

A economia brasileira continua a se recuperar, a despeito do número ruim da produção industrial de agosto, sem pressões inflacionárias, como o IPCA de setembro divulgado hoje mostrou, e com o mundo ajudando a manter os problemas políticos sob controle. Nada disso é novidade. Entretanto, um problema fiscal, o que também não é um assunto novo, está emergindo nas últimas semanas e poderá se tornar uma crise dentro do governo de Michel Temer, ou mesmo um grande desafio para o Presidente eleito em 2018: a “Regra de Ouro” da dívida pública. Por isso, vamos usar o Opinião de hoje, para tentar tornar palatável um assunto complexo do ponto de vista contábil, chegando às conclusões que realmente importam.

A tal “Regra de Ouro” da dívida pública está definida no artigo 167, inciso III, da Constituição Federal, da seguinte forma:

São vedados:

III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta;

Considerando as definições de “Despesas de Capital” e de “Operações de Crédito” e fazendo a decomposição sugerida pelo Chefe da Assessoria Especial do Ministro da Fazenda, Marcos Mendes¹, concluímos que, para cumprir a Regra, o Governo não pode deixar que o Déficit Nominal, subtraído dos gastos com Investimentos Públicos, exceda a soma do Resultado do BCB com a Remuneração da Conta Única do Tesouro, o Pagamento da Dívida de Estados e Municípios e o Pagamento da Dívida do BNDES. A violação dessa Regra é considerada crime de responsabilidade de toda a cadeia de comando do Ministro da Fazenda, chegando até ao Presidente da República, com pena de um a dois anos de reclusão. Essa questão fica clara na

¹ <http://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/file/Mendes.pdf>;

declaração de uma fonte do Governo dada ao Broadcast: *“O pessoal morre de medo do descumprimento da Regra de Ouro, mais do que o da LRF, porque pode dar cadeia de dois anos e pega Presidente, ministro da Fazenda, secretário-executivo, secretário do Tesouro e o chefe da dívida pública. Pega a cadeia toda.”* Portanto, o primeiro ponto que devemos sublinhar sobre essa questão, é que ela é bem séria para os envolvidos.

Já tendo entendido o porquê da apreensão dos envolvidos com o problema, podemos passar para a questão da dificuldade de se respeitar a Regra no contexto atual. Das definições supracitadas, vemos que, do lado das “Operações de Crédito”, deveremos ver déficits nominais ainda elevados nos próximos anos, uma vez que teremos déficits primários até, pelo menos, 2021. No caso das “Despesas de Capital”, as últimas negociações deverão reduzir o pagamento da dívida dos Estados e Municípios. Ou seja, o problema do cumprimento da Regra de Ouro não é uma questão meramente de 2017, 2018 ou 2019, mas um problema mais estrutural do que isso. Outro detalhe “cruel” nesse contexto é que, um mecanismo que foi feito para ajudar no equilíbrio das contas públicas, o Teto dos Gastos, vai “jogar contra” o cumprimento da Regra de Ouro nos próximos anos.

Voltando novamente à definição de “Operações de Crédito”, vemos que, se os investimentos públicos fossem elevados, como eles são subtraídos do Déficit Nominal para fins de cálculo da Regra de Ouro, seria mais fácil cumpri-la. Entretanto, como temos um limite para os gastos, imposto pela lei do Teto e, apenas um pedaço destes é contingenciável, sendo os investimentos a parte mais fácil de ser cortada, concluímos que o cumprimento do Teto dos Gastos torna mais difícil respeitar a Regra de Ouro nas condições atuais.

A solução para esse problema estrutural, que não passe por abrir mão de alguma dessas regras importantes para o equilíbrio fiscal de longo prazo, certamente passa pela Reforma da

Previdência. Em 2017, a soma dos gastos com os regimes RGPS, RPPS e com o BPC, deve representar aproximadamente 54% dos gastos. Se nada for feito, esse valor chegaria a cerca de 77% em 2026, deixando apenas 23% de espaço para as demais despesas dentro do limite estipulado pelo Teto do Gastos, tornando inviável o funcionamento da máquina pública, além de levar os gastos em investimento a quase zero, inviabilizando, com isso, a Regra de Ouro. Ou seja, para não incorrer em crime de responsabilidade, o próximo governante vai ter que enfrentar a questão das reformas fiscais com seriedade. Abrindo um parêntese nessa discussão, esse seria um dos motivos para os mercados ainda estarem tranquilos, apesar da Reforma da Previdência ter poucas chances de ser aprovada ainda no governo de Michel Temer: o próximo presidente, seja ele quem for, vai ter pouca escolha além de manter o ajuste fiscal.

A despeito dessa questão estrutural, que nos lança a discussões de prazos mais longos, o que está causando a celeuma entre a equipe econômica e o presidente do BNDES, Paulo Rabelo de Castro, são problemas mais imediatos. Segundo cálculos do Ministério da Fazenda, em 2018 irão faltar R\$ 184 bilhões ao Governo para que a Regra de Ouro seja respeitada e, voltando aos itens que podem compor as “Despesas de Capital”, temos a rubrica “Pagamento da Dívida do BNDES”. Portanto, uma das formas de equilibrar essa necessidade seria o pagamento antecipado, por parte do banco de fomento, da dívida que tem com o Tesouro. Por isso, o montante que está sendo pedido ao BNDES pelo Governo é de R\$ 180 bilhões, que seriam divididos em duas tranches. A primeira, em dezembro desse ano, no valor de R\$ 50 bilhões e outra, para dezembro de 2018, no valor de R\$ 130 bilhões. Esse segundo desembolso é que está causando um “curto circuito” na relação entre os dois entes do Governo. Rabelo de Castro tem defendido que apesar de haver dinheiro em caixa, ele não se sente confortável para fazer essa transferência, usando para isso declarações bastante polêmicas: “O BNDES

“não tem tanto cheque para passar para a viúva” ou “O caixa, seja, uma empresa ou de um banco, não necessariamente é uma disponibilidade sacável. Isso é uma ignorância financeira total”. Enquanto isso, o ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, tenta apaziguar os ânimos: *“Acho normal a defesa aguerrida do interesse direto da instituição pela direção, e estamos todos trabalhando para conseguir o melhor possível. Mas esse processo está em andamento dentro de um processo de negociação tranquilo, normal. A decisão final é do conselho do BNDES”.* Dado as consequências, até para o próprio Temer, acreditamos que, no fim, Rabelo de Castro será “enquadrado” e a Regra de Ouro em 2018 será cumprida. Entretanto, isso resolveria apenas o problema do ano que vem. Segundo cálculos do Tribunal de Contas da União (TCU), para 2019 a diferença para respeitar a Regra de Ouro estaria ao redor de R\$ 200 bilhões e, aí, não teria BNDES que daria jeito. Então, o que fazer?

Apesar da primeira resposta que vem à cabeça ser “aprovar as reformas”, essa seria uma solução mais para frente, ou seja, não resolveria o problema imediato de 2019, por questões de prazo para que estas façam efeito. Portanto, temos que pensar em outra solução. Voltando à definição de “Despesas de Capital”, vemos outra rubrica chamada de “Remuneração da Conta Única do Tesouro”. Nesta Conta são unificadas todas as disponibilidades de recursos da União, estando essa a cargo do BCB. Mas o que nos interessa é a Lei 11.803 de 2008 que permitiu que os ganhos cambiais fossem incorporados à Conta Única do Tesouro, em dinheiro, enquanto que as perdas do BCB fossem compensadas pelo Tesouro com títulos emitidos para a sua carteira. Por conta disso, temos que, enquanto o último tem, aproximadamente, R\$ 1 trilhão em caixa, o primeiro tem mais de R\$ 500 bilhões em títulos “encarteirados”. Ou seja, na nossa concepção, teríamos aqui uma forma de contornar o problema de 2019. A operação se daria com o Tesouro usando o dinheiro em caixa para resgatar a dívida no mercado, no montante necessário para cumprir a Regra, ao mesmo

tempo em que o BCB venderia ao mercado uma quantidade de seus títulos em carteira no mesmo valor financeiro, para “esterilizar” toda a operação.

O objetivo desse Opinião certamente não foi encerrar esse complexo assunto, mas tentar mostrar o que é essa tal “Regra de Ouro”, em que pé está essa discussão, quais as consequências do seu não cumprimento e possíveis soluções de curto e longo prazo para solucionar o problema. Dessa forma, a conclusão a que chegamos é que, se em prazos mais longos, apenas uma sequência de reformas fiscais, a começar pela da previdência, solucionaria o problema, para o ano que vem, a transferência do BNDES já seria suficiente e, portanto, no fim, Paulo Rabelo de Castro vai ter que acatar a ordem de Temer, transferindo os R\$ 130 bilhões e resolvendo o problema. Já para 2019, nem o BNDES daria conta do recado e teríamos que recorrer a uma operação mais criativa. A nossa sugestão seria usar o caixa da Conta Única do Tesouro e os títulos na carteira do BCB para fazer uma operação de resgate de dívida no mercado, ao mesmo tempo que mantém a liquidez estável no sistema. A princípio nos parece uma boa ideia, mas ainda temos dúvida da legalidade desta, frente a LRF, o que demanda mais estudos sobre a Lei. Por fim, talvez a conclusão mais importante de toda essa discussão é que a questão fiscal já tem instrumentos coercitivos que podem levar à implementação de reformas fiscais, independentemente de quem estiver na cadeira presidencial em 2019. A combinação da Regra de Ouro, com o Teto dos Gastos, vai deixar três escolhas ao próximo Presidente da República: ou ajusta as contas públicas, ou vai incorrer em crime de responsabilidade, ou assume o ônus de propor uma Emenda Constitucional para derrubar essas regras... façam suas apostas!

	Projeção		
	2017	2018	2019
IPCA (%)	3,1	4,2	4,3
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,3	3,5	3,6
Selic (eop %)	7,0	7,0	8,0
PIB (%)	0,7	2,0	2,5

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.