se todos os recursos vinculados aos recursos ordinários disponíveis, dos quais se subtraem os pagamentos de restos a pagar processados e não processados e as demais obrigações, resultando na disponibilidade líquida. Para o cálculo do total de recursos potencialmente desvinculáveis, é necessário agregar as linhas B.8 e B.9 da Tabela 1 que informam valores vinculados principalmente por lei e não pela Constituição.

**Tabela 1 – Demonstrativo da disponibilidade de caixa e dos restos a pagar – janeiro a dezembro de 2017 (em R\$ bilhões)\***

	Recursos	Disponibilidade de caixa bruta (II)	Restos a pagar processados (II)	Restos a pagar não processados (III)	Demais obrigações financeiras (IV)	Disponibilidade de caixa líquida (V = I - II - III - IV)	
<b>A</b>	<b>Não vinculados/ordinários</b>	<b>119,2</b>	<b>6,4</b>	<b>49,9</b>	<b>12,0</b>	<b>50,9</b>	
<b>B = B.1 +...+ B.9</b>	<b>Vinculados</b>	<b>1.071,0</b>	<b>20,4</b>	<b>78,3</b>	<b>63,3</b>	<b>909,0</b>	
B.1	Educação	24,0	0,4	14,2	0,6	8,7	
B.2	Seguridade Social (exceto Previdência)	4,0	1,7	12,9	1,4	-	12,0
B.3	Previdência Social (RPPS)	-	5,0	0,1	0,2	-	5,4
B.4	Previdência Social (RGPS)	15,5	16,1	0,1	0,7	-	1,4
B.5	Operação de Crédito e Receitas Financeiras	635,4	0,5	23,3	6,6	605,0	
B.6	Alienação de Bens e Direitos	0,6	0,0	0,1	0,3	0,3	
B.7	Transferências Constitucionais e Legais a Estados, DF, Municípios, inclusive Fundos	12,8	-	9,3	0,0	3,5	
B.8	Fundos, Órgãos e Programas	323,4	1,6	18,2	23,1	280,5	
B.9	Outros recursos vinculados	60,2	-	0,0	30,4	29,8	
<b>C = A + B</b>	<b>Total</b>	<b>1.190,2</b>	<b>26,8</b>	<b>128,2</b>	<b>75,3</b>	<b>959,9</b>	
<b>D = B.8 + B.9</b>	<b>Recursos vinculados totais</b>	<b>383,7</b>	<b>1,6</b>	<b>18,3</b>	<b>53,6</b>	<b>310,3</b>	

\* A linha D representa o potencial de recursos a serem desvinculados, que não dependem de mudanças Constitucionais.

**Fonte:** Relatório de Gestão Fiscal de 2017. **Elaboração:** IFI.



O aumento de recursos não vinculados/ordinários (item A) é a forma pela qual se consegue liberar fontes para financiar despesas primárias. Quanto mais recursos não vinculados, maior o grau de liberdade do governo na alocação de recursos para pagar despesas e, assim, reduzir a necessidade de emissão de dívida para financiamento desses gastos não cobertos por receitas primárias, isto é, desses déficits gerados.

Há duas formas de liberar recursos (propostas “a” e “b”, na nossa lista inicial): a) desvincular os recursos e, assim, aumentar os recursos não vinculados disponíveis; e b) cancelar restos a pagar não processados.

Na alternativa “a”, o efeito é automático: desvincula-se um recurso originalmente destinado a uma finalidade específica, através de projeto de lei (no caso de vinculações legais), e o recurso torna-se livre ou não vinculado/ordinário.

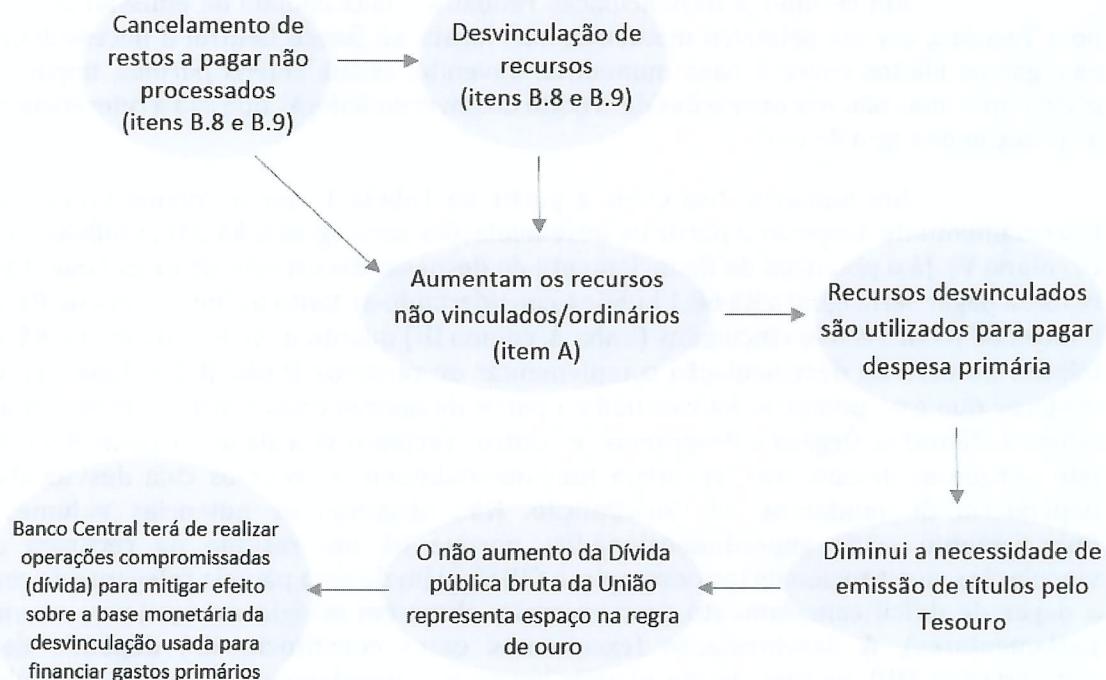
No caso “b”, é preciso entender que os restos a pagar não processados referem-se a despesas empenhadas, fase inicial da utilização das dotações orçamentárias. Como essas despesas são financiadas por determinadas fontes, ao serem canceladas as respectivas fontes ficam liberadas para pagar despesas primárias, assim como os recursos não vinculados. Finalmente, se o resto a pagar referir-se a recursos vinculados, a liberação dos recursos ocorrerá em duas etapas: primeiro, o cancelamento do resto e, segundo, a desvinculação da receita.

Importante registrar que não se discute, aqui a possibilidade de cancelamento dos restos processados, porque seu cancelamento é muito mais raro ou difícil de ser viabilizado, uma vez que se trata de despesa já liquidada (etapa orçamentária mais avançada, imediatamente anterior ao pagamento).

Para ter claro: no caso do resto a pagar não processado, que passou apenas pela etapa do empenho, o cancelamento é mais fácil e, portanto, crível. Para entender a lógica que acabamos de detalhar, apresentamos o diagrama 1 a seguir.



**Diagrama 1 – Expansão dos recursos não vinculados/ordinários para financiar despesas primárias**



**Fonte:** Elaboração própria.

Cabe ainda ressaltar que essas liberações de recursos não representam melhora efetiva na posição fiscal do governo. Tanto a estratégia “a” como a estratégia “b” envolvem o uso de recursos poupadados no passado para financiar gasto presente. Reduz-se essa poupança para financiar despesas atuais. O efeito sobre o resultado primário, tudo o mais constante, é neutro. O efeito sobre a dívida líquida do governo federal (ou seja, sem Banco Central) é neutro. Também há uma redução da pressão dos déficits públicos sobre a dívida bruta porque emissões de títulos que, na ausência do uso dos recursos desvinculados, seriam necessárias, passam a ser dispensáveis.

Contudo, o efeito dos recursos desvinculados e despendidos sobre a base monetária (quantidade de moeda circulando na economia) será eventualmente compensado pelo Banco Central, sob a hipótese de manutenção de uma mesma meta Selic<sup>29</sup>.

<sup>29</sup> O Banco Central, para controlar a inflação, realiza operações compromissadas com títulos públicos federais. O objetivo é manter os juros praticados pelo mercado ao redor da meta Selic, fixada pelo Conselho de Política Monetária (Copom) com vistas ao cumprimento da meta de inflação. Assim, o Banco Central provê ou reduz liquidez de acordo com os movimentos no mercado

A atuação da autoridade monetária, por meio de operações compromissadas, elevará a dívida bruta do governo geral. Como se vê, essa diferenciação entre a dívida do governo federal e a dívida bruta total é importante, porque a Regra de Ouro não leva em conta o Banco Central.

Em resumo, a desvinculação reduzirá a necessidade de emissão de títulos pelo Tesouro, em um primeiro momento, mas legará ao Banco Central a necessidade de enxugar os efeitos sobre a base monetária, havendo, assim, *ceteris paribus*, impacto na dívida total, mas não nas operações de crédito do governo federal, que são a referência para a apuração da regra de ouro.

Em números, fica claro, a partir da Tabela 1, que o volume potencial de financiamento de despesas a partir de desvinculações seria igual a R\$ 310,3 bilhões (linha D, coluna V). Já o potencial de financiamento de despesas decorrente de cancelamentos de restos a pagar seria igual a R\$ 68,1 bilhões, considerando-se tanto o efeito direto de R\$ 49,9 bilhões de recursos não vinculados (linha A, coluna III) quanto o efeito indireto de R\$ 18,2 bilhões no caso de desvinculação complementar de recursos (linha B.8, coluna III). Vale destacar que este potencial foi calculado a partir de apenas duas rubricas de recursos na tabela 1: “Fundos, Órgãos e Programas” e “Outros recursos vinculados” (linhas B.8 e B.9). Isto porque as demais correspondem fundamentalmente a recursos cuja desvinculação dependeria de mudanças na Constituição. Não obstante, os potenciais volumes de financiamento estão superdimensionados, porque há um resíduo de recursos com vinculações constitucionais (por exemplo, a CIDE), além de uma parcela relevante de restos a pagar de difícil cancelamento (por exemplo, obras em estágio avançado ou emendas parlamentares). A desvinculação (exceto nos casos constitucionais) depende de lei ordinária (ou MP), no caso de vinculações legais; e o cancelamento de restos depende de decreto presidencial.

#### IV.1.2 – USO DOS FUNDOS FSB e FND

O uso do Fundo Soberano do Brasil e do Fundo Nacional de Desenvolvimento também foi colocado como alternativa, no curto prazo, para facilitar o cumprimento da Regra de Ouro. Os recursos do FSB somam R\$ 24,7 bilhões. A extinção do Fundo representaria aumento de receitas (primárias ou financeiras)<sup>30</sup>, ensejando menor emissão de dívida e, assim, maior margem na Regra de Ouro.

---

aberto. No caso em tela, a desvinculação de recursos financeiros usados para financiar gastos produzirá um efeito expansionista sobre a base monetária. Se o Banco Central não atuar, tem-se, em última análise, um desvio da Selic em relação à sua meta.

<sup>30</sup> Há controvérsia sobre a forma de contabilização desses recursos, a partir da extinção do FSB. Quando criado, recursos do resultado primário foram direcionados à sua formação (R\$ 14,2 bilhões, à época equivalente a 0,5% do PIB). Ao extinguir o fundo, os recursos, em sua maioria depositados na Conta Única do Tesouro, passariam a estar disponíveis para financiamento de despesas primárias. A rigor, a definição de receita primária remonta à sua origem: quando não há redução de nenhum ativo para que ela seja produzida, é dita primária (impostos, por exemplo). Quando há redução de um ativo (o FSB, no caso em tela), a receita é classificada como financeira. Isso afetaria o resultado primário, vale dizer, mas não a regra de ouro.



O mesmo vale para o FND, caso seja definitivamente extinto e os recursos fiquem à disposição da União. Os valores disponíveis no FND totalizam, segundo declarações do governo à imprensa, R\$ 16 bilhões. Criado em 1986 e regulamentado posteriormente, o fundo tem como *funding* recursos de empréstimos compulsórios, cuja definição é dada, de acordo com o BNDES, da seguinte forma: *"O FND concedia, anualmente, empréstimos aos três agentes financeiros - BNDES, FINEP e Banco do Brasil - para aplicação em empresas do setor de ciência e tecnologia, exclusivamente através da FINEP; para os setores de insumos básicos e bens de consumo, via BNDES; e para pequenas e médias empresas, através do BNDES e do Banco do Brasil. O orçamento do FND integrava o Orçamento Geral da União, votado pelo Congresso Nacional."*

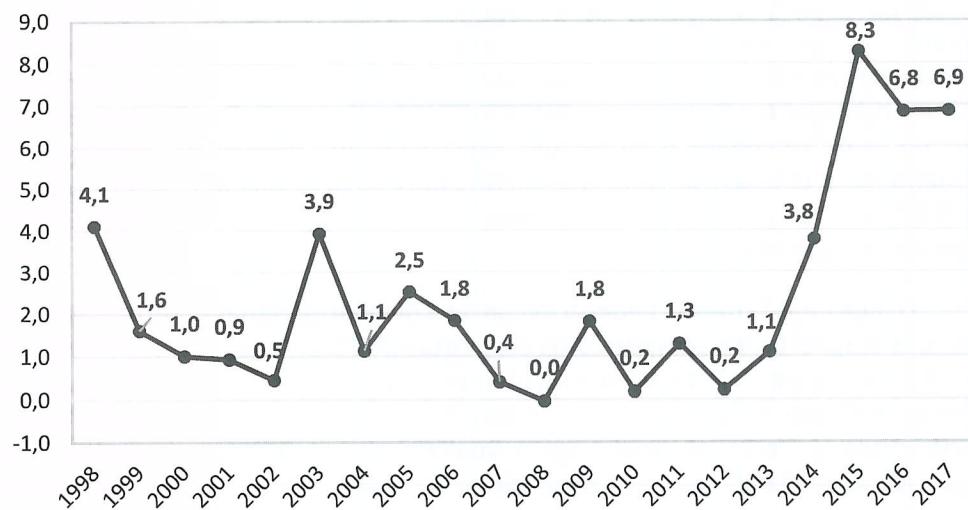
O Supremo Tribunal Federal declarou a inconstitucionalidade nas operações de devolução dos empréstimos compulsórios com cotas do FND, cessando as atividades do fundo e sua relação com os cotistas. O FND foi extinto pela lei nº 12.431, de 2010 (ainda sob análise jurídica, conforme sinalizado pelo Tesouro Nacional, na referida apresentação do RTN). A partir disso, a União pretende agora finalizar esse processo e permitir que os recursos sejam disponibilizados para pagamento de despesas primárias, abrindo espaço na regra de ouro.

#### IV.2 – DESAFIOS ESTRUTURAIS E SIMULAÇÕES REALIZADAS PELA IFI

Uma maneira relativamente simples de ilustrar os desafios de caráter estrutural é analisar a evolução do déficit corrente do governo federal. Para tanto, apresentamos no gráfico 6 uma aproximação deste déficit corrente que é calculado tomando-se como ponto de partida o resultado nominal do governo federal (isto é, a soma do resultado primário com os juros líquidos apurados pelo Banco Central). Em seguida, deduz-se as despesas primárias de capital (tanto as despesas de investimento quanto as demais inversões financeiras de caráter primário). Trata-se, assim, de um critério aderente aos conceitos mais utilizados internacionalmente. Como se vê, esta aproximação sugere que o déficit corrente do governo federal figura hoje em -6,9% do PIB. Há pelo menos vinte anos, a despeito do cumprimento da regra de ouro, existe um sistemático déficit corrente de acordo com esta métrica. Ora, se a regra de ouro é uma regra de déficit corrente nulo ou resultado corrente equilibrado, como mostramos na primeira seção deste Estudo Especial, tem-se um enigma não resolvido.

Conforme exibido no gráfico 6, o resultado corrente ficou fortemente negativo, a partir de 2014, em razão, particularmente, da combinação de geração continuada de déficits primários com aumento do volume de gastos de juros. Em 1998, no início da série construída pela IFI, o déficit corrente era de 4,1% do PIB, tendo ficado mais contido no período de 2007 a 2012, para em seguida avançar ao nível de 8,3% do PIB, em 2015, e aos atuais 6,9% do PIB. Dito de outra forma, a magnitude do indicador revela que o orçamento corrente é bastante deficitário e, nesse sentido, caminha na direção oposta ao princípio verificado na literatura econômica.

**Gráfico 6 – Evolução do déficit corrente do governo federal (% do PIB)**



**Fonte:** Elaboração própria.

Diante das particularidades na aplicação da regra fiscal brasileira, conforme destacado nas seções anteriores, o país vem formalmente cumprindo a regra por meio da contabilização de receitas financeiras do Banco Central (incluindo a remuneração da Conta Única) e do BNDES. No caso do Banco Central, esses fluxos de recursos originam-se principalmente na valorização das reservas internacionais, em reais, decorrente da depreciação cambial. No caso do BNDES, trata-se de devoluções dos créditos concedidos pelo Tesouro entre 2008 e 2014. Como estas receitas financeiras reduzem a necessidade de realização de operações de crédito, facilitam o cumprimento da regra.

Outro fator que aparta a Regra de Ouro brasileira de sua versão clássica é a contabilização de inversões financeiras junto dos investimentos, incluídas nas chamadas despesas de capital. Também a correção monetária da dívida (resultado da aplicação do IGP-M sobre o estoque de endividamento) é contabilizada como despesa de capital. Isto é, numa situação-limite, caso houvesse um pico inflacionário, a correção da dívida seria maior e isso permitiria um aumento das operações de crédito, sem que tivesse ocorrido qualquer elevação de investimento.

Discutiremos, a seguir, algumas questões de definição e cálculo dos juros reais e da atualização monetária (tópico IV.2.1); apresentaremos o método de simulação (IV.2.2) e, finalmente, os resultados obtidos a partir dos exercícios de simulação (IV.2.3).

#### IV.2.1 – Comentários sobre os juros reais e a atualização monetária

Abordaremos, aqui, questões relacionadas ao cálculo dos juros reais e da atualização monetária, muito relevantes na aplicação da Regra de Ouro brasileira.



Quando tomamos os dados da execução orçamentária, do SIAFI ou do SIGA-Brasil<sup>31</sup>, encontramos discrepâncias muito significativas entre os juros reais coletados nestes sistemas e os informados nas estatísticas fiscais abaixo-da-linha do Banco Central (Tabela 2). As diferenças de metodologia – acima ou abaixo da linha – não são suficientes para explicar a integralidade dessa questão.<sup>32</sup> No caso do Banco Central, a planilha de “Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) – Fontes e Usos” permite avaliar, mensalmente, o valor dos juros reais e a atualização monetária da dívida. Comparando-se essa série, em termos anuais, aos dados extraídos do SIGA-Brasil, temos a tabela 2.

No SIGA-Brasil, tanto os juros quanto a atualização monetária são calculados pelo critério de caixa. Por exemplo, se uma Letra do Tesouro Nacional (LTN) for emitida hoje, com prazo de vencimento em 2022, o valor da correção monetária será acumulado entre 2018 e 2022 e afetará as estatísticas apenas na ocasião da data do vencimento. No critério do Banco Central, os juros devidos e a atualização monetária são apurados anualmente, por competência.

Em períodos de inflação e juros relativamente estáveis, essas discrepâncias são menores. Já em períodos de variações importantes na inflação, na taxa Selic e também de acordo com o tipo de papel (e prazo médio) emitido pelo Tesouro, as diferenças tendem a ser maiores. Em 2017, por exemplo, enquanto as estatísticas abaixo-da-linha registraram atualização monetária negativa, de R\$ 1,4 bilhão, o SIGA-Brasil indicava um valor positivo de R\$ 138,6 bilhões. Vale notar que o IGP-M registrou desempenho pontualmente negativo em 2017.

**Tabela 2 – Diferentes Medidas para os Juros Reais e Atualização Monetária da Dívida**

	SIAFI/SIGA-Brasil		Banco Central do Brasil	
	Atualização Monetária	Juros Reais	Atualização Monetária	Juros Reais
<b>2010</b>	53,5	122,4	98,6	36,4
<b>2011</b>	68,3	131,1	45,7	147,3
<b>2012</b>	75,9	135,1	77,4	91,4
<b>2013</b>	94,5	141,7	55,1	156,4
<b>2014</b>	120,4	170,6	42,3	225,1
<b>2015</b>	117,2	208,4	127,7	292,6
<b>2016</b>	151,2	205,0	104,5	209,6
<b>2017</b>	138,6	203,2	-1,4	377,6
<b>Média no período</b>	<b>102,5</b>	<b>164,7</b>	<b>68,7</b>	<b>192,0</b>

Fonte: SIGA-Brasil e Banco Central do Brasil. Elaboração – IFI.

<sup>31</sup> O SIAFI é o sistema de dados do governo onde estão registradas todas as informações sobre a execução orçamentária; o SIGA-Brasil, do Senado Federal, reproduz esse sistema, em plataforma mais acessível e com lógica própria.

<sup>32</sup> O método acima da linha apura o resultado fiscal a partir das receitas e despesas; enquanto o abaixo da linha corresponde ao método de apuração do resultado fiscal a partir da variação do endividamento líquido.



É importante frisar que o dado de juros (nominais ou reais) não é comparável diretamente aos números comumente analisados na imprensa e pelos analistas, cuja fonte são as estatísticas fiscais divulgadas pelo Banco Central, pelas razões já supracitadas. A base de referência, como já dito, é o SIAFI ou o SIGA-Brasil.

#### IV.2.2 – Metodologia empregada nos exercícios de simulação da Regra de Ouro

Os exercícios de simulação ora propostas foram feitos da seguinte forma: estimativa do Lado Esquerdo da Regra de Ouro e estimativa do Lado Direito da Regra de Ouro, considerados os pontos levantados no tópico IV.1.1.

**O Lado Esquerdo** da regra (i.e, os fatores que estão por trás das operações de crédito) é composto pelos juros reais (apurados no critério SIAFI) e pelo déficit primário do Governo Federal. Desses dois componentes são subtraídas as principais receitas financeiras: resultado do Banco Central; devoluções de recursos pelo BNDES; remuneração da Conta Única; e juros e parcela da dívida dos Estados e Municípios pagos à União. Do **Lado Direito**, estão as despesas de capital: investimentos e inversões financeiras. A **insuficiência** e/ou **excesso** resultam da diferença entre o Lado Direito e o Lado Esquerdo. Valores negativos indicam insuficiência de recursos para cumprimento da Regra de Ouro. Valores positivos, excesso.

Começando pelo Lado Esquerdo, discutiremos as simulações para os juros reais. Para fins de simulação da Regra de Ouro, é preciso calcular o dado do SIGA-Brasil, que carrega as peculiaridades já mencionadas em IV.1.1. Projetamos os juros nominais, a partir da Selic média anual e da dívida pública federal, incluída toda a carteira de títulos sob responsabilidade do Banco Central (operações compromissadas somadas aos títulos livres). Em seguida, calculamos a atualização monetária, chegando ao cálculo apresentado na Tabela 3 para os juros reais. A atualização monetária tomou por base a evolução do IGP-M.

Especificamente para 2018 e 2019, apuramos os juros nominais, a correção monetária e os juros da seguinte forma: a partir do cronograma de vencimentos da dívida pública disponibilizado pelo Tesouro, no Relatório Mensal da Dívida Pública, obtivemos os valores dos títulos vencidos por tipo de indexador e aplicamos sobre eles, por um prazo de 3 a 6 anos (de acordo com o prazo médio das emissões de cada tipo de papel), a correção pelo IGP-M e a taxa de juros dada pelo custo médio de emissão de cada tipo de papel. Assim, obtivemos os valores dos juros nominais e reais e da correção monetária.<sup>33</sup>

Quanto aos outros componentes do Lado Esquerdo e do Lado Direito da Regra de Ouro, projetamos cada um deles a partir das relações conhecidas com os parâmetros macroeconômicos, cuja fonte é o próprio cenário base da IFI<sup>34</sup>.

Particularmente, o déficit primário é decorrente de processo próprio de estimativa, a partir de todas as despesas obrigatórias e discricionárias e da abertura das receitas primárias. Trata-se da variável analisada mensalmente pela IFI em seu Relatório de

<sup>33</sup> Ver o cronograma aqui - <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-dívida>. Para 2018, como o SIAFI e o SIGA já disponibilizam o valor dos juros pagos até março, o método explicado neste parágrafo foi utilizado para o período abril a dezembro de 2018.

<sup>34</sup> Para acessar os dados atualizados do cenário base da IFI, veja o Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de fevereiro de 2018 – [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF\\_13\\_2018.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF_13_2018.pdf)



Acompanhamento Fiscal (RAF). Para as devoluções do BNDES, assumimos premissa igual a R\$ 30 bilhões ou a R\$ 130 bilhões, em 2018 e a R\$ 15 bilhões para 2019. No caso do pagamento de juros pelos governos subnacionais, tomamos por base a evolução recente, considerando valor de R\$ 18 bilhões para 2018 e R\$ 39,6 bilhões para 2019. Quanto à Conta Única, projetamos sua evolução tendo como referência o valor que representa em relação ao PIB, relativamente estável, nos últimos anos, fixando então este percentual para simular o valor nominal em 2019. A variação da projeção da Conta Única permite aferir a remuneração da Conta Única. Em 2018, a remuneração da Conta Única decorre da aplicação da Selic média sobre o estoque da Conta Única.

Já para o Resultado do Banco Central tomamos o cuidado de considerar seus dois componentes: resultado cambial e resultado operacional. Para o primeiro, a partir das projeções da IFI para a taxa de câmbio, calculamos os valores das reservas internacionais e dos swaps cambiais, em reais. O estoque das reservas avança apenas em função de sua taxa de remuneração (considerada em 1%) e do estoque de *swaps* cambiais, que foi mantido constante em reais. A partir dessas duas estimativas – reservas e *swap* – calculamos o lucro cambial em reais do BC. Já o lucro operacional foi arbitrado em R\$ 26,4 bilhões, média histórica recente em torno do qual tem orbitado o resultado operacional. Como se trata de série relativamente estável, a premissa de fixar um valor no tempo parece pouco problemática. Para 2019, o resultado do Bacen será de R\$ 64,6 bilhões, conforme nossa simulação. Em 2018, fomos conservadores e assumimos o valor de R\$ 46,5 bilhões para o resultado do Bacen, conforme consta na Lei Orçamentária Anual (LOA) e no SIAFI, e não a estimativa a partir do método exposto, que resultaria em valor superior ao da LOA.

#### IV.2.3 – Resultados das simulações propostas para a Regra de Ouro

As conclusões do exercício feito pela IFI indicam que a Regra de Ouro será descumprida, em 2018, mesmo no cenário de devolução plena dos recursos financeiros pelo BNDES, sendo a insuficiência estimada pela IFI em R\$ 68,7 bilhões. Para 2019, nossas simulações também sugerem uma insuficiência, que seria da ordem de R\$ 98,8 bilhões. As alternativas indicadas na subseção IV.1 poderão ser utilizadas, a depender do posicionamento do Tribunal de Contas da União (TCU), conforme condição reconhecida e reportada pelo próprio Tesouro Nacional em suas apresentações. Finalmente, apresentaremos as simulações também para o médio prazo, que apontam descumprimento da Regra de Ouro por seis anos consecutivos, até 2024.

A Tabela 3 traz o detalhamento dos resultados das simulações propostas pela IFI, para 2018 e 2019, comparando-se os cálculos da IFI aos apresentados pela STN na apresentação mensal do Resultado do Tesouro Nacional e em outras fontes<sup>35</sup>. A Tabela 3 é composta de cinco colunas com valores simulados: quatro colunas referentes à IFI e uma referente ao Tesouro. As colunas “IFI” trazem valores estimados pela Instituição para cada ano, consideradas as especificidades expostas nos comentários no rodapé da Tabela 3. A

<sup>35</sup> Veja aqui a apresentação do Resultado do Tesouro Nacional (RTN), de fevereiro de 2018, onde constam informações utilizadas pela IFI para confecção da Tabela 3 - <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/web/stn/-/historico-resultado-do-tesouro-nacional>  
Veja aqui a apresentação da Coordenadoria da Dívida Pública Federal do Tesouro Nacional no 1º Seminário Internacional da Dívida Pública, de onde extraímos parte das informações para a confecção da Tabela 3 –

[http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2431:9:0::NO:RP,2:P9\\_ID\\_EVENTO,P9\\_IN\\_AMBIENTE\\_PUBLICACAO,P9\\_ID\\_UNIDADE:610,2,10&cs=19F2754C0E2BFE2B032330BC7A37735DD](http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2431:9:0::NO:RP,2:P9_ID_EVENTO,P9_IN_AMBIENTE_PUBLICACAO,P9_ID_UNIDADE:610,2,10&cs=19F2754C0E2BFE2B032330BC7A37735DD)

coluna “Tesouro” é uma estimativa feita pela IFI para o que seria o cálculo da Regra de Ouro à luz dos dados disponíveis, isto é, não se trata de dado divulgado pela STN.

**Tabela 3. Estimativas de insuficiência de recursos para cumprimento da Regra de Ouro nos anos 2018 e 2019.**

	IFI		TESOURO	IFI	
	2017*	2018**	2018***	2018****	2019
<b>A. Juros Reais</b>	203,2	281,4	281,4	263,5	254,5
<b>B. Déficit Primário</b>	119,4	148,3	148,3	159,0	140,9
<b>C. Devoluções do BNDES</b>	154,1	30,0	130,0	30,0	15,0
<b>D. Pagamento de juros e parcela da dívida pelos Estados e Municípios</b>	17,6	18,0	18,0	35,6	39,6
<b>E. Remuneração da Conta Única</b>	93,6	66,6	66,6	79,0	73,8
<b>F. Resultado do Bacen</b>	54,2	46,5	46,5	14,7	64,6
<b>G (= A + B - C - D - E - F). Lado Esquerdo da Regra de Ouro</b>	3,0	268,6	168,6	263,2	202,5
<b>H. Investimentos</b>	45,1	32,9	32,9	32,9	34,1
<b>I. Inversões</b>	70,9	67,0	67,0	67,0	69,5
<b>J (= H + I). Lado Direito da Regra de Ouro</b>	115,9	99,9	99,9	99,9	103,7
<b>K (= J - G). Insuficiência (valores negativos indicam insuficiência)</b>	112,9	-168,7	-68,7	-163,3	-98,8

\* Dados realizados com cálculo da Regra de Ouro feito pela IFI. \*\*Simulações da IFI considerando-se devolução de R\$ 30 bi pelo BNDES. \*\*\* Simulações da IFI considerando-se devolução de R\$ 130 bi pelo BNDES. \*\*\*\* Dados coletados em apresentações do Tesouro Nacional, conforme fontes indicadas no rodapé nº 14, e no Relatório de Avaliação Bimestral do Orçamento (1º bimestre/2018).

Em 2018, as contas da IFI indicam uma insuficiência (valores positivos na linha K da Tabela 3) de R\$ 168,7 bilhões, quando considerada devolução de recursos, pelo BNDES, de apenas R\$ 30 bilhões. Quando incorporada a devolução total (R\$ 130 bilhões) que o governo pretende obter do banco, a linha K da Tabela 3 passa a ficar negativa em R\$ 68,7 bilhões, indicando descumprimento da Regra de Ouro, mas em valor mais contido do que o sustentado pela STN.

As estimativas oficialmente divulgadas pela STN apontam uma insuficiência de R\$ 203,4 bilhões, para 2018, conforme Resultado do Tesouro Nacional de fevereiro de 2018, e considerando devolução de apenas R\$ 30 bilhões pelo BNDES, de acordo com relatório publicado pelo órgão.<sup>36</sup> Na Tabela 3, como se pode ver, apontamos um número menor, indicado na coluna “Tesouro”, da ordem de R\$ 163,3,0 bilhões. Isso ocorre porque optamos pelo esforço de realizar a estimativa indireta também para a coluna “Tesouro”, partindo de informações disponibilizadas pela própria STN. Neste caso, se considerássemos os R\$ 100 bilhões adicionais, a estimativa da IFI para a conta “Tesouro” ficaria em R\$ 63,3 bilhões, muito próxima da insuficiência calculada pela IFI, de R\$ 68,7 bilhões.

A coluna Tesouro é composta de algumas informações obtidas em apresentação do Tesouro do ano passado, mencionada no rodapé nº14; no último Relatório

<sup>36</sup> O Tesouro, inicialmente, simulou uma insuficiência de R\$ 184,3 bilhões, conforme apresentação realizada no 1º Seminário Internacional da Dívida Pública, organizado pelo próprio órgão (ver links no rodapé nº 14). Em seguida, no Resultado do Tesouro Nacional de dezembro de 2017, apontou insuficiência de R\$ 208,6 bilhões. Finalmente, em fevereiro, soltou o número mais atualizado, de R\$ 203,4 bilhões, mas considerando apenas R\$ 30 bilhões em devoluções do BNDES.



de Avaliação Bimestral do Orçamento<sup>37</sup>; e na apresentação do Resultado do Tesouro Nacional de fevereiro de 2018. Por exemplo, no cálculo mais recente, o Tesouro afirmou considerar devolução de R\$ 30 bilhões pelo BNDES à União neste ano. Também apontou reduções nas estimativas dos valores de investimentos e inversões financeiras. São R\$ 32,9 bilhões em investimentos e R\$ 67 bilhões em inversões financeiras. Já os juros reais considerados no cálculo mais recente não foram informados. Assim, optamos por considerar o valor apontado na apresentação mais antiga, da ordem de R\$ 263,5 bilhões, na coluna “Tesouro” da Tabela 3, valor inferior ao projetado pela IFI (R\$ 281,4 bilhões). Finalmente, para os pagamentos feitos por Estados e Municípios, consideramos também o valor antigo, da ordem de R\$ 35,6 bilhões, na coluna “Tesouro”. Essas são as razões pelas quais o número indicado na coluna “Tesouro”, na Tabela 3, não é igual ao informado pelo próprio órgão na apresentação do Resultado do Tesouro Nacional de fevereiro.

Apesar dos meritórios avanços promovidos pela Secretaria do Tesouro Nacional, com ganhos importantes para a transparência, as informações sobre a Regra de Ouro ainda guardam algumas complexidades para sua estimação. Essa é uma das razões pelas quais os exercícios de simulação feitos pela IFI podem conter imprecisões, sobretudo em razão da dubiedade e distinções de ordem metodológica para reprodução do cálculo oficial da Regra de Ouro. Registre-se que o Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO), em tabela específica, apresenta o cálculo direto da Regra de Ouro, mostrando o valor agregado considerado para as “Receitas de Operações de Crédito”, mas não a sua composição ou forma de cálculo.<sup>38</sup> Para uma análise econômica detalhada dos fatores condicionantes da regra, os dados desagregados se fazem necessários. É o que se costuma denominar de “cálculo indireto da Regra de Ouro”.

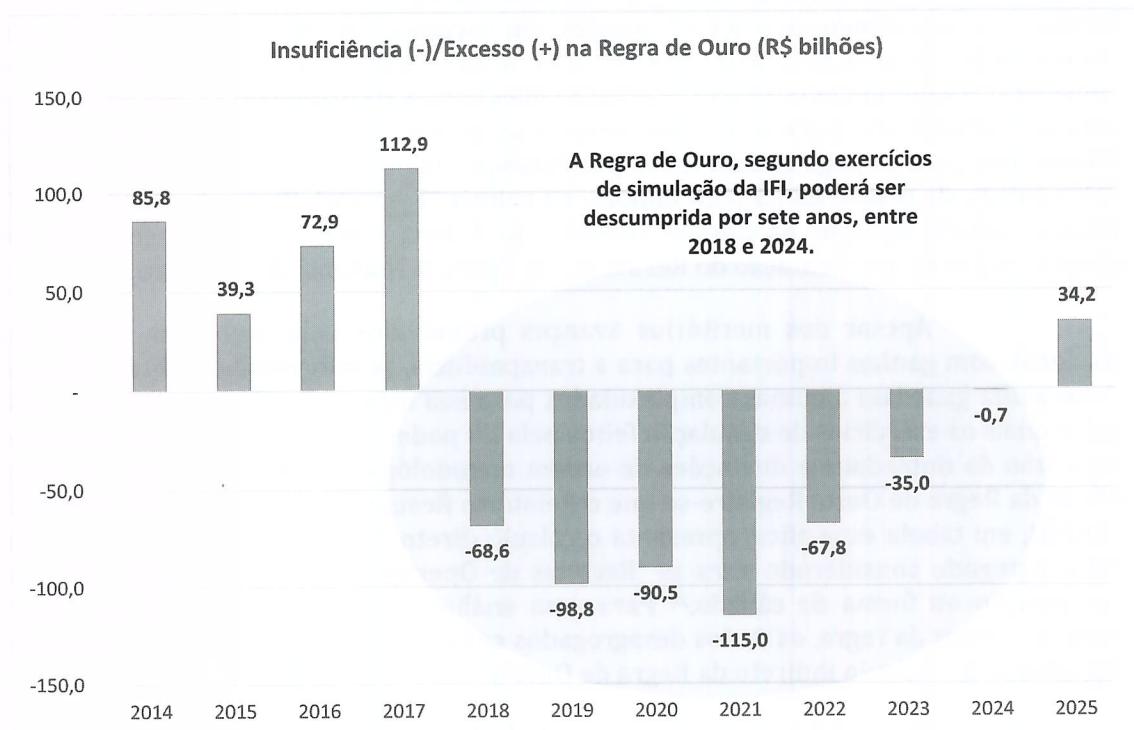
Passando, agora, à simulação da Regra de Ouro para período mais longo, é possível identificar importante insuficiência para os próximos 6 anos, até 2024 (gráfico 7).

<sup>37</sup> Relatório de Avaliação Bimestral do Orçamento (1º bimestre) – <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/orcamento-1/informacoes-orcamentarias/relatorios-de-avaliacao-fiscal>

<sup>38</sup> O acesso à tabela referida para 2017 pode ser feito no link abaixo:  
<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/352657/RREOdez2017.pdf>



**Gráfico 7. Evolução da Regra de Ouro de 2010 a 2025, conforme exercícios de simulação feitos pela IFI (R\$ bilhões correntes)**



Fonte: Banco Central do Brasil, Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração – IFI.

## V – CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este Estudo Especial apresentou um balanço sobre a experiência brasileira com a Regra de Ouro e apontou desafios para evitar seu descumprimento nos próximos anos. Inicialmente, apresentamos a lógica que está por trás da configuração básica da Regra de Ouro, juntamente com um conjunto de argumentos contrários e favoráveis à sua adoção presentes na literatura especializada. Em seguida, procuramos destacar duas especificidades que fazem com que a experiência brasileira com a Regra de Ouro seja distinta da configuração básica consagrada na literatura de finanças públicas.

De maneira mais precisa, mostramos que a regra brasileira utiliza definição muito abrangente para as despesas de capital, o que abre espaço para que seu cumprimento ocorra mesmo quando o fluxo de operações de crédito cresce bastante acima dos investimentos públicos. Para tanto, basta que esta diferença seja compensada pelas demais categorias contabilizadas entre as despesas de capital, como por exemplo as despesas financeiras. Além disto, mostramos que a regra brasileira não exige necessariamente equilíbrio do orçamento corrente. Sua restrição deve ser mais apropriadamente interpretada como um teto para o déficit corrente que depende diretamente do volume de receitas e despesas financeiras do governo federal. Por sua vez, estas receitas e despesas financeiras alcançaram volumes expressivos com o passar dos anos, de modo que a



restrição imposta pela Regra de Ouro sobre o teto de déficit corrente acabou tornando-se muito flexível.

São justamente estas duas peculiaridades da Regra de Ouro brasileira que viabilizam sua convivência com investimentos públicos deprimidos, elevados déficits correntes e crescente endividamento. Tais peculiaridades permitem inclusive que a aplicação da regra, no Brasil, se distancie dos dois princípios básicos preconizados pela configuração clássica da Regra da Ouro, a saber: a viabilização da execução dos investimentos que beneficiam as gerações futuras e o controle rígido sobre o orçamento corrente.

Esta perspectiva foi reforçada pela análise dos fatores condicionantes da margem de cumprimento da Regra de Ouro de 2005 a 2017, na qual destacamos a importância das receitas e despesas financeiras. Nossos cálculos alternativos indicam que, após serem excluídas as contribuições destas receitas e despesas financeiras, a margem teria sido negativa em todos os anos deste período (sobretudo a partir de 2014, quando o quadro fiscal passou a combinar déficits primários com um maior volume de despesas de juros). Mais ainda, um exercício de simulação apresentado neste Estudo Especial sugere que, mesmo contando com as fontes usuais de receitas financeiras, pode haver insuficiência de recursos para cumprimento da Regra de Ouro em todos os anos de 2018 até 2024. De outra forma, não somente o cumprimento da Regra de Ouro vem dependendo fortemente das receitas e despesas financeiras como o cenário mais factível é que esta situação se perpetue pelos próximos anos.

Este quadro impõe um conjunto de desafios que podem ser subdivididos entre aqueles de curto prazo e os de caráter mais estrutural. Os desafios de curto prazo estão relacionados aos obstáculos legais e operacionais para o governo dar prosseguimento a um conjunto de medidas, já em curso no ano de 2018, para ampliar suas disponibilidades de caixa não vinculadas (via cancelamento de restos a pagar ou desvinculação de fontes recursos) e também para contar com fontes de fundos públicos que seriam extintos (FND e FSB). A motivação básica desta estratégia é recorrer a recursos previamente acumulados para financiar uma parte do déficit público e assim reduzir pressões sobre as operações de crédito.

Porém, este tipo de estratégia emergencial não equaciona os obstáculos mais estruturais. Conforme argumentamos, quando o governo federal deixa de financiar integralmente seus déficits via emissão de dívida, ele também provoca um aumento de liquidez na economia. Tudo mais constante, o excesso de liquidez tende a ser enxugado por meio das operações compromissadas através das quais o Banco Central vende títulos do Tesouro Nacional que estão na sua carteira com compromisso de recomprá-los em prazo determinado. Ou seja, o Tesouro Nacional deixa de realizar operações de crédito para financiar todo o seu déficit e o Banco Central compensa essa diferença colocando mais títulos do Tesouro no mercado. Isto facilita o cumprimento formal da Regra de Ouro porque as operações compromissadas não são consideradas na sua aferição, mas não modifica a efetiva posição fiscal do governo uma vez que tanto o déficit público quanto a dívida pública consolidada permanecem inalterados.

Os desafios estruturais estão justamente relacionados ao equacionamento do elevado déficit corrente do governo federal que, segundo cálculos mais aderentes ao conceito internacionalmente aceito, **aproximou-se de 6,9% do PIB, em 2017**. Isto se deve à combinação de um déficit nominal de 7,7% do PIB (subdividido entre déficit primário de

1,8% e juros de 5,9% do PIB) com um volume muito inferior de despesas primárias de capital da ordem de 0,8% do PIB (entre investimentos de 0,7% e demais despesas de 0,1% do PIB). Para os próximos anos, o cenário básico da IFI, considerado o mais provável, projeta consolidação fiscal apenas gradual, com convergência para um déficit nominal de 3% do PIB somente em 2030.<sup>39</sup> Isto sugere que o déficit corrente deve se manter nas próximas décadas (a não ser sob uma hipótese pouco crível de crescimento muito intenso dos investimentos). Depreende-se, portanto, que, caso se deseje promover eventuais alterações no arcabouço institucional da Regra de Ouro brasileira no sentido de aproximar-a de sua configuração clássica, será necessário um ajuste bastante intenso para equilibrar o orçamento corrente e de difícil operacionalização no curto prazo.

Em contraposição, na ausência de alterações no arcabouço institucional da regra fiscal, os próximos governos continuarão dependentes de estratégias de curto prazo, a exemplo das discutidas neste trabalho. Nesse cenário, há duas questões em perspectiva: a primeira relacionada à expectativa de perda de credibilidade da atual regra fiscal (na medida em que permite a convivência com déficits correntes, contrários aos seus propósitos originários); e, a segunda, no cenário em que se esgotassem as soluções de curto prazo, os governos estariam sujeitos a incorrer em crime de responsabilidade fiscal, ao descumprirem a Regra de Ouro.

Finalmente, cabe reiterar que a Resolução nº 42, de 2016, do Senado Federal, que cria a Instituição Fiscal Independente, não prevê, dentre as funções da IFI, que dê recomendações de política econômica. Por isso, reservamo-nos, aqui, a comentar os dilemas e particularidades da Regra de Ouro brasileira. Em cenário de eventual aprimoramento, o norte das mudanças deveria ser a harmonia e a consistência da Regra de Ouro com o conjunto de regras fiscais em vigor no país e com os próprios objetivos essenciais de uma regra como esta. Adicionalmente, compreendemos a importância da Regra de Ouro no atual arcabouço institucional das finanças públicas no Brasil, uma vez que é a única regra a atentar para a qualidade do gasto público e dar atenção especial ao investimento.

## BIBLIOGRAFIA

AFONSO, J. R. Memória da Assembleia Constituinte de 1987/1988: as finanças públicas. *Revista do BNDES*, v. 6, n. 11, p. 21-48, jun. 1999.

BLANCHARD, O; GIAVAZZI, F. *Improving the SGP through a proper accounting of public investment*. London: Centre for Economic Policy Research, 2004. (CEPR Discussion Paper, n. 4220).

BUTI, M.; EIJFFINGER, S.; FRANCO, D. *Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand Design or Internal Adjustment?* London: Centre for Economic Policy Research, 2003. (CEPR Discussion Paper, n. 3692).

---

<sup>39</sup> Estas projeções são publicadas periodicamente nos Relatórios de Acompanhamento Fiscal da IFI. Ver: [http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF\\_13\\_2018.pdf](http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/538087/RAF_13_2018.pdf).



CARVALHO JUNIOR, A. C. C. D'ÁVILA *et. al.* *Regra de Ouro na Constituição e na LRF: considerações históricas e doutrinárias.* Consultoria de Orçamento da Câmara dos Deputados. Estudo Técnico Conjunto nº 2, 2017.

CHOTE, R.; EMMERSON, C.; TETLOW, G. The fiscal rules and policy framework. In: CHOTE, R.; EMMERSON, C.; MILES, D.; SHAW, J. *The IFS Green Budget: January 2009.* London: Institute for Fiscal Studies, 2009.

EMMERSON, C.; KEYNES, S.; TETLOW, G. The fiscal targets. In: EMMERSON, C.; JOHNSON, P.; MILLER, H. *IFS Green Budget: February 2013.* London: Institute for Fiscal Studies, 2013.

KEYNES, J. M. Activities 1940-1946 shaping the Post-War World: Employment and Commodities. *The Collected Writings of J. M. Keynes, vol. XXVII.* London: Macmillan, 1980.

MUSGRAVE, R. A. The nature of budgetary balance and the case for a capital-budget. *American Economic Review*, 29, p. 260-71, 1939.

MUSGRAVE R. A. *The Theory of Public Finance: a Study in Public Economy.* New York: McGraw-Hill, 1959.

PIRES, MANOEL. Uma análise da regra de ouro no Brasil. Instituto Brasileiro de Economia (IBRE). Fundação Getúlio Vargas (FGV). Janeiro. 2018.  
<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumPageId=402880972283E1AA0122841CE9191DD3&lumItemId=8A7C82C55EC04CF10160D5949E7D7FEE>.

SENADO FEDERAL. *Projeto de Constituição: Emendas Oferecidas em Plenário, Volume I, Emendas n. 2P00001-1 a 2P00948-4.* Brasília: Centro Gráfico do Senado Federal, 1988. Disponível em:  
<http://www.camara.gov.br/internet/constituicao20anos/DocumentosAvulsos/vol-254.pdf>.

TRUGER, A. *Implementing the golden rule for public investment in Europe: Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery.* WWW For Europe, 2015. (Policy Paper, n. 22)

