

046

ORÇAMENTO
em discussão

ISSN 2525-4898

**REGRA DE OURO: FALHAS DE CONCEPÇÃO E DE APLICAÇÃO
NO ÂMBITO DA UNIÃO**

Vinícius Leopoldino do Amaral

Maurício Ferreira de Macedo

Fernando Moutinho Ramalho Bittencourt

Consultoria de Orçamentos,
Fiscalização e Controle

SENADO
FEDERAL



SENADO FEDERAL
Consultoria de Orçamentos, Fiscalização e Controle – CONORF
Conselho Editorial

Conselho Editorial da CONORF
Diretora do Conselho Editorial
Ana Cláudia Castro Silva Borges

Coordenadores
Fernando Moutinho Ramalho Bittencourt
Marcel Pereira
Rita de Cássia Leal Fonseca dos Santos

Membros do Conselho
Flávio Diogo Luz
João Henrique Pederiva
Lívio Botelho Dantas
Rafael Inácio de Fraia e Souza
Renan Bezerra Milfont

Endereço: Senado Federal, Ala Filinto Müller, Gabinete 9 – Brasília, DF, Brasil–CEP 70.165-900
Telefone: +55 (61) 3303-3318
Página da internet <https://www12.senado.leg.br/revistaorcamento>
Email: conselho.editorial@senado.gov.br

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados os autores e a Consultoria de Orçamentos do Senado Federal. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução sem autorização prévia por escrito do Senado Federal. Este trabalho é de inteira responsabilidade de seus autores, não representando necessariamente a opinião do Senado Federal ou de suas Comissões.

ORÇAMENTO
em discussão

n. 46

**REGRA DE OURO: FALHAS DE CONCEPÇÃO E
DE APLICAÇÃO NO ÂMBITO DA UNIÃO**

Vinícius Leopoldino do Amaral

Maurício Ferreira de Macedo

Fernando Moutinho Ramalho Bittencourt

RESUMO

A chamada “regra de ouro” é um princípio fiscal tradicional da literatura de finanças públicas, cuja ideia central é vedar o endividamento público para a realização de despesas correntes, permitindo-o apenas para o financiamento de investimentos. Foi introduzida em nosso ordenamento jurídico pela Constituição Federal de 1988, estabelecendo que, no exercício financeiro, as operações de crédito não podem superar as despesas de capital. Nos últimos anos, a regra de ouro tem recebido forte atenção no debate público sobre a situação fiscal da União, em virtude da perspectiva, e posteriormente concretização, de seu descumprimento, assim como da discussão das medidas necessárias à retomada de seu atendimento. Nesse contexto, diversos estudos vêm apontando limitações e deficiências da regra, especialmente da versão adotada no Brasil. Este texto busca contribuir para esse debate ao identificar diversas falhas da regra, tanto em sua concepção – inclusive na versão da literatura – quanto em sua aplicação no âmbito das finanças da União. Para cada uma das seis falhas identificadas, busca-se avaliar seu impacto no funcionamento da regra e propor, quando possível, mecanismos para saná-la. Avalia-se que as deficiências encontradas prejudicam severamente a capacidade da regra de realizar seu propósito e de refletir de forma fidedigna a situação fiscal da União. Conclui-se que a regra, em sua forma atual, não se apresenta como um indicador confiável da situação das finanças da União, o que requer sua profunda reformulação caso seja mantida em nossa legislação.

Palavras-Chave: Regra de Ouro; Regras Fiscais; Déficit Público; Dívida Pública.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	7
1. REGRA DE OURO: CONCEITO E BREVE HISTÓRICO NO BRASIL.....	9
2. FALHAS DE CONCEPÇÃO E DE APLICAÇÃO DA REGRA DE OURO	11
2.1. Críticas à regra de ouro na literatura.....	12
2.2. A Falha Original: a Inconsistência do Tratamento dado aos Desinvestimentos	13
2.2.1. Descrição da falha	13
2.2.2. Possibilidades de saneamento.....	17
2.2.3. Impacto no cálculo da regra de ouro.....	19
2.3. Expandindo a Falha: a Inconsistência do Tratamento dado à Amortização de Empréstimos Concedidos.....	20
2.3.1. Descrição da falha	20
2.3.2. Possibilidades de saneamento.....	22
2.3.3. Impacto no cálculo da regra de ouro.....	24
2.4. Sensibilidade a Estratégias de Gestão da Dívida Pública.....	25
2.4.1. Descrição da falha	25
2.4.2. Possibilidades de saneamento.....	28
2.4.3. Impacto no cálculo da regra de ouro.....	29
2.5. Sensibilidade a Regras e Estratégias de Gestão Financeira	30
2.5.1. Descrição da falha	30
2.5.2. Possibilidades de saneamento.....	31
2.5.3. Impacto no cálculo da regra de ouro.....	32
2.6. Classificação inadequada de despesas relativas ao Banco Central	34

2.6.1. Descrição da falha	34
2.6.2. Possibilidades de saneamento	35
2.6.3. Impacto no cálculo da regra de ouro.....	35
2.7. A Inadequação do Tratamento dado à Atualização Monetária da Dívida	36
2.7.1. Descrição da falha	36
2.7.2. Possibilidades de saneamento.....	38
2.7.3. Impacto no cálculo da regra de ouro.....	39
3. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES	40
REFERÊNCIAS	42

REGRA DE OURO: FALHAS DE CONCEPÇÃO E DE APLICAÇÃO NO ÂMBITO DA UNIÃO

Vinícius Leopoldino do Amaral¹

Maurício Ferreira de Macedo²

Fernando Moutinho Ramalho Bittencourt³

INTRODUÇÃO

A regra de ouro é um princípio fiscal tradicional da literatura de finanças públicas, com origem em trabalhos tais como Musgrave (1939). A ideia central da regra é vedar o endividamento público para a realização de despesas correntes, permitindo-o apenas para o financiamento de investimentos. Com isso, busca-se simultaneamente manter um rígido controle sobre o orçamento corrente, impedindo a existência de déficits correntes, e fomentar a realização de investimentos, entendidos como mais favoráveis ao crescimento econômico.

A regra de ouro foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro pela Constituição Federal de 1988, por intermédio do seu art. 167, inciso III. Esse dispositivo veda que, em um exercício financeiro, sejam realizadas operações de crédito em montante superior ao total das despesas de capital, as quais incluem investimentos, inversões financeiras e amortização da dívida.

Uma das poucas regras fiscais constantes do texto permanente da Constituição, a regra de ouro foi, durante décadas, cumprida sem gerar maiores debates acerca de seu resultado e de seu impacto sobre as finanças públicas. Há pouco mais de dois anos, no entanto, o país foi surpreendido pela revelação, por parte do então Ministério da Fazenda, de que havia previsão, para os exercícios subsequentes, de descumprimento da regra de ouro no âmbito da União (Valor Econômico, 2017). Vista como uma norma sinalizadora da situação das finanças públicas, por visar impedir a expansão da dívida pública para o financiamento de despesas correntes, a notícia provocou fortes reações nos meios econômico e político.

¹ Consultor Legislativo - Especialidade Orçamentos, do Senado Federal.

² Consultor Legislativo - Especialidade Orçamentos, do Senado Federal.

³ Consultor Legislativo - Especialidade Orçamentos, do Senado Federal.

Intenso debate público se seguiu acerca das causas que levaram ao descumprimento da regra, bem como quanto às medidas necessárias à reversão dessa situação. Esforço especial foi também dedicado a entender como a regra de ouro havia sido cumprida em períodos de elevados déficits correntes e de queda de investimentos, tais como 2015, 2016 e 2017. Autores tais como Couri et al. (2018), Pires (2019) e Afonso & Ribeiro (2017) identificaram, entre os fatores que permitiram esse cumprimento, tanto questões conjunturais da política fiscal quanto características peculiares da versão da regra de ouro adotada no Brasil.

O presente trabalho busca contribuir para o debate em torno da regra de ouro, por meio da identificação de falhas de diversas naturezas, que incluem tanto deficiências de concepção da regra tal como descrita na literatura de finanças públicas, quanto fragilidades específicas da regra de ouro brasileira, especialmente quanto ao modo como vem sendo aplicada pela União. Para cada uma das falhas identificadas, busca-se avaliar seu impacto no funcionamento da regra e propor, quando possível, mecanismos para saná-la.

Avalia-se que as falhas identificadas contribuem para a compreensão de como a regra de ouro pôde ser cumprida mesmo em um cenário de elevado déficit corrente e investimentos cadentes. Além disso, tais falhas podem ter colaborado para a própria deterioração das finanças públicas, uma vez que impediram a regra de ouro de exercer efetivamente seu papel de restrição à discricionariedade da política fiscal.

O momento é oportuno para o aprofundamento do debate sobre a efetividade da regra de ouro. Desde que se instaurou o debate público acerca da norma, as discussões têm apontado para variadas direções – ora no sentido de sua eliminação como regra fiscal, ora visando seu fortalecimento. Defensores do seu abandono entendem que a regra se tornou obsoleta após a crise de 2008, e que o seu cumprimento exigiria um ajuste fiscal contraproducente (Valor Econômico, 2019). O Governo, por sua vez, propôs, por intermédio das Propostas de Emenda à Constituição n^{os} 186 e 188, ambas de 2019, tornar a regra de ouro um elemento central no controle das contas públicas, fazendo com que seu eventual descumprimento seja o fator acionador de um amplo conjunto de medidas de ajuste fiscal (Portal G1, 2019). Este trabalho busca contribuir para a discussão e apreciação dessas proposições e de outras correlatas que venham a ser debatidas.

O raciocínio aqui desenvolvido contempla as situações permanentes do ordenamento jurídico relativo às finanças públicas. Não se pretende estender as conclusões, portanto, a circunstâncias emergenciais em que os controles e parâmetros de normalidade estejam formalmente suspensos por força de situações de calamidade pública, em particular na duração da situação de pandemia vivenciada em 2020 e refletida no período de vigência da Emenda Constitucional n^o 106/2020.

Para a realização deste trabalho, diferentes métodos foram empregados. Primeiramente, foram analisados os dados da execução orçamentária e financeira recente da União, por intermédio do sistema SIGA BRASIL (Senado Federal, 2020), com especial enfoque nos dados

referentes a despesas de capital. Além disso, foram analisados documentos do Poder Executivo acerca da dinâmica e da metodologia de verificação do cumprimento da regra de ouro. Esses documentos contêm relevantes informações a respeito dos elementos que influenciam o resultado dessa verificação. Por final, avaliações da aplicação da regra de ouro em outros países, assim como documentos metodológicos de instituições multilaterais, foram considerados de forma a enriquecer as análises aqui apresentadas.

Este texto está organizado da seguinte forma. A seção 1 apresentará os conceitos fundamentais da regra de ouro, assim como um breve histórico do seu cumprimento no âmbito da União. Com esse embasamento, a seção 2 apresentará as falhas identificadas na concepção e na aplicação da regra de ouro no âmbito da União. Por fim, serão formuladas considerações e conclusões sobre as análises realizadas.

1. REGRA DE OURO: CONCEITO E BREVE HISTÓRICO NO BRASIL

Segundo Fundo Monetário Internacional (2018, p. 5), a regra de ouro é um tipo de regra fiscal que estabelece um teto para o déficit corrente⁴. Caso esse teto seja igual a zero, o ente público só poderá realizar operações de crédito (ou seja, endividar-se) para financiar a realização de investimentos⁵. Assim, o objetivo central da regra é manter o orçamento corrente equilibrado, uma vez que as despesas correntes não podem ser custeadas por recursos oriundos de operações de crédito, enquanto se promovem e se protegem as despesas de capital, as únicas que podem ser financiadas via endividamento.

Uma versão da regra de ouro foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro pela Constituição Federal de 1988, por intermédio do seu art. 167, inciso III. Esse dispositivo veda que, em um exercício financeiro, sejam realizadas operações de crédito em montante superior ao total das despesas de capital⁶. Essa proibição, indiretamente, veda também que as operações de crédito financiem despesas correntes. Em decorrência disso, as despesas correntes não podem ser superiores ao somatório das receitas correntes e das demais receitas de capital,

⁴ O déficit corrente é o resultado apurado pela diferença entre despesas correntes e receitas correntes.

⁵ Observe-se que a definição de “investimentos” na estrutura conceitual das regras fiscais tem um sentido mais restrito do que o sentido contábil dado pela legislação brasileira. O sentido de despesas de capital ou “*capital spending*” nesse contexto conceitual é o de “*Net investment in nonfinancial assets equals acquisition of nonfinancial assets minus disposal of nonfinancial assets minus consumption of fixed capital*” (Fundo Monetário Internacional, 2014, p. 81, Table 4A.1 F), ou seja, a variação líquida do estoque de ativos fixos (não-consumíveis) de natureza não-financeira (o que corresponderia, na contabilidade pública brasileira, ao grupo “Investimentos” e, possivelmente, parte do grupo “Inversões financeiras”).

⁶ Segundo a Lei nº 4.320/64, as despesas de capital abrangem investimentos, inversões financeiras e amortização da dívida pública. Observe-se que esse conceito é mais amplo do que o definido na configuração original da regra de ouro, que abrangeria apenas investimentos. Diversos dos problemas que afetam a regra de ouro brasileira são devidos a essa expansão, pois não foram previstos os ajustes requeridos, tal como será abordado nas seções 2.2 e 2.3 deste trabalho.

impondo assim um rígido controle sobre o orçamento corrente (Congresso Nacional, 2018, p. 28).

O sentido inegavelmente positivo da denominação regra “de ouro” deve-se aos diversos efeitos benéficos para as finanças públicas e para a economia em geral esperados com a sua aplicação. Entre tais efeitos, estaria o controle das despesas correntes (vistas como menos benéficas que as de capital), o incentivo à realização de investimentos (vistos como indutores do crescimento econômico), a promoção da justiça intergeracional e a limitação do endividamento (Congresso Nacional, 2018, p.29).

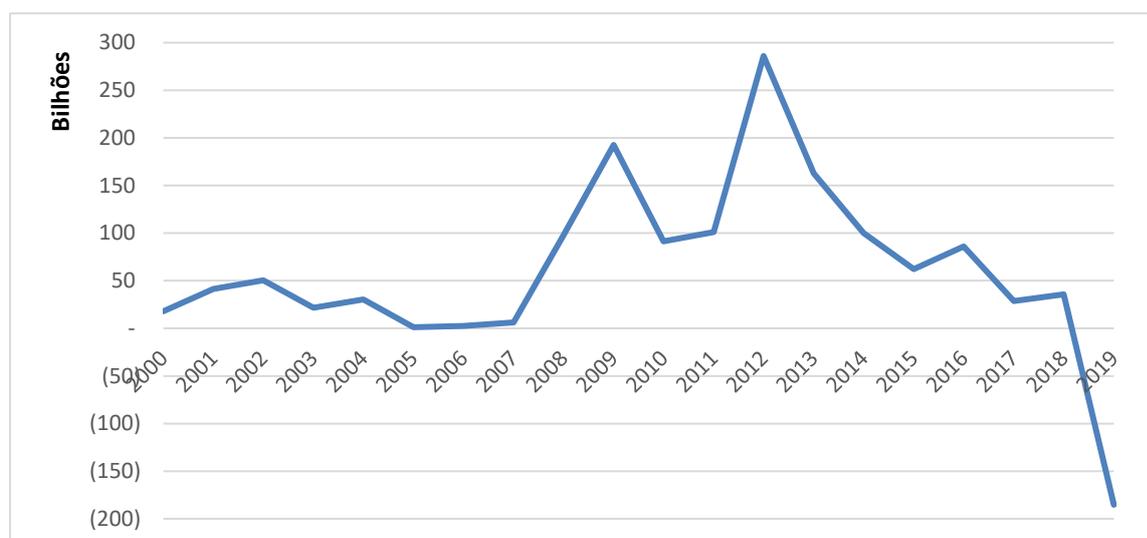
O cumprimento da regra de ouro é verificado pela diferença entre o montante das despesas de capital e o das operações de crédito realizadas no exercício. A regra será considerada atendida sempre que essa diferença, também denominada margem de cumprimento da regra de ouro, for igual a ou maior que zero. Quando a margem de cumprimento for negativa, verifica-se violação da regra de ouro.

No âmbito da União⁷, a regra de ouro foi cumprida desde o seu estabelecimento até 2018. No exercício de 2019, pela primeira vez, as operações de crédito superaram as despesas de capital, resultando em uma margem de cumprimento negativa em R\$ 185,3 bilhões, o que indica o descumprimento da regra⁸. O Gráfico 1 apresenta os resultados da regra no período de 2000 a 2019⁹.

⁷ Doravante, todas as referências à regra de ouro são relativas ao seu cálculo para a União.

⁸ Observe-se que o Executivo obteve autorização prévia do Congresso Nacional para esse descumprimento, por meio de crédito adicional aprovado por maioria absoluta, tal como exigido pelo art. 167, inciso III, **in fine**, da Constituição. O referido crédito foi aberto pela Lei nº 13.843, de 17 de junho de 2019.

⁹ Observe-se que o cálculo da margem de cumprimento da regra de ouro foi significativamente alterado pela Resolução do Senado Federal nº 48/2007 que, entre outros pontos, definiu que as receitas das operações de crédito efetuadas no contexto da gestão da dívida pública mobiliária federal somente seriam consideradas no exercício financeiro em que for realizada a respectiva despesa. Assim, as operações de crédito realizadas para formar o chamado “colchão da dívida” só são contabilizadas no momento da respectiva despesa com o serviço da dívida. O impacto dessa alteração no cálculo da margem é bastante significativo, com os valores da margem nos anos seguintes a 2007 sendo muito superiores aos dos anos anteriores.

Gráfico 1 - Margem de cumprimento da regra de ouro (2000-2019)

Fontes: Informe da Dívida – Tesouro Nacional – Maio de 2018¹⁰ (2000-2017); RREOs¹¹ (2018-2019).
Elaboração dos Autores

É interessante observar que a regra de ouro foi cumprida mesmo em momentos de elevado déficit corrente. Como apontam Couri et al. (2018, pp. 36-7), houve déficit corrente em praticamente todos os exercícios entre 1998 e 2017, sem que a regra tenha sido formalmente descumprida. Em 1998, 2003, 2014, 2015, 2016 e 2017, tal déficit superou 3% do PIB, tendo alcançado o máximo de 8,3% em 2014, exercício no qual a regra foi cumprida com margem positiva superior a R\$ 100 bilhões.

Tais resultados são bastante contraintuitivos: como é possível que uma regra fiscal que visa o equilíbrio do orçamento corrente seja cumprida em um cenário de déficits correntes dessa magnitude? Na próxima seção avaliaremos fatores que podem ajudar a explicar essa incongruência.

2. FALHAS DE CONCEPÇÃO E DE APLICAÇÃO DA REGRA DE OURO

Nesta seção, serão abordadas as falhas identificadas na concepção ou na aplicação da regra de ouro no âmbito da União. Para fins deste trabalho, uma *falha de concepção* da regra de ouro é entendida como a incapacidade em detectar e inibir a ocorrência de déficit corrente, assim como uma fragilidade que permita às autoridades fiscais influenciar indevidamente a apuração da sua margem de cumprimento. Por sua vez, uma *falha de aplicação* é aqui compreendida como um equívoco no cálculo dos elementos da regra de ouro (operações de

¹⁰ Disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/659854/Regra+de+Ouro+Informe+30-05/41c50e2b-ccf4-486a-905e-564973ad5394>.

¹¹ RREO 2018: disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/352657/RREOdez2018.pdf>, p. 28. RREO 2019: disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/352657/RREOdez2019.pdf>, p. 29.

crédito e despesas de capital), devido a problemas na classificação das despesas e/ou das receitas, acarretando apuração incorreta da margem de cumprimento.

Algumas dessas deficiências, como a sensibilidade a estratégias de gestão da dívida pública e o registro indevido de despesas correntes como despesas de capital, podem ser especificidades da aplicação da regra de ouro no Brasil – se não no plano teórico, ao menos na intensidade da deficiência. Já a inconsistência no tratamento de desinvestimentos é entendida como uma falha conceitual intrínseca à regra de ouro – hipótese reforçada pelo fato dessa questão ter sido primeiramente identificada na aplicação da regra na Alemanha.

As subseções a seguir abordarão cada uma dessas falhas, apresentando sua descrição, indicando, quando possível, procedimentos para o seu saneamento e dimensionando o seu impacto no cálculo da regra de ouro. Antes, no entanto, de detalharmos essas falhas, faremos um breve resgate das críticas à regra de ouro presentes na literatura econômica.

2.1. Críticas à regra de ouro na literatura

A literatura econômica reconhece diversas limitações da regra de ouro quanto ao alcance dos seus objetivos declarados. O tratamento privilegiado conferido aos investimentos, por exemplo, pode não resultar no crescimento econômico esperado. Segundo Fundo Monetário Internacional (2018), a definição de investimento empregada para a apuração da regra exclui diversas despesas ligadas à acumulação de capital humano, altamente relevantes para o crescimento, tais como educação, saúde e pesquisa e desenvolvimento, as quais são geralmente classificadas como despesas correntes. Em um cenário econômico global onde a tecnologia e a inovação, para as quais são imprescindíveis tais despesas, são cada vez mais os diferenciais competitivos das empresas e dos países, a regra de ouro pode constranger, ao invés de acelerar, o crescimento econômico. É razoável afirmar, nesse ponto, que a regra de ouro, concebida há mais de oitenta anos, pode não ter se adaptado bem à dinâmica econômica moderna.

Fundo Monetário Internacional (2018) e Couri et al. (2018) apontam também que o viés pró-investimento da regra de ouro pode gerar estímulo excessivo para a realização de tais despesas e, na ausência de arcabouços adequados de gestão de investimentos públicos, resultar na execução de projetos de baixo retorno social e financeiro. Tais projetos, comumente chamados de “elefantes brancos”, ainda pressionariam os orçamentos correntes futuros em decorrência do aumento nas despesas para sua manutenção e seu financiamento, dado que não são autossustentáveis.

Outra crítica à regra de ouro recorrente na literatura é a propensão gerada à “contabilidade criativa”, por meio da indevida classificação de despesas correntes como despesas de capital. Tal manobra permite a expansão das operações de crédito (ou seja, do endividamento) para financiar despesas materialmente correntes. Como veremos nas seções a seguir, tal situação vem ocorrendo no âmbito da União, revelando relevantes falhas na aplicação da regra de ouro.

Esses dois últimos fatores – investimentos de baixo retorno e contabilidade criativa – podem produzir situações de elevado endividamento público, já que a regra de ouro permite a realização – a princípio ilimitada – de operações de crédito para custear as referidas despesas. Tem-se, assim, um cenário duplamente negativo, que combina elevação de dívida com baixo crescimento econômico. Não por acaso, a regra de ouro foi abandonada por diversos países que a haviam adotado, tais como Alemanha e Reino Unido, e é atualmente empregada, no âmbito da OCDE, por apenas dois países (Secretaria do Tesouro Nacional, 2019).

2.2. A Falha Original: a Inconsistência do Tratamento dado aos Desinvestimentos

2.2.1. Descrição da falha

Como já comentado, a regra de ouro é, fundamentalmente, voltada para o equilíbrio do orçamento corrente, garantindo assim que não haja déficit corrente¹². Para desempenhar esse papel com efetividade, portanto, a regra de ouro deve ser capaz de detectar adequadamente, por meio do cálculo da margem de cumprimento, as situações de equilíbrio e de desequilíbrio do orçamento corrente (superávit/déficit corrente). Assim, o cálculo da regra não deve permitir nem a geração de “falsos positivos” (cálculo apontando superávit corrente quando há déficit) nem a de “falsos negativos” (cálculo apontando déficit corrente quando há superávit).

Nesta subseção, mediante uma série de exemplos, mostraremos como a regra de ouro, mesmo em sua configuração original na literatura (isto é, contabilizando apenas investimentos, e não o conceito mais abrangente de “despesas de capital”), falha em detectar situações de déficit corrente, ou seja, gera um “falso positivo” das contas públicas.

Para toda esta seção, deve-se ter em mente que o sentido da expressão “investimentos” na regra de ouro leva em conta apenas o valor despendido pelo ente público como tal no exercício, e não a variação líquida do estoque de investimentos entre o início e o fim do exercício – diferença essa que, como se verá, representa a essência da distorção identificada na regra.

¹² É possível visualizar uma ressalva nessa vedação: juros e outros encargos da dívida podem ser pagos com recursos acumulados, na forma de superávits primários, em exercícios financeiros anteriores. Afinal, os superávits primários são gerados com o propósito de satisfazer despesas relativas ao serviço da dívida (despesas financeiras, como amortização e juros e outros encargos), com vencimento no próprio exercício ou em exercícios subsequentes. Neste caso, no ano de pagamento desses encargos (incorridos em exercícios financeiros anteriores), ocorrerá déficit do orçamento corrente que não estará associado à necessidade de aumentar o montante das operações de crédito. Também uma meta de déficit primário possibilita a utilização dos saldos de exercícios anteriores no pagamento das demais despesas correntes (despesas primárias). Contudo, embora neste último caso ocorra déficit do orçamento corrente que não estará associado à necessidade de aumentar o montante das operações de crédito, é necessário reconhecer que ocorrerá aumento da dívida líquida. Por conta desse efeito, certamente o uso natural de saldo de exercícios anteriores para o pagamento de despesas primárias deveria se restringir a despesas de capital (no caso, investimentos e inversões financeiras).

Nosso primeiro exemplo, ilustrado no Quadro 1, apresenta uma típica situação de desequilíbrio do orçamento corrente, o qual é financiado pela emissão de operações de crédito. Observe-se que a margem de cumprimento da regra de ouro, mesmo considerando apenas investimentos, apresenta-se negativa, detectando assim adequadamente a situação de déficit corrente.

Quadro 1 - Cálculo adequado da regra de ouro em situação de déficit corrente

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.500
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	500
Operações de crédito	1.000	Investimentos	500
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.500 – 1.000 = 500			
Margem da regra de ouro = investimentos – operações de crédito = 500 – 1.000 = -500			

Por sua vez, o Quadro 2 exemplifica uma típica situação de equilíbrio do orçamento corrente, no qual as receitas oriundas da emissão de operações de crédito são integralmente destinadas ao financiamento de investimentos. Temos, assim, um cenário representativo do modelo fiscal almejado pela regra de ouro: ausência de déficit corrente e endividamento realizado exclusivamente para o financiamento de investimentos. Observe-se que a margem de cumprimento da regra de ouro é zero, capturando assim adequadamente a situação de equilíbrio do orçamento corrente.

Quadro 2 - Cálculo adequado da regra de ouro em situação de equilíbrio

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	1.000
Operações de crédito	1.000	Investimentos	1.000
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0			
Margem da regra de ouro = investimentos – operações de crédito = 1.000 – 1.000 = 0			

Suponhamos, agora, que em algum momento futuro o governo resolva alienar o ativo¹³ constituído por meio do investimento realizado no Quadro 2. Em outras palavras, que o Governo decida realizar um *desinvestimento*. Tal operação gerará receitas, classificadas como de capital. O Quadro 3 apresenta esse cenário.

¹³ Tal ativo pode ser, por exemplo, uma obra de infraestrutura (rodovia, ferrovia, porto, aeroporto etc.) ou um ativo imobiliário (edifício, casa, apartamento etc.).

Quadro 3 - Cálculo da regra de ouro em situação de desinvestimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	0
Alienação de bens	1.000		
Total de receitas	2.000	Total de despesas	1.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0 Margem da regra de ouro = investimentos – operações de crédito = 0 – 0 = 0			

É possível verificar que a regra de ouro se encontra atendida, pois sua margem de cumprimento é zero, uma vez que não foram realizados nem investimentos nem operações de crédito. Além disso, o orçamento corrente se apresenta equilibrado, enquanto o de capital possui superávit de \$ 1.000, levando a um superávit orçamentário global.

Eis que chegamos ao ponto crucial: observe-se que se abre espaço para o incremento das despesas correntes em \$ 1.000, em virtude do superávit do orçamento de capital, dando causa a déficit corrente de \$ 1.000. Esse fato, no entanto, não sensibilizará o cálculo da margem da regra de ouro, que considera apenas os investimentos e as operações de crédito. O Quadro 4 apresenta essa situação.

Quadro 4 – Falha da regra de ouro em situação de desinvestimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	2.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	0
Alienação de bens	1.000		
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 2000 – 1.000 = 1.000 Margem da regra de ouro = investimentos – operações de crédito = 0 – 0 = 0			

Esta é, portanto, a primeira falha identificada na regra de ouro: uma situação de déficit corrente que não é detectada pelo cálculo da margem de cumprimento, mesmo quando se adota a rigorosa configuração da literatura de finanças públicas, que determina considerar somente os investimentos.

A deficiência aqui apontada é de elevada gravidade, pois demonstra que há cenários em que o cumprimento da regra de ouro não significa equilíbrio do orçamento corrente (situação de “falso positivo”). Assim, a regra se mostra frágil e pouco robusta, pois pode ser cumprida mesmo em cenários fiscais que deveriam resultar no seu descumprimento. Como consequência, reduz-se a confiança na regra como adequada sinalizadora da situação das contas públicas.

Ressalte-se que a identificação desta falha não é propriamente uma novidade. Andel (1998), analisando a aplicação da regra de ouro na Alemanha – e, particularmente, buscando entender por que, apesar de seu recorrente cumprimento, a dívida do país havia crescido tanto – já apontava essa fragilidade, então realçada em virtude do processo de privatizações em curso no país.

Observe-se, por fim, que a dinâmica desta falha é ligeiramente diferente no cenário brasileiro, em virtude de dois fatores. Primeiramente, pela vedação contida na Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF (Brasil, 2000) de destinar as receitas obtidas com a alienação de bens para o financiamento de despesas correntes¹⁴. E, em segundo lugar, pela definição mais ampla do cálculo da regra de ouro, que contempla todas as despesas de capital e não apenas os investimentos¹⁵.

Dessa forma, o comando da LRF faz com que os recursos oriundos da alienação de ativos sejam destinados à realização de despesas de capital (por exemplo, amortização da dívida). Contudo, ocorrerá um efeito colateral. A despesa de capital, já devidamente suportada por recursos oriundos da alienação de ativos, constituirá fundamento para a realização de operações de crédito que, por fim, poderão dar cobertura a despesas correntes. Isso ocorre porque, pela própria definição da regra de ouro, o limite para a realização de operações de crédito é justamente o montante de despesas de capital. Como resultado, essas novas operações de crédito podem financiar despesas correntes e, novamente, a regra de ouro pode ser cumprida mesmo em cenário de déficit corrente. O Quadro 5 apresenta esse cenário, no qual se supôs que as receitas obtidas com a alienação foram destinadas para a amortização da dívida.

¹⁴ “Art. 44. É vedada a aplicação da receita de capital derivada da alienação de bens e direitos que integram o patrimônio público para o financiamento de despesa corrente, salvo se destinada por lei aos regimes de previdência social, geral e próprio dos servidores públicos.”

Observe-se que há uma importante exceção à vedação: é autorizada a destinação dessas receitas para o financiamento dos regimes de previdência social. Os demonstrativos constantes do Projeto de Lei Orçamentária para 2020 (Brasil, 2019) indicam, no entanto, que, pelo menos nos últimos exercícios financeiros, tal exceção não vem sendo acionada.

¹⁵ Observe-se que essa definição ampliada do cálculo pode ser compreendida, por si só, como uma falha da regra de ouro brasileira – para análises nesse sentido, vide Couri et al. (2018). No presente trabalho, optamos por não tratar essa definição como uma falha *per se*, mas sim abordar separadamente as diferentes fragilidades que, por não serem adequadamente tratadas, derivam dessa definição.

Quadro 5 – Falha da regra de ouro brasileira em situação de desinvestimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	2.000
Receitas de capital	2.000	Despesas de capital	1.000
Alienação de bens	1.000	Amortização da dívida	1.000
Operações de crédito	1.000		
Total de receitas	3.000	Total de despesas	3.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 2.000 – 1.000 = 1.000 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito = 1.000 – 1.000 = 0			

2.2.2. Possibilidades de saneamento

Apesar de grave, a falha da regra de ouro referente aos desinvestimentos pode ser sanada de forma relativamente simples: basta deduzir as receitas obtidas com as alienações de bens da margem de cumprimento da regra. Para fins de ilustração, apliquemos o novo cálculo no cenário apresentado no Quadro 4.

Quadro 6 – Regra de ouro saneada (descumprida) em situação de desinvestimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	2.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	0
Alienação de bens	1.000		
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 2.000 – 1.000 = 1.000 Margem da regra de ouro = investimentos – operações de crédito – alienação de bens = 0 – 0 – 1000 = -1.000			

Como podemos ver, agora a regra de ouro apresenta margem negativa, detectando adequadamente a situação de déficit corrente. Neste cenário, a única forma de cumprir a regra seria expandir os investimentos. Ou seja, a regra saneada levaria, na prática, a que as receitas oriundas da alienação fossem empregadas no financiamento de investimentos, como mostra o Quadro 7.

Quadro 7 – Regra de ouro saneada (cumprida) em situação de desinvestimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	1.000
Alienação de bens	1.000	Investimentos	1.000
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0 Margem da regra de ouro = investimentos – operações de crédito – alienação de bens = 1.000 – 0 – 1.000 = 0			

Portanto, o procedimento de saneamento proposto mostra-se eficaz. Quando há déficit corrente, a regra de ouro passa a sinalizá-lo adequadamente, mediante resultado negativo da sua margem. E, para que a regra assim saneada seja cumprida, é necessário promover o equilíbrio do orçamento corrente a partir do redirecionamento dos recursos provenientes da alienação de ativos para a elevação dos investimentos.

No caso da regra de ouro brasileira, como visto anteriormente, o cenário apresenta certas diferenças, mas que não invalidam a linha adotada. Assim, apresentemos primeiramente a aplicação do novo cálculo no cenário apresentado no Quadro 5.

Quadro 8 – Regra de ouro brasileira saneada (descumprida) em situação de desinvestimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	2.000
Receitas de capital	2.000	Despesas de capital	1.000
Alienação de bens	1.000	Amortização da dívida	1.000
Operações de crédito	1.000		
Total de receitas	3.000	Total de despesas	3.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 2.000 – 1.000 = 1.000 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito – alienação de bens = 1.000 – 1.000 – 1.000 = -1.000			

Como se pode ver, com o novo cálculo a regra de ouro apresenta margem negativa, detectando adequadamente a situação de déficit corrente. Para que a regra passe a ser cumprida, as operações de crédito não podem ser realizadas ou, caso sejam, teriam que se destinar a investimentos ou a outras despesas de capital. Em qualquer caso, as despesas correntes teriam que ser reduzidas, o que garantiria o equilíbrio do orçamento corrente – objetivo fundamental da regra de ouro. O Quadro 9 mostra o cenário onde as operações de crédito não são realizadas.

Quadro 9 – Regra de ouro brasileira saneada (cumprida) em situação de desinvestimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	.000	Despesas correntes	1.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	1.000
Alienação de bens	1.000	Amortização da dívida	1.000
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito – alienação de bens = 1.000 – 0 – 1.000 = 0			

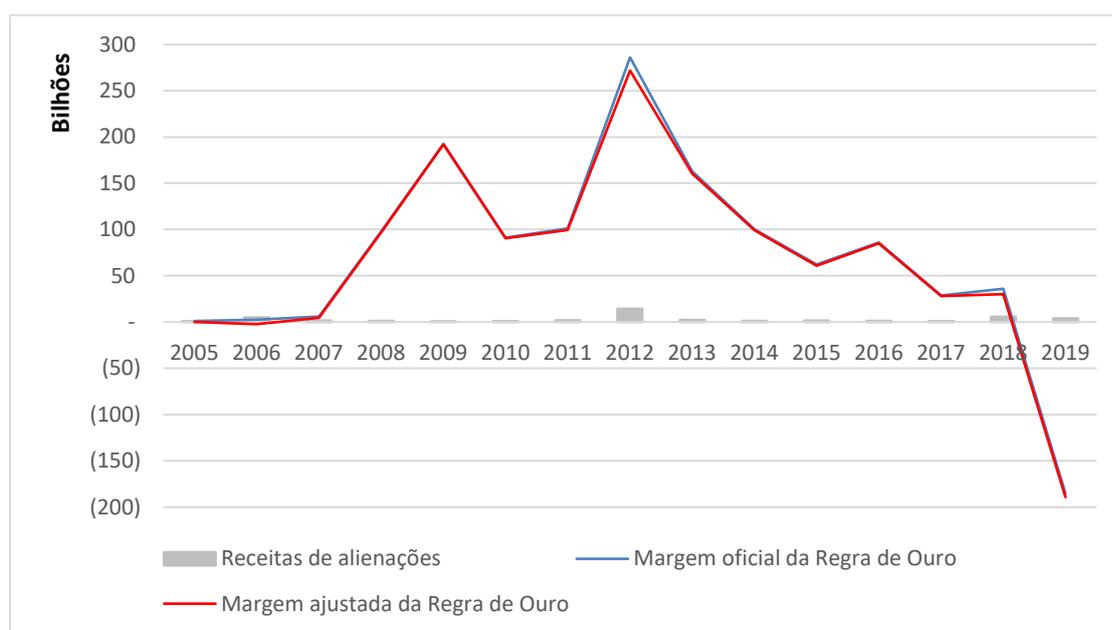
Assim, o procedimento de saneamento logrou êxito, pois agora a regra de ouro efetivamente garante, em um cenário de desinvestimentos, o equilíbrio do orçamento corrente.

Verifica-se que a regra também evitou o endividamento adicional que se daria para financiar o déficit corrente. Aliás, o que ocorreu foi justamente o contrário: a dívida pública foi reduzida, graças à amortização efetuada em cumprimento ao disposto na LRF.

2.2.3. Impacto no cálculo da regra de ouro

Como visto nas subseções anteriores, o cálculo atual da regra de ouro apresenta falhas em cenários de desinvestimentos. Naturalmente, essas falhas serão tão mais impactantes quanto maior for o volume de alienações de bens realizado no período. Apurado esse volume, pode-se realizar um cálculo ajustado da regra de ouro, que deduzirá as alienações da margem divulgada oficialmente. O Gráfico 2 apresenta ambos os cálculos, oficial e ajustado, assim como as receitas oriundas de alienações, para o período de 2005 a 2019¹⁶.

Gráfico 2 – Impacto na regra de ouro do ajuste relativo aos desinvestimentos



Fonte: SIGA Brasil e Gráfico 1.

Elaboração dos Autores

Como pode ser verificado, o recálculo altera muito pouco o resultado oficial, uma vez que as receitas oriundas de alienações são bastante modestas em todo o período¹⁷. Apenas em um exercício (2006), o novo procedimento teria apontado descumprimento da regra onde o

¹⁶ Somente foram obtidos dados acerca das receitas de alienação de bens a partir de 2005.

¹⁷ É interessante verificar que, apesar de terem ocorrido muitos eventos denominados de “privatizações” no período, poucos deles realmente se constituíram efetivamente em alienações (transferências de propriedade), mas sim, majoritariamente, em concessões, onde a titularidade do ativo permanece com a União, sendo as receitas correspondentes classificadas como correntes. Além disso, parte significativa das privatizações ocorre no âmbito de empresas estatais independentes (exemplo: venda de ativos, inclusive subsidiárias), transações essas que ocorrem fora do âmbito dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade, sobre os quais a regra de ouro é apurada.

cálculo oficial demonstrou cumprimento¹⁸. Na quase totalidade do período, as linhas das margens praticamente se sobrepõem, com exceção dos anos de 2012 e 2018, nos quais a receita com alienações foi fortemente impactada por operações envolvendo o hoje extinto Fundo Soberano (Portal G1, 2013; Valor Econômico, 2018).

Assim, a falha no tratamento dos desinvestimentos, apesar de conceitualmente grave, não teve, no período recente, o condão de distorcer significativamente o cálculo da regra de ouro no âmbito da União. No entanto, como veremos na próxima subseção, tal falha, ao ser estendida para os empréstimos concedidos, apresentará impacto de magnitude bastante superior.

2.3. Expandindo a Falha: a Inconsistência do Tratamento dado à Amortização de Empréstimos Concedidos

2.3.1. Descrição da falha

A segunda falha identificada neste trabalho é, em sua mecânica, bastante similar à primeira. Agora, no entanto, a operação a ser analisada não são os desinvestimentos, mas sim as concessões de empréstimos¹⁹, que são um dos tipos de inversões financeiras e, portanto, uma espécie de despesa de capital, e logo abrangida pelo cálculo da regra de ouro brasileira.

O Quadro 10 apresenta uma situação de equilíbrio do orçamento corrente, no qual as receitas oriundas da emissão de operações de crédito são integralmente destinadas à concessão de empréstimos²⁰. Observe-se que a regra de ouro está atendida (margem de cumprimento igual a zero), capturando assim adequadamente a situação de equilíbrio do orçamento corrente.

¹⁸ Como já comentado na nota de rodapé n. **Erro! Indicador não definido.**9, as margens de cumprimento da regra de ouro eram bastante mais baixas antes do advento da Resolução do Senado Federal nº 48/2007. Isso, naturalmente, faz com que mesmo pequenas correções do cálculo passem a apontar descumprimento da regra.

¹⁹ Observe-se que aqui se trata dos empréstimos que a União concede a terceiros. São muitos os destinatários desses empréstimos: Estados, Municípios, bancos públicos (tais como o BNDES), estudantes (por intermédio de programas como o FIES) e setores econômicos diversos, entre outros.

²⁰ Observe-se que a regra de ouro permite a concessão de empréstimos com recursos de operações de crédito, uma vez que o limite de endividamento é justamente o montante de despesas de capital realizadas (sendo a concessão de empréstimos um dos tipos de despesas de capital).

Quadro 10 - Cálculo da regra de ouro com concessão de empréstimos

RECEITAS		DESPEASAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	1.000
Operações de crédito	1.000	Concessão de empréstimos	1.000
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito = 1.000 – 1.000 = 0			

Em algum momento futuro, os valores concedidos a título de empréstimo deverão retornar à União, na forma de amortização efetuada pelo devedor, que também efetuará o pagamento de juros. A parcela recebida a título de amortização do empréstimo concedido é classificada como receita de capital, sendo geralmente destinada, por força legal, à amortização da dívida.

Assim, a legislação faz com que os recursos provenientes de amortização de empréstimos concedidos sejam destinados à realização de despesas de capital. No entanto, ocorrerá um efeito colateral. A despesa de capital, já adequadamente coberta por recursos oriundos da devolução dos empréstimos, constituirá fundamento para a realização de novas operações de crédito que, por fim, poderão dar suporte a despesas correntes. Isso ocorre porque, pela própria definição da regra de ouro, o limite de endividamento é justamente o montante de despesas de capital. Como resultado, essas novas operações de crédito podem financiar despesas correntes e, novamente, a regra de ouro poderá ser cumprida mesmo em cenário de déficit corrente. O Quadro 11 apresenta esse cenário, o qual é análogo àquele apresentado no Quadro 5.

Quadro 11 - Falha da regra de ouro em cenário de amortização de empréstimos

RECEITAS		DESPEASAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	2.000
Receitas de capital	2.000	Despesas de capital	1.000
Amortização de empréstimos	1.000	Amortização da dívida	1.000
Operações de crédito	1.000		
Total de receitas	3.000	Total de despesas	3.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 2.000 – 1.000 = 1.000 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito = 1.000 – 1.000 = 0			

É possível verificar que a regra de ouro se encontra atendida (margem de cumprimento igual a zero), apesar do déficit corrente de \$ 1.000. Assim, identifica-se a segunda falha: uma nova situação de déficit corrente que não é detectada pelo cálculo da margem de cumprimento. Tal como no caso dos desinvestimentos, a deficiência apontada é de elevada gravidade, demonstrando haver cenários em que o cumprimento da regra de ouro não significa equilíbrio

do orçamento corrente (situação de “falso positivo”), e onde receitas de capital terminam por financiar a expansão das despesas correntes.

Há fortes razões para que esta segunda falha seja considerada ainda mais grave do que a primeira. O principal motivo é que, enquanto os ativos formados por investimentos realizados geralmente não são alienados, empréstimos concedidos são *sempre* amortizados pelo tomador, ressalvados os casos de inadimplência. Além disso, o montante emprestado pela União tem ultrapassado o dos investimentos realizados. De fato, entre 2001 e 2019, foi aplicado R\$ 1,066 trilhão em empréstimos e financiamentos e apenas R\$ 881 bilhões em investimentos (preços de jan/2020 atualizados pelo IPCA).

A vulnerabilidade da regra é tamanha que ela pode ser até mesmo explorada para, intencionalmente, elevar a possibilidade de gastos correntes. Imagine-se, por exemplo, que o ente público conceda um empréstimo para uma entidade com o único propósito de permitir a elevação dessas despesas, usando para isso recursos levantados via endividamento. Pouco tempo depois, o empréstimo concedido é amortizado. Com o emprego desse artifício, o ente será capaz de expandir suas despesas correntes, empregando os recursos recebidos a título de amortização, sem violar a regra de ouro. Observe-se que, no fundo, as despesas correntes estão sendo financiadas pelas operações de crédito, mas as transações relativas aos empréstimos (concessões e amortizações) nublam a percepção desse fato.

Assim, essa deficiência tem uma perversa consequência do ponto de vista dos objetivos da regra – permite o cumprimento formal da regra de ouro, ao mesmo tempo em que abre espaço para a expansão do déficit corrente. Isso ocorre, essencialmente, porque a amortização da dívida (despesa de capital), embora seja coberta pela amortização de empréstimos concedidos (receita de capital), permite o aumento das operações de crédito, as quais, então, podem ser empregadas no financiamento de despesas correntes.

Esse foi exatamente o modo pelo qual se deu o cumprimento da regra de ouro no âmbito da União nos últimos anos. De fato, as receitas relativas à amortização de empréstimos, especialmente daqueles que haviam sido concedidos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, foram fundamentais para o cumprimento do limite constitucional (Secretaria do Tesouro Nacional, 2018a, p. 2; Leitão, 2018).

Assim, a regra se mostra frágil e pouco robusta, pois pode ser atendida mesmo em cenários fiscais que, conceitualmente, deveriam resultar no seu descumprimento. Como consequência, reduz-se a confiança na regra como adequada para sinalizar a situação das contas públicas.

2.3.2. Possibilidades de saneamento

Apesar de grave, a falha da regra de ouro referente às concessões de empréstimos pode ser sanada de forma relativamente simples: basta deduzir as receitas obtidas com as

amortizações dos empréstimos concedidos da margem de cumprimento da regra. Para fins de ilustração, apliquemos o novo cálculo no cenário apresentado no Quadro 11.

Quadro 12 – Regra de ouro brasileira saneada (descumprida) em situação de amortização de empréstimos

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	2.000
Receitas de capital	2.000	Despesas de capital	1.000
Amortização de empréstimos	1.000	Amortização da dívida	1.000
Operações de crédito	1.000		
Total de receitas	3.000	Total de despesas	3.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 2.000 – 1.000 = 1.000 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito – amortização de empréstimos = 1.000 – 1.000 – 1.000 = -1.000			

Como se pode ver, com o novo cálculo a regra de ouro apresenta margem negativa, detectando adequadamente a situação de déficit corrente. Para que a regra passe a ser cumprida, as operações de crédito não podem ser realizadas ou, caso sejam, teriam que se destinar a investimentos ou a outras despesas de capital. Em qualquer caso, as despesas correntes teriam que ser reduzidas, o que garantiria o equilíbrio do orçamento corrente – objetivo fundamental da regra de ouro. O Quadro 13 mostra o cenário onde as operações de crédito não são realizadas.

Quadro 13 – Regra de ouro brasileira saneada (cumprida) em situação de amortização de empréstimos

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	1.000
Amortização de empréstimos	1.000	Amortização da dívida	1.000
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito – amortização de empréstimos = 1.000 – 0 – 1.000 = 0			

Assim, o procedimento de saneamento mostra-se bem-sucedido, pois agora a regra de ouro efetivamente garante o equilíbrio do orçamento corrente em um cenário de amortização de empréstimos concedidos. Verifica-se que a regra também evitou o endividamento adicional que ocorreria para financiar o déficit corrente. Aliás, o que se passou foi justamente o contrário: a dívida pública foi reduzida, graças à amortização efetuada em cumprimento à legislação.

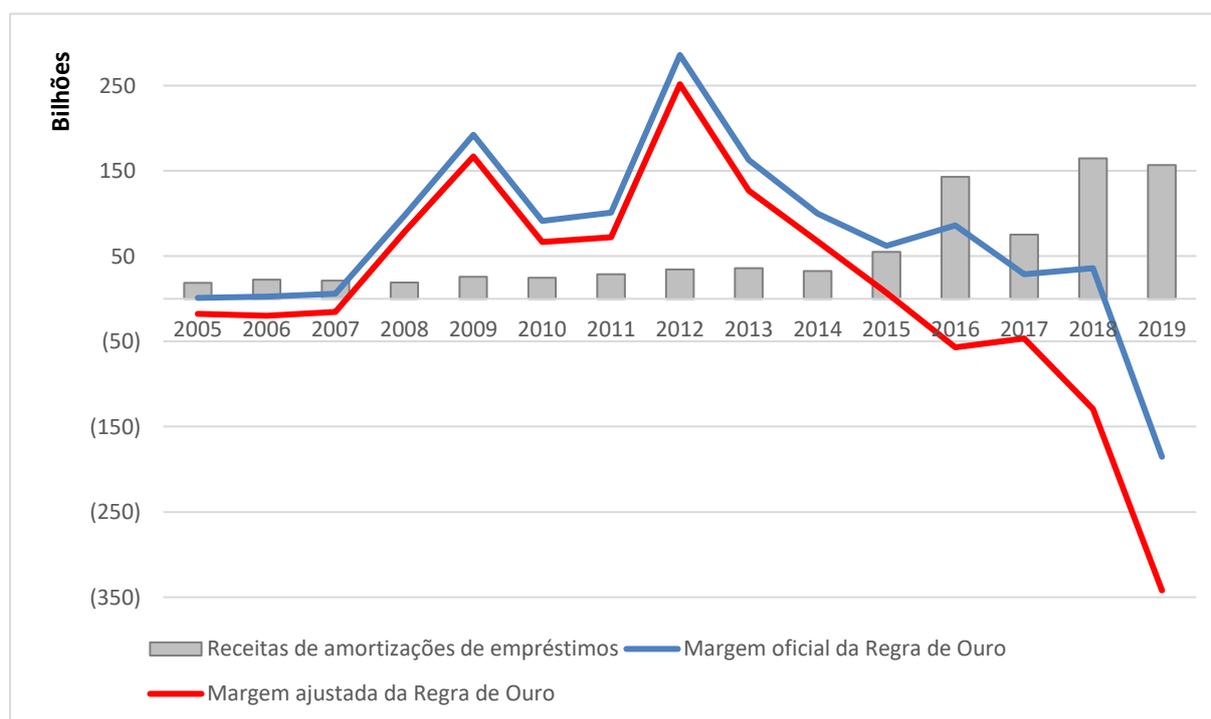
Outra forma de resolução da falha seria excluir as concessões de empréstimos das despesas consideradas no cálculo da regra de ouro, aproximando-a assim da configuração clássica da norma. Consequentemente, não seria mais possível custear tais despesas com a

realização de operações de crédito, exigindo assim um repensar mais amplo acerca das formas de financiamento e dos limites impostos a esses gastos. Assim, se a concessão de empréstimo não fosse considerada na apuração da margem de cumprimento da regra de ouro, não haveria razão para que as correspondentes amortizações o fossem. Observe-se, contudo, que a adoção dessa solução levaria a que as concessões de empréstimos tivessem que ser suportadas pelo superávit do orçamento corrente.

2.3.3. Impacto no cálculo da regra de ouro

Como visto nas subseções anteriores, o cálculo atual da regra de ouro apresenta falhas em cenários de amortização de empréstimos concedidos, as quais serão tão mais impactantes quanto maior for o volume dos recursos recebidos. Apurado esse volume, pode-se realizar um cálculo ajustado da regra de ouro, que deduzirá as amortizações recebidas da margem de cumprimento divulgada oficialmente. O Gráfico 3 apresenta ambos os cálculos, oficial e ajustado, assim como as receitas oriundas dessas amortizações, para o período de 2005 a 2019.

Gráfico 3 – Impacto na regra de ouro do ajuste relativo às amortizações de empréstimos



Fonte: SIGA Brasil.

Elaboração dos Autores.

Como pode ser verificado, há significativa diferença entre a margem oficial e a ajustada, especialmente a partir de 2016, quando se elevam as devoluções de empréstimos do BNDES. Além disso, em diversos exercícios (2005, 2006, 2007, 2016, 2017 e 2018), o novo cálculo aponta descumprimento da regra onde o número oficial demonstrou cumprimento. Para o exercício de 2019, a margem ajustada apresenta o estratosférico valor de R\$ 342 bilhões negativos.

Assim, a falha no tratamento das amortizações de empréstimos concedidos, além de conceitualmente grave, produziu distorções extremamente significativas no cálculo da regra de ouro no âmbito da União. Tais distorções contribuíram para que a regra de ouro tivesse cumprimento meramente formal, em um cenário de acentuado endividamento e elevado déficit corrente. Verifica-se, assim, a inadequação da regra como sinalizadora da situação das finanças públicas.

2.4. Sensibilidade a Estratégias de Gestão da Dívida Pública

2.4.1. Descrição da falha

Uma característica especialmente problemática da regra de ouro, na forma atualmente considerada para sua apuração, é o significativo impacto resultante da estratégia de gestão da dívida pública adotada pelo órgão responsável²¹. Por estratégia de gestão, no caso, entendem-se as decisões relacionadas às características dos títulos públicos (tipo e prazo, em especial) que serão ofertados.

Essas características têm relevantes efeitos sobre o déficit corrente e, por conseguinte, sobre o cumprimento da regra de ouro. Os juros são classificados como despesas correntes e, portanto, o seu pagamento eleva o déficit corrente, tal como capturado pela regra de ouro. Títulos que pagam juros periódicos, por exemplo, fazem com que o impacto dessas despesas correntes sobre a margem de cumprimento seja diluído ao longo do seu prazo de maturação. Ao contrário, títulos que pagam a totalidade de juros somente no vencimento concentram todo o impacto dessas despesas correntes em um único exercício financeiro, elevando o déficit corrente nesse ano e dificultando o cumprimento da regra de ouro^{22,23}.

Os quadros a seguir ilustram essa situação e as distorções que ela pode gerar. Iniciemos com um cenário de equilíbrio do orçamento corrente, incluindo despesas periódicas com juros (na ordem de 5% do montante da dívida), e no qual operações de crédito são realizadas unicamente para refinarciar a dívida vincenda. A regra de ouro, corretamente, mostra-se cumprida. O Quadro 14 mostra esse cenário.

²¹ Atualmente, a dívida pública mobiliária federal é gerenciada pela Subsecretaria da Dívida Pública (SUDIP), subordinada à Secretaria do Tesouro Nacional, por sua vez subordinada à Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia.

²² Observe-se que esse problema está relacionado ao fato de que o cálculo da regra de ouro considera as despesas com juros segundo o regime de caixa (pagamento efetivo), ao contrário do cálculo do déficit nominal, que considera os juros incorridos segundo o regime de competência. Para maiores detalhes, vide Couri et al. (2018, pp. 37-39).

²³ Observe-se que o déficit do orçamento corrente provocado pelo pagamento de juros da dívida e coberto por saldos de exercícios anteriores produzidos por resultados primários gerados em exercícios anteriores não implica descumprimento da regra de ouro. De fato, os superávits primários são gerados com o propósito de satisfazer despesas relativas ao serviço da dívida (amortização e juros e outros encargos), com vencimento no próprio exercício ou em exercícios subsequentes. Neste caso, o déficit do orçamento corrente não estará associado à necessidade de aumentar o montante das operações de crédito, nem será coberto por recursos provenientes de alienação de ativos ou de amortização de empréstimos concedidos.

Quadro 14 – Regra de ouro em situação de pagamento periódico de juros

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
		Juros	50
		Outras despesas correntes	950
Receitas de capital	1.000	Despesas de capital	1.000
Operações de crédito	1.000	Amortização da dívida	1.000
Total de receitas	2.000	Total de despesas	2.000
<p>Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito = 1.000 – 1.000 = 0</p>			

Imaginemos, agora, que essas novas operações de crédito foram contratadas em outra condição: pagamento de juros apenas no vencimento da dívida (que, suponhamos, ocorrerá em 5 anos). O efeito imediato é um alívio nas despesas com juros para os próximos anos, permitindo a produção de superávits correntes ou, alternativamente, a expansão das demais despesas correntes. O Quadro 15 ilustra essa última alternativa.

Quadro 15 – Regra de ouro em situação de pagamento de juros somente após período de carência

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
		Juros	0
		Outras despesas correntes	1.000
Receitas de capital	0	Despesas de capital	0
Total de receitas	1.000	Total de despesas	1.000
<p>Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.000 – 1.000 = 0 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito = 0 – 0 = 0</p>			

O que se configura, como se observa facilmente, é uma espécie de “bomba-relógio”: no exercício de vencimento da dívida será necessário pagar, de uma só vez, toda a carga de juros que foi evitada nos exercícios anteriores, produzindo impacto forte e concentrado sobre o déficit corrente. Assumindo a razoável hipótese de que as receitas correntes não possam ser elevadas, de que as despesas correntes não possam ser comprimidas a ponto de cobrir o pagamento de juros (ainda que ambas sejam ajustadas em 5%) e de que não haja resultados primários acumulados nos exercícios anteriores, restará somente a emissão de dívida para fazer face aos juros vincendos, levando assim a uma situação de déficit corrente e consequente descumprimento da regra de ouro. Observe-se que esse descumprimento ocorre ainda que, considerando as despesas com juros incorridas apenas no exercício do pagamento (\$ 50), haja

superávit corrente²⁴. O Quadro 16 ilustra essa situação, na qual também são realizadas operações de crédito para amortizar a dívida vincenda.

Quadro 16 – Regra de ouro em situação de pagamento de juros integralmente no vencimento

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.050	Despesas correntes	1.200
		Juros	250
		Outras despesas correntes	950
Receitas de capital	1.150	Despesas de capital	1.000
Operações de crédito	1.150	Amortização da dívida	1.000
Total de receitas	2.200	Total de despesas	2.200
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1.200 – 1.050 = 150 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito = 1.000 – 1.150 = -150			

Dessa forma, os efeitos combinados das características dos títulos e de seu prazo de vencimento podem tornar a regra de ouro incapaz de sinalizar adequadamente a situação fiscal do ente público. A postergação das despesas com juros, mediante a emissão de títulos que pagam juros somente no vencimento²⁵, pode criar situações de artificial equilíbrio do orçamento corrente, permitindo assim a expansão das despesas correntes²⁶. Quando sobrevém o vencimento da dívida, a pressão concentrada dos juros dificilmente pode ser absorvida pelo orçamento corrente e tudo contribui para o descumprimento da regra de ouro.

A falha da regra é tamanha que ela pode ser, inclusive, intencionalmente explorada. Assim, a ocorrência de um elevado déficit corrente, concentrado nas despesas com juros, pode ser mascarado por um período significativo pela adoção dessa estratégia de gestão da dívida²⁷. A forma de cálculo da margem de cumprimento da regra de ouro não consegue captar essa estratégia, e assim a regra pode ser cumprida mesmo em cenários em que outras medidas, como o déficit nominal, apontariam para a ocorrência de déficit corrente. Assim, a regra falha

²⁴ Observe-se que as receitas correntes (em valor de \$ 1.050) superam as despesas correntes, quando consideramos somente as despesas com juros incorridas no exercício (isto é, apropriadas por competência). As despesas correntes somariam \$ 50 de juros e \$ 950 de outras despesas, resultando assim em um superávit do orçamento corrente de \$ 50.

²⁵ Tais títulos são também conhecidos como *zero coupon bonds*, por não pagarem nenhum “cupom” de juros antes de seu vencimento.

²⁶ Se tal expansão, por exemplo, se concentrar em despesas obrigatórias, será ainda mais difícil retornar ao equilíbrio do orçamento corrente, criando-se dificuldades para o cumprimento da regra de ouro.

²⁷ Isso ocorre porque, apesar de os juros serem incorridos ao longo de todo prazo de maturação do título, o seu pagamento – e a conseqüente sensibilização da regra de ouro – ocorrerá somente no exercício do seu vencimento, o que pode ocorrer vários anos após sua emissão. Além disso, como veremos na Seção 2.7, uma parte dos juros nominais será contabilizada como atualização monetária (GND 6), de acordo com o índice estabelecido na LDO (historicamente IGP-M, mais recentemente IPCA), e apenas o restante será lançado como GND 2. Observe-se que, nesses tipos de títulos, os juros nominais usualmente correspondem ao seu deságio.

em sinalizar adequadamente a situação das contas públicas, pois não indica seu desequilíbrio latente.

Por sua vez, no exercício em que ocorrer o vencimento dos títulos, o déficit corrente será elevado, o que poderá dar causa ao descumprimento da regra de ouro²⁸. Observe-se que, nesse caso, esse descumprimento não significa desequilíbrio corrente presente, mas sim desequilíbrio *passado*, ocultado pela estratégia de gestão da dívida. Assim, a regra de ouro falha também neste momento, pois indica uma situação mais grave das contas públicas do que a presentemente existente.

Nesse sentido, a falha relativa à sensibilidade a estratégias de gestão da dívida torna a regra de ouro, em um primeiro momento, incapaz de capturar o desequilíbrio do orçamento corrente e, em um segundo momento, incapaz de sinalizar o seu equilíbrio. Tem-se, assim, primeiramente uma situação de “falso positivo” e, após, uma situação de “falso negativo”. Isso mostra que, nesse aspecto, a regra não é tempestiva, não exibindo o comportamento “forward-looking” postulado por Auerbach (2014), ou seja, não consegue captar a situação de seu iminente descumprimento. Ao contrário, a regra demonstra ter indesejável viés “backward-looking”, refletindo assim situações pretéritas das contas públicas.

2.4.2. Possibilidades de saneamento

Ao contrário da análise realizada para as duas primeiras falhas, neste caso não se vislumbra um mecanismo simples para o seu saneamento. Primeiramente, não parece razoável restringir as possibilidades de escolha de estratégias de gestão da dívida, pois as autoridades responsáveis devem dispor dos instrumentos necessários para atingir os objetivos estipulados.

Dessa forma, uma alternativa para eliminar o efeito que essas estratégias podem ter sobre a regra de ouro seria a de passar a realizar a apuração das despesas de juros por competência, e não por caixa, adotando critério similar ao empregado pelo Banco Central do Brasil para o cálculo do déficit nominal. A apropriação por competência não é afetada pela determinação dos fluxos de pagamento, não sofrendo impacto das estratégias de gestão de dívida apresentadas.

Tal mudança, no entanto, não é desprovida de óbices. Um deles é o fato de que parte significativa dos juros da dívida é pós-fixada (definida pela taxa Selic ou pelo IPCA, por exemplo), o que dificultaria a determinação prévia do seu montante e, conseqüentemente, a verificação do cumprimento da regra de ouro quando da elaboração da lei orçamentária anual, a qual precisaria estar baseada em projeções²⁹. Outra dificuldade encontra-se no modelo de

²⁸ Como já comentado, o descumprimento da regra de ouro pode ser evitado caso se faça uso de saldos de exercícios anteriores produzidos por resultados primários gerados. Essa utilização, no entanto, pode ter implicações em termos de política monetária em virtude do aumento da liquidez da economia.

²⁹ Esse problema, no entanto, não ocorreria na apuração da margem de cumprimento no final do exercício, quando já se teriam os valores das taxas para a contabilização dos juros efetivamente incorridos.

governança da regra, que hoje concentra-se na Secretaria do Tesouro Nacional, e que possivelmente teria que passar a contemplar uma participação mais efetiva do Banco Central.

Outra forma de saneamento que poderia ser aventada seria a exigência de superávits correntes suficientes para arcar com o pagamento futuro dos juros já incorridos. Nesse caso, observe-se, não há necessidade de alterar a regra atual de contabilização dos juros por caixa. Isso, porém, significaria a própria reescritura dos termos da “regra de ouro” para que essa nova exigência viesse a ser contemplada, o que certamente suscitaria muitas outras dificuldades técnicas.

Em síntese, a falha relativa à sensibilidade a estratégias de gestão da dívida não parece, de forma alguma, ter solução simples, e medidas efetivas de saneamento certamente exigirão um profundo repensar sobre diversos aspectos da operacionalização da regra.

2.4.3. Impacto no cálculo da regra de ouro

Há claras evidências de que esta falha pode estar produzindo, neste momento, relevante impacto no cálculo da margem de cumprimento da regra de ouro. O próprio Poder Executivo reconhece a existência desses efeitos em documentos que analisam a situação da regra de ouro, tais como em Secretaria do Tesouro Nacional (2018a):

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

Verifica-se, assim, que o Executivo confirma que relevante parcela dos títulos vencidos recentemente e vincendos nos próximos anos possui a característica de pagamento de juros apenas ao final. É, justamente, o tipo de cenário apontado na descrição da falha.

Assim, essa falha pode muito bem ser parte da explicação para o curioso fato de que, nos anos recentes de déficit nominal bastante elevado, tais como 2015, 2016 e 2017, a regra de ouro tenha sido cumprida. A emissão de títulos nesses exercícios com as características e prazos referidos certamente postergariam os efeitos dos juros sobre a regra de ouro, facilitando seu cumprimento. Esses efeitos estariam sendo sentidos apenas agora, em virtude do vencimento desses títulos. Nesse aspecto, o resultado atual da regra de ouro – de descumprimento, ressalte-se – estaria sendo artificialmente prejudicado pela estratégia de gestão de dívida. Assim, o resultado negativo da regra pode não significar desequilíbrio presente, mas sim reflexos de desequilíbrios correntes passados – em especial, da geração de insuficientes superávits correntes.

Reforçando essa hipótese, as despesas com juros (pelo regime de caixa) vêm se elevando significativamente nos últimos anos. Essas despesas cresceram de uma média de R\$ 205

bilhões anuais no triênio 2015-2017 para uma média de R\$ 282 bilhões anuais no biênio 2018-2019, estando estimadas em R\$ 409 bilhões para 2020³⁰. Isso tudo, observe-se, em um cenário econômico em que a taxa referencial de juros do conjunto da economia – a Selic - encontra-se em queda persistente. Tomadas em conjunto, tais informações sinalizam a existência de fortes impactos desta falha no cálculo atual da regra de ouro.

2.5. Sensibilidade a Regras e Estratégias de Gestão Financeira

2.5.1. Descrição da falha

A falha em tela refere-se à possibilidade de que regras e estratégias de gestão financeira, em particular aquelas relacionadas à gestão de caixa, influenciem indevidamente o resultado da regra de ouro. Trata-se, como veremos, de um problema essencialmente relacionado à natureza das receitas que custearão as despesas.

Em um cenário simples de administração financeira, o comportamento esperado do gestor seria o de somente recorrer ao endividamento quando não houvesse recursos disponíveis no caixa. No caso da União, no entanto, a complexidade dessa gestão é muito mais elevada. Assim, por exemplo, recursos em caixa que sejam vinculados a determinadas despesas não podem, por definição, ser aplicados em outras. Dessa forma, na ausência de recursos livres suficientes, pode ser necessário emitir dívida para custeá-las. Há uma determinada proporção das operações de crédito realizadas, portanto, que seriam desnecessárias fossem outras as normas de gestão financeira. O efeito resultante é uma redução artificial da margem de cumprimento da regra de ouro, sinalizando a existência de um déficit corrente superior ao realmente existente.

Essa situação pode levar ao descumprimento da regra de ouro mesmo em situações de equilíbrio do orçamento corrente. A título de exemplo, vejamos o cenário descrito no Quadro 17. Nele, parcela das receitas correntes é vinculada, mas a despesa correspondente tem montante inferior. Uma vez que tal sobra (em montante de \$ 250) não consegue ser aplicada em outras despesas, faz-se necessário realizar operações de crédito para financiá-las, o que produz margem negativa de cumprimento da regra de ouro, ainda que não haja déficit corrente.

³⁰ Foram consideradas as despesas liquidadas classificadas com GND 2 – Juros e Encargos da Dívida (para 2020, considera-se o montante autorizado. Fonte: Painel do Orçamento Federal, disponível em <https://www.siop.planejamento.gov.br>. Consulta realizada em 26/05/2020.

Quadro 17 – Regra de ouro em situação de vinculação de receitas

RECEITAS		DESPESAS	
Receitas correntes	1.000	Despesas correntes	1.000
Recursos vinculados a “A”	500	Despesa “A”	250
Recursos livres	500	Outras despesas correntes	750
Receitas de capital	250	Despesas de capital	0
Operações de crédito	250		
Total de receitas	1.250	Total de despesas	1.000
Déficit corrente = despesas correntes – receitas correntes = 1000 – 1000 = 0 Margem da regra de ouro = despesas de capital – operações de crédito = 0 – 250 = -250			

Estratégias de gestão financeira também podem ser empregadas de modo a impactar a margem de cumprimento da regra de ouro. Recursos em caixa resultantes de superávit financeiro ou de excesso de arrecadação – que não transitam pelo processo orçamentário ordinário – podem deixar de ser aplicados no custeio das despesas, levando à sua substituição por operações de crédito, reduzindo assim artificialmente a margem de cumprimento da regra de ouro. Verifica-se, portanto, que pode haver *discricionariedade do gestor* na determinação do resultado da regra de ouro, produzindo margens de cumprimento distintas para resultados primários idênticos.

O raio de ação do gestor pode ser de tal ordem que lhe permita até mesmo induzir o descumprimento da regra de ouro. Em tese, essa estratégia soaria descabida, pois usualmente isso geraria alguma espécie de penalização ao gestor. Caso, no entanto, já se tenha obtido autorização para afastar a regra de ouro, tal comportamento passa a ser plausível, e até mesmo esperado, uma vez que assim os recursos entesourados podem ser mantidos para fazer cumprir a regra de ouro em exercícios seguintes.

2.5.2. Possibilidades de saneamento

A maior harmonia entre receitas vinculadas e as correspondentes despesas, eliminando desalinhamentos que gerem descasamentos recorrentes nessas fontes, contribui para a redução dessa falha e da distorção que ela gera sobre a margem de cumprimento da regra de ouro.

Por outro lado, uma solução simplesmente aritmética (como deduzir do montante de operações de crédito o aumento da posição líquida de caixa do ente) tem riscos inaceitáveis. Por um lado, mascara a existência de um risco de taxas, uma vez que os recursos mantidos em caixa pelo ente e os recursos captados no mercado muito provavelmente terão remuneração distinta e induzirão a resultados líquidos diferentes ao longo do tempo (tornando uma simples compensação no “ano zero” inconsistente com os objetivos da regra). Por outro, e mais importante, para a União esses saldos entesourados não são de livre disponibilidade no exercício seguinte, uma vez que o seu desembolso representa emissão de moeda, o que

ensejará a necessidade de elevação da dívida pública por parte da autoridade monetária para reabsorver essa liquidez adicional.

Quanto à possibilidade de emprego de estratégias de gestão financeira, avaliamos que pode ser difícil para o avaliador externo divisar essas ações e comprovar sua motivação. A gestão financeira é suficientemente complexa para permitir nublar relações de causa e efeito, e a existência de inúmeras minúcias e exigências nos procedimentos torna-se um obstáculo para qualquer intento de exigir conduta diversa. Assim, é duvidoso que essa falha seja sanável.

2.5.3. Impacto no cálculo da regra de ouro

O elevado volume de receitas vinculadas com descasamento das despesas correspondentes dificulta o cumprimento da regra de ouro. Segundo Secretaria do Tesouro Nacional (2018b, p. 3), o montante de recursos vinculados depositados no caixa na União, em junho de 2018, alcançava R\$ 425,5 bilhões (sem considerar a subconta da dívida). Não por acaso, diversas das medidas empregadas desde 2018 visaram justamente promover desvinculações (Secretaria do Tesouro Nacional, 2018a, p. 4). Tal estratégia, no entanto, encontrou limites na natureza jurídica da maioria das vinculações. Nesse sentido, medidas constantes da Proposta de Emenda à Constituição nº 187, de 2019, ao desvincular os fluxos financeiros a cada ano, podem colaborar para facilitar essa gestão³¹.

São nas possibilidades de estratégias de gestão financeira, no entanto, que se encontra o maior potencial de impacto sobre a regra de ouro. Exemplifiquemos com dois casos: a margem de cumprimento de 2019 e a margem projetada para 2020 quando da divulgação do resultado do Tesouro Nacional em 2019³², constante em Secretaria do Tesouro Nacional (2020, p. 29).

Como já foi apresentado, no exercício de 2019 a regra de ouro apresentou margem negativa de R\$ 185,3 bilhões. Ou seja, esse foi o montante de operações de crédito realizadas acima das despesas de capital. Observe-se, no entanto, que Secretaria do Tesouro Nacional

³¹ Deve-se considerar que o uso de saldos de exercícios anteriores (que venham a ser também desvinculados) como substitutos de operações de crédito depende de avaliação quanto a ajustes na margem de cumprimento da regra de ouro, indicados nas seções 2.2 e 2.3, no exercício em que se arrecadou recursos relativos a alienação de ativos e amortização de empréstimos. Assim, as amortizações de empréstimos concedidos ao BNDES, se não impactaram a margem de cumprimento no exercício em que os recursos foram recebidos, deverá impactá-la no exercício em que os recursos correspondentes deverão substituir operações de crédito. Se for esse o caso, essa troca de fontes de recursos não terá o poder de reduzir ou afastar o descumprimento da regra de ouro.

Outra observação importante é que a substituição do excedente de operações de crédito (em relação ao montante das despesas de capital e que, portanto, deva financiar despesas correntes) por saldos de exercícios anteriores deve ser limitada ao montante das despesas com juros e encargos da dívida e de outras despesas correntes financeiras. Isso se deve ao fato de que o pagamento de despesas correntes primárias implica redução da posição líquida da União junto ao setor financeiro, o que teria o mesmo efeito da realização de operações de crédito.

³² Tal projeção já se encontra desatualizada, especialmente em virtude dos vultosos impactos fiscais produzidos pela pandemia da COVID-19, incluindo a aprovação da Emenda Constitucional nº 106/2020, que, entre outras disposições, suspendeu a aplicação da regra de ouro para o exercício de 2020. No entanto, a projeção mantém sua utilidade para ilustrar a dinâmica da falha em tela.

(2020, p. 29) prevê que o superávit financeiro³³ em 31/12/2019 de determinadas fontes esteja no patamar de R\$ 262,2 bilhões. Tais recursos, ao menos em parte, ao invés de terem sido mantidos em caixa ao longo do exercício de 2019, poderiam ter sido destinados a despesas, substituindo assim igual montante de operações de crédito realizadas ao longo do exercício. Em outras palavras: a margem da regra de ouro poderia ter sido significativamente maior³⁴, mas, em virtude de decisões ocorridas no âmbito da gestão financeira, trilhou-se caminho diverso.

Cenário similar se colocava então para o exercício de 2020, quando o superávit financeiro poderia ser utilizado para substituir operações de crédito cuja realização estava prevista na lei orçamentária. Segundo Secretaria do Tesouro Nacional (2020, p. 29), estavam colocadas duas possibilidades de margens para a regra de ouro nesse exercício. Na primeira, seria empregado o superávit financeiro no pagamento de despesas ao longo do exercício, cenário em que a margem ficaria negativa em R\$ 79,9 bilhões. Na segunda, na qual não se empregaria o superávit e, portanto, seria necessário emitir operações de crédito em montante equivalente para honrar as despesas, a margem seria negativa em R\$ 342,1 bilhões³⁵. De qualquer forma, as projeções da STN mostram que o gestor financeiro poderia escolher, dentro de certas restrições, qualquer valor entre os que menciona como a margem de cumprimento da regra de ouro em 2020.

Portanto, para uma mesma situação fiscal, com idênticos resultados primário e nominal, a margem de cumprimento da regra de ouro poderia sofrer variação no vultoso montante de R\$ 262,2 bilhões. É difícil conceber fragilidade em uma regra fiscal maior do que esta: que seu resultado possa ter tamanha variação sem que o cenário fiscal subjacente tenha se alterado de forma correspondente. Pouca dúvida há de que, nesse caso, o poder à disposição da autoridade fiscal em influenciar o resultado da regra ultrapassou em muito o limite do razoável.

³³ Observe-se que, *a contrario sensu*, o conceito de “superávit financeiro” na contabilidade pública brasileira representa uma medida de estoque, ou de saldo líquido de caixa e outros ativos financeiros (art. 43, § 2º, da Lei nº 4.320/64).

³⁴ Avalia-se que nem todo o superávit financeiro poderia ser legitimamente considerado para elevar a margem de cumprimento da regra de ouro, uma vez que parte dele é formado por recursos (tais como amortizações de empréstimos concedidos) que deveriam ser deduzidos da margem, como apontado em seções anteriores.

³⁵ Observe-se que, nessas projeções, a STN não parece considerar qualquer necessidade de ajustes na margem de cumprimento da regra de ouro em virtude das falhas apresentadas no presente estudo, como as relativas aos recursos oriundos de alienação de ativos e amortização de empréstimos concedidos. Em decorrência disso, os ajustes necessários ao saneamento das falhas, se não foram efetuados no exercício da arrecadação, deveriam ser efetivados no exercício em que houver a aplicação desses recursos.

2.6. Classificação inadequada de despesas relativas ao Banco Central

2.6.1. Descrição da falha

A falha analisada nesta seção refere-se às despesas com a cobertura do resultado negativo do Banco Central. Essas despesas são realizadas por força do art. 7º, § 1º, da Lei de Responsabilidade Fiscal (Brasil, 2000), o qual define que essa cobertura é obrigação do Tesouro Nacional para com a instituição, e será consignada em dotação específica no orçamento.

Analisando-se a execução dessa despesa, verifica-se que ela é classificada como “Amortização da Dívida Pública”³⁶, um dos tipos de despesa de capital. Assim, essa despesa representaria a quitação de uma dívida da União com o Banco Central. A nosso ver, não parece haver qualquer interpretação econômica ou jurídica razoável que justifique tal classificação. Aceitá-la equivaleria reconhecer a pré-existência de empréstimo concedido pela autarquia à União, o que seria, de todo modo, vedado pela Constituição³⁷. Além disso, a realização de tal despesa não representa, em absoluto, qualquer amortização da dívida pública, a qual não é afetada por essa operação.

A análise da legislação orçamentária, especialmente da Lei nº 4.320/64 (Brasil, 1964), indica que a classificação mais adequada para essa despesa seria a de *subvenção econômica*, a qual se destina à “cobertura dos déficits de manutenção das empresas públicas, de natureza autárquica ou não”³⁸. A adequação dessa classificação pode ser sustentada pela proximidade entre os conceitos de resultado negativo e de déficit de manutenção, assim como pelo fato de o Banco Central ser uma autarquia. Reforçando esse entendimento, é interessante observar que outras despesas relacionadas à cobertura de déficits são classificadas como despesas correntes³⁹.

Por final, é oportuno observar que a prática de classificar despesas correntes como de capital é uma das fragilidades da regra de ouro apontadas pela literatura de finanças públicas, tal como apresentado na seção 2.1. Tais operações de contabilidade criativa podem colaborar de forma decisiva para a deterioração fiscal, permitindo que elevados déficits correntes e níveis insustentáveis de endividamento ocorram mesmo com o cumprimento da regra de ouro.

³⁶ Observe-se que uma parte relativamente pequena (em torno de 10%) das despesas com a cobertura do resultado negativo do Bacen é classificada como “Juros e Encargos da Dívida”, ou seja, uma despesa corrente. Essa parcela não é considerada na análise nem no cálculo de impacto apresentados nesta seção.

³⁷ Art. 164. ...

§ 1º É vedado ao banco central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.

³⁸ II) Das Subvenções Econômicas

Art. 18. A cobertura dos déficits de manutenção das empresas públicas, de natureza autárquica ou não, far-se-á mediante subvenções econômicas expressamente incluídas nas *despesas correntes* do orçamento da União, do Estado, do Município ou do Distrito Federal.

³⁹ Como exemplos, temos as ações 0026 - Cobertura de Déficit nas Operações de Seguro Rural e 0467 - Cobertura de Saldo Residual de Contratos de Financiamentos Firmados no Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

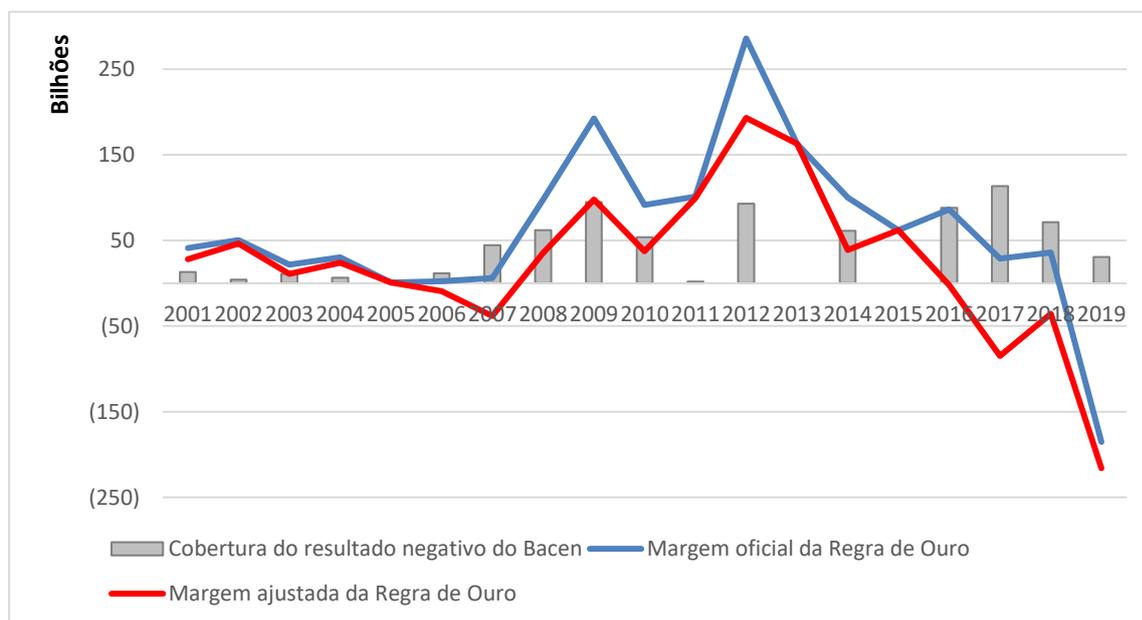
2.6.2. Possibilidades de saneamento

O saneamento desta falha se configura bastante simples, envolvendo, essencialmente, alterar a classificação econômica das despesas com a cobertura do resultado negativo do Banco Central para “despesas correntes” e o classificador grupo de natureza de despesa para “outras despesas correntes”.

2.6.3. Impacto no cálculo da regra de ouro

A alteração da classificação da cobertura do resultado negativo do Banco Central de despesa de capital para despesa corrente impacta a margem de cumprimento da regra de ouro, uma vez que o montante de despesas de capital será reduzido, e logo a margem será diminuída no mesmo valor. O Gráfico 4 apresenta, para cada ano, três informações: o cálculo oficial da margem de cumprimento, o montante da cobertura do resultado negativo do Banco Central (ou seja, o impacto da reclassificação no resultado) e a margem de cumprimento da regra de ouro ajustada considerando a reclassificação (margem de cumprimento oficial menos montante da cobertura do resultado negativo).

Gráfico 4 - Impacto da reclassificação da cobertura do resultado negativo do Banco Central sobre a margem de cumprimento da regra de ouro



Fonte: SIGA Brasil.

Elaboração dos Autores

Como pode ser observado no gráfico, apenas a reclassificação desta despesa de capital para corrente já seria suficiente para tornar a margem de cumprimento da regra de ouro negativa em 4 exercícios financeiros entre 2001 e 2019. Assim, entende-se que nos exercícios de 2006, 2007, 2017 e 2018 a regra de ouro, na verdade, foi descumprida, sendo que somente foi apurada margem positiva graças a uma classificação errônea de gastos, que indevidamente inflou o montante das despesas de capital.

Deve-se ressaltar ainda a elevada volatilidade desse componente nos últimos exercícios, decorrente em grande medida da simples variação do contravalor em moeda nacional das reservas cambiais do Banco Central sob regime de câmbio flutuante; essa variável ao mesmo tempo apresenta grande materialidade e, na prática, não é passível de controle pela política econômica. Ainda que tal efeito possa vir a ser minorado pelas mudanças introduzidas pela Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019⁴⁰, acarretou uma fortíssima distorção nos resultados da regra de ouro na última década. De toda forma, mesmo que esse efeito das reservas seja desconsiderado ou quantitativamente minorado, persiste conceitualmente a incorreção apontada nos parágrafos anteriores.

2.7. A Inadequação do Tratamento dado à Atualização Monetária da Dívida

2.7.1. Descrição da falha

A falha analisada nesta seção refere-se à atualização monetária da dívida pública. Para compreendê-la, é necessário primeiramente observar que as despesas com juros nominais incidentes sobre a dívida podem ser decompostas em duas parcelas: uma correspondente aos juros reais e outra referente à atualização monetária, resultante da aplicação de um determinado índice de preços sobre o montante devido.

O ponto problemático e que geraria distorções no cálculo da regra de ouro é o fato de que a parcela dos juros nominais correspondente à atualização monetária é classificada no orçamento da União como despesa de capital⁴¹. Ou seja, uma fração relevante dos gastos com juros – despesa corrente por excelência – é contabilizada como despesa de capital, elevando assim o montante desta última e, conseqüentemente, facilitando o cumprimento, no plano formal, da regra de ouro.

O tratamento da atualização monetária como despesa de capital é, naturalmente, sujeito a críticas diversas tanto no campo da economia quanto no do direito. Analisando a questão sob a ótica econômica, Couri et al. (2018) observam que essa classificação contraria a prática mais generalizada ao redor do mundo, que considera a totalidade dos juros nominais – incluindo a atualização monetária – como despesa corrente. Os autores ainda apontam que essa classificação permite a ocorrência de distorções, tais como possibilitar a elevação das operações de crédito em virtude de um pico inflacionário, o qual aumentaria a atualização monetária e por conseqüência as despesas de capital.

⁴⁰ Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019, que “Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e sobre a carteira de títulos mantida pelo Banco Central do Brasil para fins de condução da política monetária”. Essa lei retira dos fluxos financeiros de resultado entre o Banco Central e a União os efeitos estimados da variação cambial do estoque de reservas internacionais.

⁴¹ Do âmbito das despesas de capital, esse gasto é classificado no grupo de natureza de despesa “Amortização da Dívida Pública”.

Na mesma linha, é relevante também observar que o cálculo do resultado nominal – o mais tradicional indicador das necessidades de financiamento do setor público – considera os juros nominais, englobando assim tanto os juros reais quanto a atualização monetária (Banco Central do Brasil, 2018, pp. 32-33). Seria razoável adotar uma definição de juros para a apuração da margem de cumprimento da regra de ouro distinta da empregada para o cálculo do resultado nominal? Parece-nos que não⁴².

Por final, verifica-se que a definição de despesas com juros adotada pelo FMI (Fundo Monetário Internacional, 2014, pp. 127-131) não parece contemplar qualquer divisão entre parcela de juro real e parcela relativa à atualização monetária. Ao contrário, orienta-se que o cálculo dos juros deve incluir qualquer montante pago que ultrapasse a devolução do principal:

6.66 In macroeconomic statistics, interest is calculated according to the debtor approach. According to this approach, **interest is equal to the amounts the debtors will have to pay to their creditors over and above the repayments** of the amounts advanced by the creditor. (op. cit., p.128, grifos nossos)

No plano jurídico também são identificados diversos óbices à classificação da parcela dos juros nominais correspondente à atualização monetária como despesa de capital. Primeiramente, não foi localizado, ao longo da elaboração deste estudo, qualquer comando legal que expressamente estabeleça que essa despesa deva ser contabilizada como de capital. Ao contrário: a Lei nº 4.320/64, ao dispor sobre o tema, define que “Juros da Dívida Pública” – categoria que, no conceito econômico acima mencionado, inclui a chamada atualização monetária – são despesas correntes⁴³, sem separá-los em parcelas com diferentes classificações. Ainda que se alegue que a figura da “correção monetária” veio a ser introduzida no ordenamento jurídico posteriormente a 1964, é mister reconhecer que não consta qualquer modificação expressa na legislação que viesse a legitimar a sua segregação do montante de juros para qualquer efeito de contabilização, reporte ou utilização como regra fiscal.

Tem-se, assim, uma barreira aparentemente intransponível, pois não apenas há ausência de previsão legal para a classificação da atualização monetária como despesa de capital⁴⁴, mas

⁴² Nesse sentido, é oportuno ressaltar que o Banco Central calculou as Necessidades de Financiamento no conceito operacional (isto é, deduzida do indicador a correção monetária sobre o saldo da dívida) somente até 2009, dado que o ambiente de baixa inflação tornou tal indicador pouco relevante. A contabilização da atualização monetária como despesa de capital pode ser vista, assim, como uma espécie de resquício do ambiente de elevada inflação, cenário em que tal classificação seria mais justificável.

⁴³ Art. 13 da Lei nº 4.320/64. As despesas com juros são classificadas como Transferências Correntes, uma das categorias das despesas correntes.

⁴⁴ Observe-se que alguns defendem que a LRF, em especial em seu art. 29, inciso V, que define o conceito de “refinanciamento da dívida mobiliária” como “emissão de títulos para pagamento do principal acrescido da atualização monetária”, conteria essa previsão, que está também refletida no MCASP. Entendemos ser equivocada essa avaliação, uma vez que a eventual autorização para financiar uma despesa mediante emissão de títulos públicos nada diz sobre a categoria econômica desse gasto. A título de contraexemplo, observe-se que as leis de diretrizes orçamentárias recorrentemente autorizam a emissão de títulos públicos para o pagamento de juros reais, e nem por isso procederia qualquer alegação de ser ela uma despesa de capital.

há norma legal apontando em sentido oposto. Tratar-se-ia, dessa forma, de uma violação ao princípio da legalidade, o qual é especialmente central no direito financeiro, como ensina Torres (2014), em preciosa lição:

*A legalidade é o princípio fundamental da Constituição Financeira, numa dimensão de reserva absoluta de lei para todos os atos da atividade financeira do Estado. Na atividade financeira do Estado predomina a função administrativa. Por conseguinte, é uma exigência do princípio republicano e fundamento do agir administrativo. Não basta que exista “lei”, em sentido formal, **mas que toda a administração pública possa agir em conformidade com a lei, sem contradições, reduções ou excessos em relação ao texto legal.** (Helena Torres, 2014, p. 98) (negritamos)*

À mesma conclusão chegamos mediante o emprego de uma interpretação jurídica sistêmica e teleológica da regra de ouro. Nesse processo, primeiramente, há de se ter em conta que a interpretação constitucional se assenta no *princípio da supremacia da Constituição* (Barroso, 2009, p. 165). Em segundo lugar, que, pelo *princípio da máxima efetividade da Constituição*, deve o intérprete atribuir a uma norma constitucional o sentido que lhe dê maior eficácia (Torres, 2014, p. 115).

Devemos nos questionar, então, qual a finalidade da regra de ouro. Lobo Torres (2010) nos esclarece: o objetivo da norma é o equilíbrio orçamentário, mediante a limitação dos empréstimos públicos. Logo, é imperativo escolhermos a interpretação que mais plenamente atenda a essa finalidade, o que também contribuirá para maximizar a efetividade da Constituição. Essa será, certamente, aquela que promova o maior equilíbrio orçamentário e o menor endividamento entre as alternativas em análise. Assim, sem dúvida, o entendimento que confere maior eficácia à norma é o de que a totalidade das despesas com juros nominais – incluída, portanto, a parcela referente à atualização monetária – seja classificada como despesa corrente, pois isso produzirá maior rigor fiscal e menor endividamento do que a opção de enquadrá-la como despesa de capital.

Feitas essas ponderações, avalia-se ser muito pouco defensável a classificação das despesas com atualização monetária, que constituem parcela dos juros nominais, como despesa de capital. Tal opção não apenas tem escasso, se algum, fundamento econômico e jurídico, mas também, ao inflar as despesas de capital, permite elevar as operações de crédito para além do limite constitucional (art. 167, inciso III, da Constituição), e com isso expandir despesas correntes. Como consequência, tanto o aumento do déficit corrente quanto a diminuição da margem de cumprimento da regra de ouro deixam de ser evidenciados, o que poderá ocultar relevante deterioração das contas públicas.

2.7.2. Possibilidades de saneamento

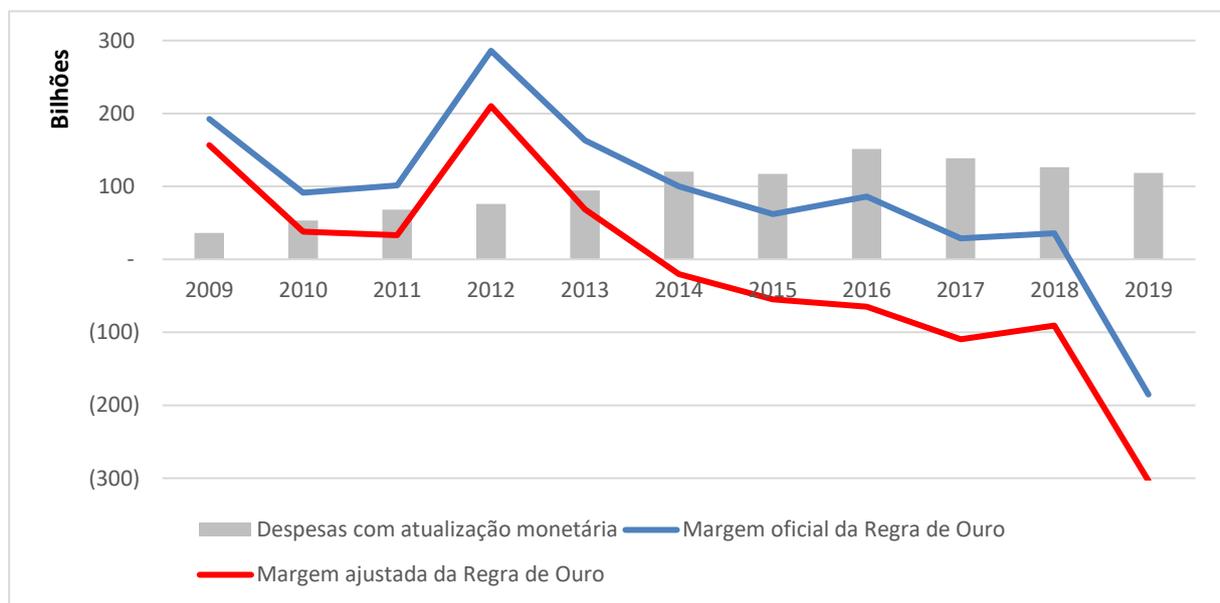
O saneamento desta falha se configura bastante simples, envolvendo, essencialmente, alterar a classificação econômica das despesas com a atualização monetária da dívida para

“despesas correntes” e o correspondente classificador grupo de natureza de despesa para “juros e encargos da dívida”.

2.7.3. Impacto no cálculo da regra de ouro

De forma a dimensionar a fragilidade da regra de ouro com a atual classificação da atualização monetária, o Gráfico 5 apresenta, para cada ano⁴⁵, três informações: o cálculo oficial da margem de cumprimento da regra de ouro, o montante da atualização monetária e a margem de cumprimento da regra de ouro ajustada, considerando-se a reclassificação dessas despesas de capital para despesas correntes.

Gráfico 5 - Impacto da reclassificação da parcela dos juros relativa à atualização monetária sobre a regra de ouro



Fontes: SIGA Brasil e Gráfico 1.

Elaboração dos Autores

Como pode ser observado, apenas a reclassificação desta despesa já seria suficiente para tornar a margem de cumprimento da regra de ouro negativa em todos os exercícios desde 2014. Assim, entende-se que nos exercícios de 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018, na verdade, a regra de ouro foi descumprida, sendo que somente foi apurada margem positiva graças a uma classificação imprópria de gastos, que indevidamente inflou o montante das despesas de capital.

⁴⁵ Informações sobre as despesas com atualização monetária estão disponíveis somente a partir do exercício de 2009.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

A regra de ouro vem tendo destaque no debate sobre política fiscal nos últimos anos no Brasil, principalmente após o anúncio da perspectiva, com posterior confirmação, de seu descumprimento. Tal debate prossegue com grande amplitude de visões: desde a proposta de sua extinção até seu fortalecimento como elemento central para a gestão das finanças públicas.

Reitera-se que as conclusões aqui apresentadas aplicam-se às situações definidas como permanentes no ordenamento jurídico relativo às finanças públicas, sem que se estendam às circunstâncias emergenciais em que os controles e parâmetros de normalidade estejam formalmente suspensos por força de situações de calamidade pública, em especial na duração da situação de pandemia vivenciada em 2020 e refletida no período de vigência da Emenda Constitucional nº 106/2020.

As análises apresentadas neste estudo mostram as dificuldades da regra de ouro para atingir seus objetivos centrais: o equilíbrio do orçamento corrente, o estímulo ao investimento e o controle do endividamento. As falhas aqui identificadas, assim, ajudam a explicar como a regra de ouro pôde ter sido cumprida por um longo período mesmo em um cenário de recorrentes déficits correntes. Conclui-se, assim, que a regra de ouro tem se mostrado um instrumento limitado e pouco confiável para refletir a real situação das contas públicas. Tal como um termômetro defeituoso, a leitura de seu resultado pode nos induzir a ações – ou inações – que não sejam as mais apropriadas para o momento.

Observe-se que, das falhas tratadas neste trabalho, algumas tendem a facilitar o cumprimento da regra, elevando indevidamente a margem de cumprimento. É o caso das falhas relativas às receitas com desinvestimentos (alienação de ativos) e amortização de empréstimos concedidos e às despesas com a cobertura do déficit do Banco Central e com a atualização monetária da dívida. Por outro lado, duas outras falhas – a sensibilidade a estratégias de dívida e a sensibilidade a regras e estratégias de gestão financeira – operam, ao menos no presente momento, em sentido oposto: tendem a dificultar o cumprimento da regra de ouro, reduzindo indevidamente sua margem de cumprimento. No caso específico das estratégias de gestão financeira, há vasto espaço de discricionariedade para que o gestor escolha o resultado desejado para a margem de cumprimento da regra de ouro, o que nos parece uma fragilidade inadmissível, por contradizer a própria noção de uma regra fiscal como uma restrição à discricionariedade futura da autoridade fiscal.

Uma vez que foi identificado que, atualmente, todas essas falhas estão ocorrendo simultaneamente, torna-se extremamente complexo, inviável talvez, determinar qual seria o sinal e a magnitude do seu efeito agregado sobre a regra de ouro, ainda que alguns impactos individuais tenham sido aqui calculados. Dito de outra forma: é muito difícil calcular qual seria a margem “verdadeira” da regra de ouro atualmente, mesmo se sanadas fossem todas as falhas aqui apontadas. Essa dificuldade, aliás, contrasta com a visão de simplicidade e bom-senso que muitas vezes povoa o imaginário associado à regra.

Observe-se que a análise empreendida neste estudo, ainda que tenha buscado ser ampla e detalhada, seguramente não esgota o rol de potenciais fragilidades da regra de ouro. Vislumbramos, pelo menos, dois outros temas que exigem maior aprofundamento. O primeiro é investigar os efeitos da exclusão, do cálculo da regra de ouro, das operações de crédito realizadas no contexto da gestão da dívida (que formam o assim denominado “colchão da dívida”), as quais são computadas somente quando a respectiva despesa é realizada⁴⁶. Tal exclusão, além de ser de duvidosa constitucionalidade, pode induzir a expansão da dívida bruta, com efeitos econômicos deletérios.

Outro ponto que merece maior escrutínio são as relações com as empresas estatais. Nesse campo, por um lado, torna-se necessário avaliar a real natureza de algumas despesas com a capitalização dessas empresas, tais como as Companhias Docas, a fim de verificar se não há casos em que tais gastos seriam, na essência, subvenções econômicas, as quais são despesas correntes. Confirmada essa hipótese, haveria redução no montante das despesas de capital realizadas, com conseqüente redução da margem de cumprimento da regra de ouro. De outro lado, é preciso eliminar definitivamente as diferenças de cálculo da margem de cumprimento na elaboração e na execução do orçamento em relação aos investimentos das estatais não-dependentes⁴⁷. Trabalhos vindouros certamente hão de analisar essas potenciais deficiências e identificar outras.

Em síntese, a regra de ouro está doente, e requer tratamento imediato, intensivo e especializado. Frágil, intempestiva, suscetível a manipulações de diversas ordens e promotora de questionáveis incentivos econômico-fiscais, ela certamente não tem feito jus a seu elogioso nome. Assim, consideramos que sua manutenção no ordenamento jurídico brasileiro deve estar condicionada a uma extensa e minuciosa revisão de seu funcionamento, em especial quanto à forma de verificação de seu cumprimento. Enquanto tal processo não for concluído satisfatoriamente, recomenda-se evitar a atribuição de qualquer papel adicional à regra de ouro, tal como indicado nas Propostas de Emenda à Constituição n^{os} 186 e 188, ambas de 2019, ora em tramitação no Senado Federal, e 438, de 2018, ora em tramitação na Câmara dos Deputados.

⁴⁶ Essa autorização é conferida pelo art. 6º, § 4º, da Resolução nº 48/2007 do Senado Federal, que assim dispõe:

Art. 6º O cumprimento do limite a que se refere o inciso III do art. 167 da Constituição deverá ser comprovado mediante apuração das operações de crédito e das despesas de capital conforme os critérios definidos no art. 32, § 3º, da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000.

(...)

§ 4º As receitas das operações de crédito efetuadas no contexto da gestão da dívida pública mobiliária federal somente serão consideradas no exercício financeiro em que for realizada a respectiva despesa.

⁴⁷ Historicamente, o Executivo, no encaminhamento do PLOA, considerava as despesas constantes do Orçamento de Investimento das Empresas Estatais para o cálculo da regra de ouro, o que elevava as despesas de capital e, conseqüentemente, facilitava o cumprimento da regra naquele momento. No entanto, para a demonstração do cumprimento da regra na execução, tais investimentos não são considerados. Observe-se que as LDOs 2019 e 2020, que contêm diversas disposições sobre a regra de ouro, sinalizam que tais despesas não devem ser computadas para o cálculo da margem (que deve ser feito considerando somente os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social), mas tal definição é precária, pela própria natureza temporária dessas leis.

REFERÊNCIAS

AFONSO, José Roberto; RIBEIRO, Leonardo. Regra de ouro e crise fiscal. **Conjuntura Econômica**. Out. 2017. Rio de Janeiro: 2017.

ANDEL, Norbert. Wie über Vermögensveräußerungen der Zweck des Art. 115 Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 1 GG vereitelt wird. **Wirtschaftsdienst**, v. 78, nº 8. Heidelberg: Springer, 1998. pp. 457-459.

AUERBACH, Alan J. Budget Rules and Fiscal Policy: Ten Lessons from Theory and Evidence. **German Economic Review**, v. 15, nº 1 (Special Issue on Government Debt in Democracies: Causes, Effects, and Limits), pp. 84-99, 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de Estatísticas Fiscais**. Brasília, 2018. 48 p.

BARROSO, Luís Roberto. **Interpretação e Aplicação da Constituição: Fundamentos de uma Dogmática Constitucional Transformadora**. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil: texto constitucional promulgado em 5 de outubro de 1988**. 54ª ed. Brasília: Edições Câmara, 2019.

_____. **Lei Complementar nº 101. Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)**. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Presidência da República – Casa Civil, Subchefia para Assuntos Jurídicos, Brasília, 4 de maio de 2000. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/cciv/il03/Leis/lcp/Lcp101.htm>>. Acesso em: 15 jan. 2020.

_____. **Lei nº 4.320**. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Presidência da República, 17 de março de 1964. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/03/leis/l4320.htm>>. Acesso em: 26 fev. 2020.

_____. **Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2020 – Anexo IV.4 – Receita de Alienação de Ativos e Aplicação de Recursos**. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e a execução da Lei Orçamentária de 2020 e dá outras providências. Presidência da República – Casa Civil, Subchefia para Assuntos Jurídicos, Brasília, 15 de abril de 2019. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/internet/comissao/index/mista/orca/lido/LDO2020/proposta/Anexos/Anexo_IV.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2020.

CONGRESSO NACIONAL. **Nota Técnica Conjunta nº 1/2018. Subsídios à apreciação do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2019**. Consultoria de Orçamentos, Fiscalização e Controle do Senado Federal, Consultoria de Orçamento e Fiscalização Financeira da Câmara dos Deputados. Brasília, 2018. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/orcamento/documentos/estudos/tipos-de-estudos/notas-tecnicas-e-informativos/subsidios-a-apreciacao-do-projeto-de-lei-de-diretrizes-orcamentarias-para-2019-pln-no-2-2018>>. Acesso em: 14 de janeiro de 2020.

COURI, Daniel Veloso; SALTO, Felipe Scudeler; BARROS, Gabriel Leal de; ORAIR, Rodrigo Octávio. **Regra de ouro no Brasil: balanços e desafios**. Estudo Especial n. 5/2018. Instituição Fiscal Independente. Brasília: Senado Federal, 2018.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Government finance statistics manual 2014**. Washington, D.C., 2014.

_____. **How to select fiscal rules: a primer.** Washington, D.C., 2018. Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2018/03/15/How-to-Select-Fiscal-Rules-A-Primer-45552>. Acesso em: 12 jan. 2020.

LEITÃO, Miriam. Devolução de R\$ 130 bi do BNDES garante “regra de ouro” em 2018, mas não de 2019. **O Globo – Blog Miriam Leitão.** Disponível em: <<https://blogs.oglobo.globo.com/miriam-leitao/post/devolucao-de-r-130-bi-do-bndes-garante-regra-de-ouro-em-2018-mas-nao-de-2019.html>>. Acesso em: 13 jan. 2020.

LOBO TORRES, Ricardo. **Curso de Direito Tributário e Financeiro.** 17ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

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

PIRES, Manoel. Uma análise da regra de ouro no Brasil. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 39, n. 1, pp.39-50, 2019.

PORTAL G1. Fazenda autoriza resgate de R\$ 12,6 bilhões do fundo soberano. **Portal de Notícias G1**, 08 jan. 2013. Disponível em: < <http://g1.globo.com/economia/noticia/2013/01/fazenda-autoriza-resgate-de-r-126-bilhoes-do-fundo-soberano.html>>. Acesso em: 24 fev. 2020.

_____. PEC 'emergencial': governo propõe acionar 'gatilhos' se for descumprida 'regra de ouro'. **Portal de Notícias G1**, 05 nov. 2019. Disponível em: < <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/11/05/pec-emergencial-governo-propoe-acionar-gatilhos-se-for-descumprida-regra-de-ouro.ghtml>>. Acesso em: 29 jan. 2020

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Informe Dívida – Regra de Ouro.** Ministério da Fazenda. Brasília, maio de 2018. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/659854/Regra+de+Ouro+Informe+30-05/41c50e2b-ccf4-486a-905e-564973ad5394>>. Acesso em: 15 jan. 2020.

_____. **Informe Dívida – De onde vem o Desequilíbrio na Regra de Ouro?** Ministério da Fazenda. Brasília, novembro de 2018. Disponível em: < <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/268746/Informe+Regra+de+Ouro/c1074161-d1cb-4d8e-94bf-f496b81e8360>>. Acesso em: 13 mar. 2020.

_____. **Regras Fiscais: uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro.** Ministério da Economia. Textos para Discussão nº 31. Brasília, 2019.

_____. **Resultado do Tesouro Nacional 2019.** Ministério da Economia. Brasília, janeiro de 2020. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/246449/apresentacao-RTN_dez19.pdf/d99e261b-d7ac-4261-9d40-041ab5f777ff>. Acesso em: 30 jan. 2020.

SENADO FEDERAL. **Siga Brasil – Orçamento Federal.** Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/orcamento/sigabrasil>>. Acesso em: 12 de janeiro de 2020.

TORRES, Heleno T. **Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

VALOR ECONÔMICO. Governo vê risco à 'regra de ouro' fiscal. **Valor Econômico**, São Paulo, 21 ago. 2017. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2017/08/21/governo-ve-risco-a-regra-de-ouro-fiscal.ghtml>>. Acesso em: 13 jan. 2020.

_____. Após um ano, Fundo Soberano conclui venda de ações do BB. **Valor Econômico**, São Paulo, 30 mai. 2018. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/05/30/apos-um-ano-fundo-soberano-conclui-venda-de-acoes-do-bb.ghtml>>. Acesso em: 24 fev. 2020.

_____. 'Regra de ouro' é entrave e deve acabar, defendem analistas. **Valor Econômico**, São Paulo, 09 jul. 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2019/07/09/regra-de-ouro-e-entrave-e-deve-acabar-defendem-analistas.ghtml>>. Acesso em: 15 jan. 2019.