CAIO RIOEI YAMAGUCHI FERREIRA

DÍVIDA PÚBLICA E GESTÃO DA LIQUIDEZ: UMA ANÁLISE A PARTIR DE 1994

TESE DE DOUTORADO

Orientador: Prof. Dr. Luís Fernando Massonetto

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2018

CAIO RIOEI YAMAGUCHI FERREIRA

DÍVIDA PÚBLICA E GESTÃO DA LIQUIDEZ: UMA ANÁLISE A PARTIR DE 1994

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob orientação do Professor Doutor Luís Fernando Massonetto.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2018

Autorizo a reprodução e a divulgação total e parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei:
Dívida Pública e Gestão da Liquidez: uma análise a partir de 1994 / Caio Rioei Yamaguchi Ferreira; orientador: Luís Fernando Massonetto – São Paulo, 2018, fls. 226.

Tese (Doutorado – Programa de Pós-Graduação em Direito Econômico) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. Dívida Pública. 2. Gestão da Liquidez. 3. Plano Real. 4. Política Orçamentária. 5. Política Monetária. 6. Política Cambial. I. Massonetto, Luís Fernando, orient. II. Título.

Nome: YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei.

Título: Dívida Pública e Gestão da Liquidez: uma análise a partir de 1994.

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob orientação do Professor Doutor Luís Fernando Massonetto.

Depósito em 2018. Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

“Y hablo de países y de esperanzas,
Hablo por la vida, hablo por la nada,
Hablo de cambiar ésta nuestra casa,
De cambiarla por cambiar, nomás”

Fito Paez

Dedico este trabalho a quem se consagra a estudar o desenvolvimento do Brasil.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, instituição em que me graduei, adquiri o título de mestre em Ciências Jurídicas e pude realizar o curso de pós graduação em Doutorado. Meus agradecimentos se dirigem à população que financiou minha formação, e a todos os funcionários, colegas e professores com quem tive a oportunidade de conviver, compartilhar e aprender.

Agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - CAPES, pela bolsa de pesquisa que me foi concedida, por meio de edital de concorrência aberto pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, que contribuiu para que eu reunisse condições materiais para realizar a pesquisa e o trabalho que resultaram nesta tese de doutoramento.

Agradeço a meu orientador, professor Luís Fernando Massonetto, pela confiança demonstrada ao longo da orientação, pelo aprendizado, pelos debates, e por sua postura sempre disponível e franca. Foi a partir dessa relação que pude desenvolver minha formação intelectual e construir o Trabalho de Conclusão de Curso da graduação, a Dissertação de Mestrado e esta tese de doutoramento. Não teria compreensão crítica do fenômeno do Direito, a partir da Economia Política, não fosse sua paixão pelo tema e por seu compromisso generoso em transmitir esse conhecimento aos seus alunos.

Agradeço também à contribuição do professor Gilberto Bercovici, também desde a graduação, pelas críticas sempre honestas ao meu processo de aprendizagem e de pesquisa. Neste programa de doutorado, agradeço especialmente pelas sugestões bibliográficas e pelo incentivo. Sua constante vigília sobre os temas do Estado e sobre o desenvolvimento econômico e social do Brasil sempre me serviu de alerta e inspiração, que certamente está incorporado neste trabalho.

Nesse mesmo sentido, agradeço ao professor José Tadeu De Chiara, que participou de meu exame de qualificação e contribuiu de forma relevante, por meio de críticas, recomendações bibliográficas e comentários ao processo de pesquisa. Sua postura acessível e solícita foi fundamental para que eu pudesse prosseguir na pesquisa, quando ela se encontrava em um momento estratégico. Os elementos de Direito Financeiro registrados ao longo do trabalho foram descobertos e compreendidos a partir de suas recomendações e da pesquisa por ele liderada, que está registrada na bibliografia desta tese.

O diálogo que mantive com os três professores foi fonte de inspiração constante para a conclusão deste trabalho, pelos debates que travamos e pelos incentivos que recebi. Levo comigo o exemplo que são de compromisso com a pesquisa científica, com o serviço público a que ela se destina e com o magistério. Certamente, as virtudes desta tese de doutoramento são tributárias dessa relação. Os defeitos são fruto do contínuo aprendizado.

Agradeço também às contribuições da professora Camila Duran, com quem tive a oportunidade de debater os propósitos deste trabalho, quando ele ainda estava em fase elementar. O diálogo que tive com a professora contribuiu para a pesquisa sobre política monetária que registrei neste trabalho.

Agradeço aos professores Fernando Haddad e Flávio Roberto Batista, cujos cursos de pós graduação foram bastante proveitosos para minha formação filosófica, especialmente, para o aprofundamento de meus conhecimentos em Economia Política.

Agradeço aos professores e amigos Jonnas Esmeraldo Marques de Vasconcelos, Flávio Prol, Caio Santiago, Sérgio Assoni e Gustavo Loschagin, pelas reflexões, recomendações bibliográficas, abertura e disponibilidade ao debate, que trouxeram questões relevantes, que procurei elucidar ao longo do trabalho, e finalmente pelos incentivos e encorajamentos. Nesse mesmo sentido, agradeço aos professores Tais Ramos, Silvio Gabriel Serrano Nunes, Julio Comparini, Henrique Richter, Jonas Filho, Maria Cecília, Rodrigo Salgado e Anderson Lopes.

Agradeço aos amigos Gustavo Jorge Silva e Pedro Schonberger, pela leitura rigorosa e pelas reflexões, na etapa final de revisão e depósito do trabalho.

Agradeço aos amigos Breno Gonçalves e Tito Melcop pela escuta atenciosa e crítica, que contribuíram para a elucidação de questões que procurei esclarecer nesta tese. Agradeço também pela parceria durante a execução deste trabalho.

Por fim, quero registrar meus agradecimentos a meus familiares, parentes, amigos e amigas, pelo apoio, paciência e serenidade transmitidos.

RESUMO

YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei, **Dívida Pública e Gestão da Liquidez:** uma análise a partir de 1994. 2018. 226f. Tese (Doutorado) – Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

O objetivo desta tese é compreender a racionalidade que governa o estatuto jurídica da Dívida Pública e sua relação com a gestão da liquidez monetária. O estudo está estruturado em cinco capítulos: (i) o primeiro trata dos conceitos da Dívida Pública, (ii) o segundo, do controle do endividamento público, (iii) o terceiro traça um histórico do financiamento público, (iv) o quarto aborda as reformas fiscais que modificaram a relação da União com os entes subnacionais, (v) o quinto trata da moldura jurídica da gestão da liquidez a partir da implementação do Plano Real, em 1994. Adotou-se uma metodologia analítica e descritiva, que permitiu compreender os institutos jurídicos e as instituições que estruturam o sistema da Dívida Pública. Por essa perspectiva, foi possível captar a dinâmica que orienta o conjunto das formas jurídicas. Como pressuposto teórico, adotou-se a ideia de que as condições materiais da liquidez monetária determinam a interação das formas jurídicas, sendo a causa da manutenção e transformação delas. Partiu-se da hipótese que, com a ascensão do mercado financeiro internacional, o orçamento público foi subordinado ao rendimento financeiro, como mecanismo de manutenção da livre circulação de capitais. A contribuição inédita da tese foi compreender que o quadro material da liquidez monetária internacional, no período recente, alterou a dinâmica das formas jurídicas da Dívida Pública brasileira, e restaurou a autonomia do orçamento público em face dos pressupostos do mercado monetário.

Palavras-chave: Dívida Pública. Gestão da Liquidez. Plano Real. Política Orçamentária. Política Monetária. Política Cambial.

ABSTRACT

YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei, **Public Debt and Liquidity Management**: an analysis as of 1994. 2018. 226f. Thesis (Doctorate) – Department of Economic, Financial and Tax Law, Faculty of Law, University of São Paulo; ('Universidade de São Paulo'), São Paulo, 2018.

The purpose of this study is to understand the rationality that rules Public Debt's legislation and its relation with the of monetary liquidity management. The study is structured in five chapters: (i) the first deals with the concepts of Public Debt; (ii) the second, with the control of public indebtedness; (iii) the third outlines the historical development of public financing in Brazil; (iv) the fourth covers the tax reforms that have modified the Federal financing relation with regional governements; (v) the fifth presentes the legal framework of liquidity management since the implementation the new monetary regime called "Plano Real" in 1994. An analytical and descriptive methodology that allowed us to understand the legal institutes and institutions that structure the Public Debt system was adopted. From this perspective, it was possible to discern the dynamics that guide the legal forms as a whole. As a theoretical assumption, it was considered that the material conditions of monetary liquidity determine the interaction of legal forms, being the cause of their maintenance and transformation. It was hypothesized that, with the rise of the international financial market, the public budget has been subordinated to financial return, as a mechanism to maintain the free movement of capital. The unprecedented contribution of this thesis is the understandment that the material framework of international monetary liquidity during the recent period changeded the dynamics of the legal forms of the Brazilian Public Debt and restored the autonomy of the public budget over the assumptions of the money market.

Keywords: Public Debt. Liquidity Management. Plano Real. Budgetary Policy. Monetary Policy. Exchange Rate Policy.

SOMMARIO

YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei, Debito pubblico e gestione della liquidità: un'analisi dal 1994. 2018. 226f. Tesi (Dottorato) - Dipartimento di Diritto economico, finanziario e tributario, Facoltà di Giurisprudenza, Università di São Paulo; ('Universidade de São Paulo'), São Paulo, 2018

L'obiettivo di questa tesi è comprendere la ratio che governa lo statuto giuridico del Debito Pubblico e la sua relazione con la gestione della liquidità monetaria. Lo studio è strutturato in cinque capitoli: (i) il primo tratta dei concetti del Debito Pubblico, (ii) il secondo, del controllo dell'indebitamento pubblico, (iii) il terzo traccia un quadro storico del finanziamento pubblico, (iv) il quarto affronta le riforme fiscali che hanno modificato la relazione della Unione con gli enti sub-nazionali, (v) il quinto tratta della cornice giuridica della gestione della liquidità a partire dalla implementazione del Piano Reale, nel 1994. Si è adottata una metodologia analitica e descrittiva, che ci ha permesso di comprendere gli istituti giuridici e le istituzioni che strutturano il sistema del Debito Pubblico. In questa prospettiva, è stato possibile captare la dinamica che orienta il congiunto delle forme giuridiche. Come presupposto teorico, si è adottata l'idea che le condizioni materiali della liquidità monetaria determinino la interazione delle forme giuridiche, essendo la causa della loro manutenzione e trasformazione. Si è partiti dalla ipotesi che, con l'ascensione del mercato finanziario internazionale, il bilancio pubblico è stato subordinato al rendimento finanziario, come meccanismo di manutenzione della libera circolazione di capitali. Il contributo inedito dela tesi è stato comprendere che il quadro materiale della liquidità monetaria internazionale, nel recente periodo, ha alterato la dinamica delle forme giuridiche del Debito Pubblico brasiliano, e ha restaurato la autonomia del bilancio pubblico alla luce dei presupposti del mercato monetario.

Parole-chiave: Debito Pubblico. Gestione della Liquidità. Piano Reale. Politica di Bilancio. Politica Monetaria. Politica di Cambio

RÉSUMÉ

YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei, **Dette Publique et Gestion des Liquidités: une analyse à partir de 1994.** 2018. 226f. Thèse (Doctorat) - Département de Droit Économique, Financier et Fiscal, Faculté de Droit de l'Université de São Paulo ('Universidade de São Paulo'), São Paulo, 2018.

Le but de cette thèse est de comprendre la rationalité qui régit le statut juridique de la Dette Publique et son rapport avec la gestion de la liquidité monétaire. L'étude est structurée en cinq chapitres : (i) le premier traite des concepts de la Dette Publique, (ii) le deuxième, du contrôle de l'endettement public, (iii) le troisième présente un historique du financement public, (iv) le quatrième discute les réformes fiscales qui ont modifié les relations de l'Union avec les gouvernement régionaux, (v) le cinquième fait un cadre juridique de la gestion des liquidités depuis la mise en œuvre du « Plano Real » en 1994. Une méthodologie analytique et descriptive a été adoptée dans le but de permettre la compréhension des institutions juridiques et des institutions qui structurent le système de la Dette Publique. De ce point de vue, il était possible de saisir la dynamique qui guide l'ensemble des formes juridiques. En tant qu'hypothèse théorique, on a considéré l'idée que les conditions matérielles de la liquidité monétaire déterminent l'interaction des formes juridiques, étant la cause de leur maintenance et de leur transformation. Selon notre hypothèse, le budget public a été subordonné au rendement financier lors de la montée du marché financier international, en tant que mécanisme de maintien de la libre circulation des capitaux. La contribution sans précédent de cette thèse est celle de comprendre que le cadre matériel de la liquidité monétaire internationale dans la période récente a modifié la dynamique des formes juridiques de la Dette Publique brésilienne et restauré l'autonomie du budget public vis-à-vis la rationalité du marché monétaire.

Mots-clés : Dette Publique. Gestion des Liquidités. Plano Real. Politique Budgétaire. Politique Monétaire. Politique de Change.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 1
CAPÍTULO I – CONCEITOS DA DÍVIDA PÚBLICA 9
1.1 Dívida Pública como negócio jurídico 9
1.2 Dívida Interna e Externa 14
1.3 Dívida Contratual e Mobiliária 14
1.4 Dívida Pública como Obrigação Financeira 16
1.5 Dívida Flutuante 20
1.6 Dívida Fundada ou Consolidada 21
1.7 Dívida Pública na moldura do Orçamento Público 23
1.7.1 Conta Única do Tesouro 23
1.7.2 Dívida Pública como Receita Orçamentária 25
1.7.3 Dívida Pública como Despesa Orçamentária 28
1.7.4 Dívida Pública e Superávit 31
1.7.5 As rubricas orçamentárias da Dívida Pública 33
1.8 Dívida Pública e as necessidades de financiamento 37
1.8.1 Setor Público 38
1.8.2 Resultado fiscal acima da linha 39
1.8.3 Déficit nominal ou total 39
1.8.4 Déficit primário 39
1.8.5 Déficit operacional 39
1.8.6 Resultado fiscal abaixo da linha 40
1.8.7 Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG 40
1.8.8 Dívida Líquida do Setor Público - DLSP 42
1.8.9 Dívida Fiscal Líquida - DFL 43
1.8.10 Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP 43
1.9 Conclusão 46
CAPÍTULO II – CONTROLE DO ENDIVIDAMENTO NO ORDENAMENTO JURÍDICO 49
2.1 As competências atribuídas pela Constituição Federal 49
2.2 Regra Ouro do Endividamento 53
2.3 Controle e Transparência sobre as Contas Públicas 54

2.4 Planejamento Orçamentário 59
2.4.1 Lei de Diretrizes Orçamentárias 63
2.4.2 Lei Orçamentária Anual 65
2.4.3 Novo Regime Fiscal - Emenda Constitucional n.º 95, de 2016 66
2.5 Limites da Dívida Pública 70
2.5.1 Recondução da Dívida ao Limite 71
2.5.2 Resoluções do Senado Federal 74
2.6 Sanções sobre o descontrole do endividamento 81
2.7 Conclusão 84
CAPÍTULO III – FINANCIAMENTO PÚBLICO E ENDIVIDAMENTO..... 87
3.1 Financiamento Público por endividamento e emissão monetária 88
3.1.1 O Conselho Monetário Nacional e a formulação da Política Monetária 89
3.1.2 O Banco Central do Brasil e a execução da Política Monetária 91
3.2 Financiamento público por emissão monetária 93
3.2.1 Financiamento por endividamento externo 96
3.2.2 Financiamento por endividamento interno 98
3.3 Financiamento dos Estados 102
3.3.1 O sistema de bancos públicos estaduais 104
3.4 Crise do endividamento externo 106
3.5 Reforma Financeira a partir de 1986 107
3.6 Regulação financeira durante as décadas de 1980 e 1990 109
3.7 O controle da inflação e alteração do padrão de financiamento 113
3.8 Conclusão 118
CAPÍTULO IV – CENTRALIDADE DO ENDIVIDAMENTO DA UNIÃO .. 123
4.1 Programas de Refinanciamento das dívidas dos entes subnacionais pela União123
4.2 PROES - Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária 125
4.3 PROER - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional 130
4.4 Programa de Apoio À Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados - PAF ... 135
4.5 Assunção da dívida mobiliária dos Municípios pela União 138
4.6 Superávit Primário Estrutural 142

4.7 Novos critérios de indexação de contratos de refinanciamento da dívida com a União 142
4.8 Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal 145
4.9 Regime de Recuperação Fiscal dos Estados e do Distrito Federal 151
4.10 Conclusão 155
CAPÍTULO V – DÍVIDA PÚBLICA E GESTÃO DA LIQUIDEZ 159
5.1 Gestão da Liquidez: o circuito da Política Monetária 160
5.1.1 Instrumentos de Política Monetária 165
5.1.2 Quadro regulatório: Metas de Inflação e Taxa de Juros 169
5.1.3 Orçamento Enjaulado: a Sustentabilidade da Dívida Pública 171
5.2 Gestão da Liquidez: o circuito da Política Cambial 177
5.2.1 Plano Real: Dívida pública como ancora cambial 178
5.2.2 O tripé macroeconômico 181
5.2.3 Compra de reservas internacionais e impactos sobre a liquidez 183
5.3 Gestão da Liquidez: o circuito da Política Orçamentária 187
5.3.1 Balaços do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil 188
5.3.2 Resultado do Banco Central 191
5.3.3 Reservas Cambiais no Balanço do Banco Central 194
5.3.4 Orçamento desenjaulado: conexão entre os circuitos Orçamentário e Cambial196
5.3.5 O Reenjaulamento Orçamentário 199
5.4 Conclusão 203
CONSIDERAÇÕES FINAIS 205
REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS 211

INTRODUÇÃO

O que é a Dívida Pública brasileira?

Essa foi a pergunta que motivou esta tese. O objetivo foi estudar o fenômeno da Dívida Pública como mecanismo de gestão da liquidez monetária. Optamos por traçar um recorte temporal sobre o tema, abordando o seu funcionamento a partir de 1994, que marca do controle monetário como bem público nacional.

Como um estudo do campo do Direito, deparamo-nos com um problema de natureza complexa. O tema é tratado por diversos vieses, porque integra elementos de diferentes campos das Ciências Jurídicas. Até onde foi possível alcançar com este trabalho, o objeto é composto por conceitos de Direito Privado, de Direito Orçamentário, de Direito Constitucional, de Direito Penal, de Direito Monetário e de Direito Cambial.

O desafio posto foi de compor cada fragmento de análise em um todo sintético, que nos permitisse apreender qual a racionalidade que governa o conjunto das formas jurídicas e a que ela se destina. Ao contornar o périplo das formas jurídicas, imaginávamos poder traçar um mapa do funcionamento da Dívida Pública e da Gestão da Liquidez.

No percurso, compreendemos que o fenômeno, do ponto de vista jurídico, é vivo. Há um processo histórico de construção das formas e instituições jurídicas que faz da estrutura um constructo dinâmico, marcado pela instabilidade e pela mutabilidade. Notamos que, muitas das vezes, as causas extrapolavam o campo das Ciências Jurídicas e envolviam um conjunto de elementos que, sem o apoio de outras Ciências Sociais, não seria possível avançar.

Por isso, detivemo-nos ao campo das teorias jurídicas. Assumimos como pressuposto a teoria jurídica da moeda registrada na tese "*Moeda e Ordem Jurídica", de* José Tadeu De Chiara, de 1987.

Em brevíssimo resumo, essa teoria nos informa, inicialmente, que a moeda, ao viabilizar o negócio jurídico[1] bilateral da compra e venda, garante ao seu portador uma posição subjetiva de multilateralidade com o comércio jurídico[2], que é denominada liquidez.

---

[1] Negócio jurídico é o ato decorrente do sistema de livre iniciativa sujeito à disciplina jurídica (CHIARA, 1987).

[2] O conceito de comércio jurídico é definido como a "*organização da satisfação de todas as necessidades humanas asseguradas por meio do salário*", conforme a construção de Rudolf Von Jhering, na obra *Evolução do Direito* (CHIARA, 1987, p. 21). Três elementos estruturam o comércio jurídico: a necessidade,

Do ponto de vista dos agentes privados, as diferenças de liquidez e as possibilidades abertas de interação com o comércio jurídico criam limitações ao campo de ação dos sujeitos de direito, bem como estabelecem relações desiguais entre eles. Nesse sentido, a situação jurídica da liquidez exprime um poder social e um padrão de riqueza.

A interação das diversas situações de liquidez se projeta sobre o sistema de preços, o que cria uma procura efetiva. A procura efetiva se sustenta no poder de compra da moeda, que por sua vez pressupõe a conservação do potencial de compra de cada unidade monetária. Dessa forma, o valor reservado da moeda e a disponibilidade de moeda qualificam a situação de liquidez.

Enquanto do ponto de vista econômico o poder de compra exprime a quantidade de bens adquiríveis, do ponto de vista jurídico ele quantifica as relações do comércio jurídico. Nesse sentido, a moeda é o instrumento jurídico que aperfeiçoa o sistema de produção e distribuição, em escala temporal, espacial e interpessoal.

Por outro lado, o próprio desenvolvimento do sistema de produção e distribuição provoca uma oscilação do valor da moeda, que desestabiliza a equivalência das trocas do comércio jurídico e reverbera sobre o sistema de preços, produzindo efeitos patrimoniais e sobre as situações de liquidez. Nesse sentido, a manutenção do poder de compra da moeda representa preceito fundamental da constituição e liquidação das obrigações pecuniárias. O seu abandono rompe o parâmetro de equivalência do comércio jurídico e desestabiliza a Ordem Jurídica.

A partir do momento histórico em que o Estado centraliza em regime de exclusividade a emissão monetária[3], por imposição do curso legal e forçado da moeda[4], a regulação do poder de compra da moeda foi internalizada pela lógica das Finanças Públicas. A manutenção das funções da moeda[5], bem como a regulação do poder de

---

o salário e a organização. A necessidade diz respeito à impossibilidade de satisfação por meio da ação isolada, que leva à organização social, por seu efeito redutor de complexidades. O salário é meio de satisfação.

[3] Historicamente, esse processo teve início no Século XIX.

[4] Por curso legal da moeda, deve-se compreender a obrigatoriedade de aceitação do numerário emitido pelo Estado como meio de pagamento, não obstante a utilização de moedas estrangeiras na efetivação de pagamentos. Por sua vez, o curso forçado da moeda trata da inconversibilidade da moeda nacional à moeda estrangeira nas transações mercantis e da impossibilidade de utilização da moeda estrangeira na efetivação de pagamentos em território nacional. No Brasil, o curso forçado foi instituído por meio do Decreto-Lei n.º 23.501, de 27 de novembro de 1933 (CHIARA, 1987, pp. 38-39, 150-151, 177).

[5] Há duas formas de troca: inferior e superior. A forma inferior diz respeito ao escambo, a forma superior diz respeito ao aperfeiçoamento das funções produtivas e é viabilizada pela adoção da moeda. São funções da moeda a intermediação das trocas e o funcionamento como meio de pagamento, o padrão de preços e, por fim, a reserva de valor. Como meio de pagamento, deve-se considerar o seu poder liberatório. O ato da troca é fracionado pelo ato de compra e pelo ato de venda. Nessas duas formas, uma das partes tem satisfeita a sua

ampliação dos instrumentos de pagamento em razão da criação de moeda escritural pelas instituições financeiras, e o controle sobre o comércio de moedas estrangeiras, passaram a compor o quadro de regulação da liquidez monetária e determinação da riqueza social e individual.

Com base nessas premissas teóricas nos dispusemos a estudar a relação entre as Finanças Públicas e Privadas, expressa na relação entre a Dívida Pública e a Gestão da Liquidez. A nosso ver, a liquidez monetária, entendida em sua interação entre os âmbitos nacional e internacional, seria a causa de ordem material que estabeleceria a racionalidade sobre as formas jurídicas. E a Dívida Pública seria a expressão jurídica mais nítida das tensões do desenvolvimento histórico e material da liquidez monetária.

Nossa hipótese estava fundada na ideia de que, com a ascensão do mercado financeiro internacional ao final da década de 1970, as condições de liquidez monetária internacional teriam impactado a liquidez monetária nacional e estabelecido um novo parâmetro de poder de compra entre as moedas internacional e nacional.

Esse desequilíbrio teria dado azo às reformas financeiras e orçamentárias implementadas durante as décadas de 1980 e 1990, cujo ápice foi a aprovação da Lei Complementar n.º 101, de 2000, denominada da Lei de Reponsabilidade Fiscal. A nova razão material da liquidez monetária internacional pressuporia a subordinação dos regimes monetários nacionais à livre circulação de capitais, o que, do ponto de vista das finanças estatais, significava um controle estrito sobre as regras orçamentárias quanto à expansão de gastos e ao financiamento público, bem como uma subordinação da dinâmica orçamentária à dinâmica monetária, que redundariam na redução das agendas econômica e social do Estado.

---

necessidade, o que se conceitua como forma inferior da troca; ao passo que a outra parte fica com quantidade de moeda que lhe garante a possibilidade de troca futura, mas não satisfaz sua necessidade imediata. A forma inferior diz respeito à bilateralidade da troca que se restringe a uma relação de prestação e contraprestação ordenada pelas regras de direito privado, tendo natureza essencialmente patrimonial. A forma superior da troca não prescinde da bilateralidade das relações jurídicas, mas ao posicionar o vendedor com disponibilidade monetária, libera-o para exercer novo ato de compra para satisfazer a sua necessidade, em posição de multilateralidade para com os agentes do comércio jurídico (DE CHIARA, 1987, pp. 23-26). Outra função exercida pela moeda é de reserva de valor: no exercício das formas superiores de troca, as moedas guardam valor, isto é, reservam a possibilidade de operarem trocas futuras. Em paralelo à função de reserva de valor, a moeda exerce também a função de padrão de referência, que informa a correlação entre valores de bens e serviços do comércio jurídico, permitindo a aferição de repercussões patrimoniais decorrentes da troca. Para estabilizar a oscilação de valor da própria moeda e minimizar o seu impacto sobre o sistema de preços, a estabilidade do comércio jurídico e, consequentemente, da Ordem Jurídica, são desenvolvidos mecanismos de indexação e de escala móvel, que visam restaurar o equilíbrio entre as partes cambiantes (CHIARA, 1987, pp. 23-26).

Essa hipótese foi formulada a partir da produção teórica de diversos autores de Economia Política, cujas obras estão registradas na bibliografia. Pelas Ciências Jurídicas, apoiamo-nos nas teses "*O direito financeiro no capitalismo contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo*", de Luís Fernando Massonetto, de 2006; "*O Plano Real e o Balanço de Pagamentos no Brasil*", de Thais Hae Ok Brandini Park Silveira, de 2015; e no artigo "*Constituição Dirigente Invertida: a Blindagem da Constituição Financeira e a Agonia da Constituição Econômica*", de Gilberto Bercovici e Luís Fernando Massonetto, de 2006.

Seguindo a linha teórica adotada, enxergamos, no curso da pesquisa que embasou este trabalho, que a hipótese da qual partíamos havia sido parcialmente superada pelo desenvolvimento material recente da liquidez monetária internacional.

Nesta percepção, reside a contribuição original desta tese, que passamos a explicar.

Em primeiro lugar, entendemos que as teses que embasaram a nossa hipótese diagnosticaram corretamente o nexo entre a constituição de regras financeiras e orçamentárias restritivas e a ascensão do mercado financeiro internacional, que se funda no regime de livre circulação de capitais. Igualmente correta nos parece a consequência lógica dessas teses, no sentido de que a subordinação das finanças públicas às finanças privadas internacionais criou um mecanismo de crescente endividamento público e bloqueou o cumprimento das agendas econômica e social do Estado, o que viria a ser o vetor material estabelecido pela implementação do Plano Real.

Nosso estudo contribui para o avanço dessas teses ao considerar os efeitos recentes do aumento de liquidez monetária internacional sobre as formas jurídicas nacionais. Defendemos que o contexto recente produziu uma autonomização relativa do orçamento público, que recuperou parcialmente a capacidade de agenda econômica e social do Estado. Com o aumento da liquidez internacional a partir do ano de 2003, estimulado pelo crescimento da economia chinesa e consequente aumento dos preços das commodities no mercado internacional, e a intensificação dos influxos de capitais com a Crise Financeira Internacional de 2008, foi criado um cenário favorável à autonomização orçamentária.

A compreensão desse fenômeno está centrada na interação das formas jurídicas do orçamento, da política monetária e do câmbio, que foram adaptadas ao contexto de excesso de liquidez internacional.

A implementação do novo regime monetário, em 1994, estava inicialmente baseada na paridade da moeda nacional com a moeda internacional. O mecanismo foi suficientemente exitoso por estimular a concorrência internacional, e assim exercer o controle de preços e minar o processo inflacionário. Por trás da ideia de paridade, estabeleceu-se uma dinâmica em que a dívida pública mobiliária federal funcionava como âncora do regime de livre circulação de capitais e do controle da liquidez monetária nacional.

O endividamento federal serviu para sanear as finanças dos entes subnacionais, reter a fuga de capitais pela majoração do rendimento dos títulos da dívida pública, e enxugar o excesso de liquidez provocado pelo ingresso de capitais e pelo próprio serviço da dívida pública. Paralelamente, foi construído o arcabouço legal de controle das despesas e do endividamento públicos, e de esforços fiscais para manutenção do sistema da dívida pública, que consolidaram a subordinação do orçamento público ao mercado monetário e à livre circulação de capitais.

Essa dinâmica foi alterada pelo crescente aumento da liquidez monetária internacional durante a década de 2000. Com a política de compras de reservas internacionais, combinada com o regime de câmbio livre, foram alteradas as formas jurídicas que conectaram o regime de livre circulação de capitais com o orçamento público. O atual estoque de reservas internacionais é impactado positivamente pela reversão dos fluxos de capitais, pois ele é apurado pela variação cambial. Dessa maneira, o efeito da depreciação cambial sobre o estoque de reservas internacionais provoca a transferência de volumosos recursos para os cofres públicos, o que fez recuperar as margens orçamentárias para a implementação das agendas econômica e social do Estado.

Em suma, quando da implementação do Plano Real, a reversão do fluxo de capitais induzia ao endividamento e restringia as margens orçamentárias. A inversão do fluxo, a seu turno, redundava no aumento do endividamento para enxugamento do excesso de liquidez e reforçava a restrição orçamentária.

No atual funcionamento, a reversão dos fluxos produz o efeito de apreciação do estoque de reservas internacionais, majora os recursos do Estado e abre margens para a construção da agenda econômica e social. A inversão dos fluxos, por sua vez, continua a aumentar o endividamento, mas permite que a política de compra de reservas continue e crie um potencial de valorização maior sobre o estoque, o que mantém o circuito de alimentação orçamentária.

Desta forma, esta tese de doutoramento defende que o estatuto jurídico da Dívida Pública exprime uma nova racionalidade, que está fundada no contexto recente de excesso de liquidez monetária, e que produz uma autonomização do orçamento público, não obstante o aumento do endividamento público. Essa nova dinâmica é compreendida pela interação das formas jurídicas da Dívida Pública, que tratamos neste trabalho. Isto é, o recente histórico de excesso de liquidez monetária internacional foi a causa material que reverberou sobre a funcionalidade das formas jurídicas nacionais, especificamente a partir da interseção entre a política cambial e a política orçamentária.

O método adotado neste trabalho foi essencialmente analítico e descritivo. Essa opção foi feita porque, na maior parte das vezes, o tratamento doutrinário ora focava em aspectos muito específicos do funcionamento da Dívida Pública, ora produzia sínteses de difícil compreensão, porque pressupunham o acúmulo de um enorme volume de conhecimento. Seguir o debate doutrinário, portanto, não nos permitiria alcançar o objetivo que perseguíamos, que era compreender o sistema por traz das formas jurídicas.

Nesse sentido, para debelar as dificuldades da própria pesquisa, optamos por tratar a Dívida Pública perpassando a moldura jurídica de cada um de seus institutos e de suas instituições, o que nos permitiu decifrar a sua natureza técnica e compreender seu funcionamento sistêmico. A partir disso, adotamos o método histórico em algumas passagens, para tratar especificamente das tensões materiais que deram causa à alteração da estrutura jurídica.

Nesse sentido, o presente trabalho está estruturado em cinco capítulos.

No Capítulo I, tratamos dos conceitos da Dívida Pública e suas diversas acepções jurídicas. O capítulo é essencialmente descritivo e trata do conteúdo jurídico e permeia a noção de Dívida Pública. Do ponto de vista jurídico, tratamos das formas jurídicas iniciadas a partir do negócio jurídico de crédito público e das classificações quanto à forma contratual e mobiliária, bem como à dimensão nacional e externa da dívida pública. Na sequência, discorremos sobre o tema enquanto fenômeno orçamentário, que é cindido em noções de fluxo e de estoque, que, a seu turno, são classificadas por categorias de receitas e de despesas orçamentárias. Essa exposição serve como ponto de partida para a compreensão de uma lógica orçamentária e seu encaixe com a orientação monetária e cambial, que está baseada em conceitos estatísticos.

No Capítulo II, analisamos os mecanismos de controle do endividamento público, que complementam o estatuto jurídico orçamentário da dívida pública. São

estudadas as normas de controle do endividamento fixadas desde a Constituição Federal, que estabelece um sistema de divisão de competências normativas, instrumentos de intervenção política e administrativa, mecanismos de transparência e controle de contas, e o planejamento e manejo das regras orçamentárias. No plano infraconstitucional, o controle do endividamento é percebido como lógica de performance financeira, orientada pela responsabilidade fiscal, pela tipificação penal de condutas lesivas às regras orçamentárias, e pela contenção da atividade estatal para manutenção dos fluxos e estoques da dívida pública. Neste Capítulo, tratamos da racionalidade da Emenda Constitucional n.º 95, de 2016, que retirou a escala móvel da criação de despesas.

No Capítulo III, abordamos o desenvolvimento histórico e institucional do financiamento do Estado brasileiro, a partir da relação da dívida pública com a política monetária. A perspectiva de longo prazo sobre a Dívida Pública compreende o intervalo entre o ano de 1945 e 1994 e prepara a discussão dos Capítulos seguintes. A primeira etapa é brevemente considerada entre 1945 e 1964. O período de 1964 a 1986 é intensamente estudado, porque diz respeito à construção de um padrão de financiamento público baseado no endividamento e na emissão monetária, no plano interno, e no constante influxo de capitais, no plano externo. Com a reversão do fluxo de capitais a partir de 1979, esse padrão entrou em crise, e a nova relação de liquidez monetária internacional e nacional dá ensejo às transformações jurídicas orçamentárias, financeiras e monetárias, implementadas entre 1986 e 1994. São estudados os esforços de reforma fiscal e financeira que estabeleceram o novo padrão de financiamento público, fundado essencialmente no endividamento público mobiliário federal e que designou uma nova relação de valor entre a moeda nacional e a moeda internacional.

No Capítulo IV, são estudados os programas de refinanciamento das dívidas dos entes subnacionais junto à União, que teve início no ano de 1989 e teve sua manifestação mais recente com a aprovação da Lei Complementar n.º 159, de 2017, que criou o Regime de Recuperação Fiscal dos Estados e do Distrito Federal. A abordagem estabelece um vínculo com o novo padrão de financiamento do Estado brasileiro, implementado em 1994, e a reforma fiscal em âmbito federativo. Destacamos a esterilização da emissão de títulos da dívida mobiliária pelos Estados e Municípios, e a formação de um superávit estrutural, que constitui um relevante fluxo de pagamentos para a União. O processo revela uma centralização do endividamento e do financiamento junto à União, em detrimento dos entes subnacionais, que não detém o poder de emissão

monetária, tampouco podem administrar as reservas internacionais e não possuem mais instituições financeiras para financiá-los.

No Capítulo V, tratamos da dívida pública mobiliária federal como estatuto jurídico inserido entre os circuitos monetário, cambial e orçamentário. O objetivo do Capítulo é demonstrar como o funcionamento do estatuto jurídico da Dívida Pública brasileira autonomizou o orçamento público e reabriu as margens de execução de uma agenda economia e social pelo Estado. São consideradas as mudanças materiais da liquidez monetária internacional e a alteração da racionalidade das formas jurídicas. Denominamos o processo como desenjaulamento do orçamento público. O estudo envolve a interação das formas jurídicas da política cambial e da política orçamentária, que perpassam as regras de balanço e de resultado do Banco Central do Brasil. Ao final do Capítulo, tratamos das propostas que procuram "reenjaular" o orçamento público à lógica do endividamento monetário e problematizamos sua eficácia, dado o quadro de excesso de liquidez monetária.

Ao final, tecemos considerações sobre as questões centrais do trabalho.

CAPÍTULO I – CONCEITOS DA DÍVIDA PÚBLICA

Este primeiro capítulo tem por objetivo delimitar o conceito de Dívida Pública em suas diversas acepções. Sua exposição serve como ponto de partida para a compreensão de uma racionalidade constituída a partir da disciplina jurídica da Dívida Pública. O seu estatuto jurídico estabelece uma racionalidade entre as Finanças Públicas e as Finanças Privadas, que nivela o sistema econômico e social pela liquidez monetária. A demonstração dessa racionalidade ao longo do trabalho se apoia nesses conceitos iniciais, que são apresentados de forma expositiva e descritiva, a partir do conteúdo jurídico, contábil e gerencial que permeia a noção de Dívida Pública.

1.1 Dívida Pública como negócio jurídico

Dívida pública tem uma origem: o negócio jurídico de empréstimo de dinheiro entre o Estado e os agentes privados. É essencial compreender a forma desse negócio jurídico e sua finalidade, porque ele não se confunde com as outras formas jurídicas de que se vale o Estado para se financiar e exercer suas atividades, como a tributação e a emissão monetária.

O conceito jurídico da dívida pública é definido como a obrigação financeira contraída pelo Estado a partir da realização do negócio jurídico de crédito público. O negócio jurídico do crédito público é o nome que se dá à negócio jurídico do empréstimo de dinheiro quando realizado entre o Estado e os titulares de poupança pública ou privada, nacional e internacional (VEIGA, 1927).

O negócio jurídico do empréstimo não é uma prerrogativa exclusiva da atividade estatal. Pode ser realizado por quaisquer partes que tenham interesse em perfazê-lo. Por isso, o conceito jurídico do negócio jurídico do empréstimo é geral. Trata-se de tipo de negócio jurídico que pode ter natureza gratuita ou onerosa. Denomina-se comodato o negócio jurídico de empréstimo de coisa a título gratuito. Neste caso, a especificidade da coisa é relevante: ela não é substituível, tem natureza não fungível[6], e gera a obrigação de devolução posterior em seu mesmo estado, observada a necessidade de reparação quando há dano. De outro lado, o negócio jurídico do empréstimo de coisa fungível a título

[6] Segundo o Código Civil brasileiro, fungível é o bem móvel que pode ser substituído por outro da mesma espécie, qualidade e quantidade, e que, em razão das características, pode ser consumido.

oneroso é denominado mútuo. A coisa emprestada não é única, daí a sua natureza fungível, substituível. O mútuo gera obrigação de restituição de coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade. Em comum às duas espécies, está a obrigação de entrega da coisa, que confere ao comodatário ou ao mutuário o seu domínio temporário.

O negócio jurídico do empréstimo de dinheiro é uma modalidade de mútuo. Ele é caracterizado pela voluntariedade da celebração contratual, o conteúdo patrimonial e o surgimento do vínculo obrigacional transitório entre mutuante (credor) e mutuário (devedor). O bem que constitui objeto da relação jurídica é um certa quantia de dinheiro, que é provisoriamente entregue pelo mutuante ao mutuário, para posteriormente ser restituída com uma remuneração sobre o seu uso. A forma contratual é essencial na estipulação de condições e termos da relação jurídica. Por se tratar de dinheiro, neste tipo de negócio jurídico a entrega de moeda desempenha função liberatória de laços obrigacionais.

O negócio jurídico do crédito público, portanto, é uma modalidade de empréstimo de dinheiro. Neste caso, o credor ocupa o polo ativo da relação, cabendo-lhe a obrigação de entregar a coisa e o direito de recebê-la. O Estado ocupa o polo passivo, que recebe o dinheiro e assume o dever de entregá-lo, com remuneração e prazo determinados. (ATALIBA, 1973).

Para Geraldo Ataliba, deve-se compreender o crédito público, incialmente, pelas relações de natureza contratual, que são orientadas pelos princípios dos negócios jurídicos. Essa forma compreende tanto os contratos propriamente ditos quanto os títulos da dívida pública emitidos pelo Estado. Em ambos os casos, prestigia-se, em sua essência, a autonomia da vontade dos contratantes, o que ocorre a despeito da existência de cláusulas exorbitantes, cuja indisponibilidade é respaldada na prevalência do interesse público sobre o interesse privado. É importante destacar o caráter voluntário do crédito público, porque essa característica o torna inconfundível com o empréstimo compulsório[7], pois o elemento impositivo deste último lhe dá características de tributo, ainda que haja devolução posterior da quantia tomada (ATALIBA, 1973).

[7] O empréstimo compulsório é instituto que serve ao atendimento de situações excepcionais. Na Constituição Federal de 1988, está disposto no artigo 148 a prerrogativa da União para, por meio de lei complementar, instituir o empréstimo compulsório. São duas as hipóteses: atender a despesas extraordinárias, decorrentes de calamidade pública, de guerra externa ou sua iminência; e investimento público de caráter urgente e de relevante interesse nacional.

A confiança funciona como elemento preliminar e fundamental para que a relação jurídica se estabeleça e se realize como operação de crédito. É ela que inspira à superação do tempo que transcorre entre a prestação e a contraprestação, em que o capital alheio é entregue ao Estado e posteriormente é restituído com remuneração. Diferentemente do crédito privado, o crédito público por vezes alcança escalas intergeracionais de tempo e os riscos inerentes são vencidos pela crença que o credor deposita nas capacidades econômicas e financeiras do Estado e na sua fidelidade em desempenhar seus compromissos. O aspecto político também está presente à medida que os governos, além do próprio Estado, são avaliados desse ponto de vista. Pela perspectiva do devedor, a confiança dos credores é fundamental para que ele consiga tomar crédito junto aos credores. A inadimplência abala seu prestígio e reduz o crédito como um todo, público e privado. Daí que as responsabilidades do Estado em um eventual inadimplemento possam ir além dos prejuízos aos credores, porque os efeitos sobre a confiança podem extravasar o campo das finanças públicas e macular as esferas econômica e social de um país (VEIGA, 1927, ATALIBA, 1973).

Por essa perspectiva, são objetivamente considerados para a confiança no Estado tanto a sua efetiva capacidade econômica para honrar compromissos, quanto a existência de regras que garantam a orientação dessa capacidade econômica ao adimplemento das obrigações da dívida pública.

As regras constitucionais que disciplinam a capacidade econômica, o exercício político institucional e a disciplina financeira do Estado, que delimitam e ordenam a gestão do patrimônio público, são fundamentais para que a confiança ganhe contornos objetivos. O Estado goza de presunção de perenidade e solvência, seus bens não são penhoráveis e ele não está sujeito à execução forçada. As operações de crédito público se realizam sobre a expectativa de que os recursos disponíveis do Estado oriundos de suas rendas, ordenadas e executadas por meio do instrumento do orçamento público, garantiram o adimplemento do empréstimo.

Disso se infere a própria natureza dos recursos tomados por meio de operações de crédito público: são transitórios e provisórios, não se confundem com o patrimônio público, composto pelos capitais e riquezas imobilizadas. Essa natureza transitória e provisória dos recursos tomados por empréstimo estabelece um critério de diferenciação com a noção de dívida administrativa, que surge para atender as atividades fim do Estado, a partir da contratação de obras, serviços, dos custos de manutenção ou de

remuneração de pessoal. O nosso objeto de estudo diz respeito à dívida contraída por empréstimo público, que é realizada como atividade meio do Estado.

Nesse sentido, a relação de confiança objetiva sobre o crédito do Estado junto ao público guarda relação direta com a eficiência das normas que disciplinam os recursos tomados emprestado. A execução orçamentária e a gestão financeira do Estado são determinantes para que a consecução do negócio jurídico do empréstimo público (VEIGA, 1927, ATALIBA, 1973).

Por ser ordenado por normas de direito público, o negócio jurídico do crédito público é objeto de secular debate doutrinário sobre a existência de prerrogativas estatais sobre nas cláusulas que constituem os negócios jurídicos de crédito público[8]. Porquanto não seja nosso objeto de discussão, a menção a esse debate nos informa sobre a fronteira que define se o empréstimo público é fruto de um ato unilateral de soberania do Estado ou se se caracteriza pela prevalência dos Princípios Contratuais. Em outros termos, se o crédito público é caracterizado como ato de soberania e, portanto, não cria obrigatoriedade em seu cumprimento, ou se a vontade estatal se subordina à sujeição passiva delimitada pelo negócio jurídico e, portanto, à obrigatoriedade do pagamento da dívida. Essas considerações pavimentam a compreensão de outro aspecto importante dos negócios jurídicos de crédito público, qual seja, as formas de extinção da dívida pública.

Em breve síntese, a chamada doutrina contratualista defende que as operações de crédito público têm natureza proeminentemente contratual, que observam regras e princípios de Direito Público e que isso não desnatura o caráter voluntário do negócio jurídico. Por essa linha doutrinária, o exercício de soberania ficaria adstrito às condições previstas pelas leis que disciplinam as operações de crédito público, como as regras que garantem o cumprimento das obrigações financeiras do Estado, a observância do interesse público de cobrir necessidades de caixa ou de realizar investimentos, e as cláusulas de interesse público. A autorização legislativa para a realização de crédito público também comporia uma etapa de exercício de soberania, atinente à certificação do cumprimento de regras procedimentais. Tais requisitos estabeleceriam condições prévias para o negócio jurídico propriamente dito, que só se realizaria com o interesse e

[8] Maiores considerações sobre as teses doutrinárias que defendem a natureza jurídica do empréstimo público pela perspectiva contratualista podem ser encontradas às fls. 18-28 da obra de Geraldo Ataliba, "*Empréstimos públicos e seu regime jurídico*", 1973, Editora Revista dos Tribunais, fls. 18-20, e às fls. 32-43 da obra de Sérgio Assoni, "*Crédito público e responsabilidade fiscal*", 2007, Editora Núria Fabris. Nas mesmas obras, encontram-se apresentações sobre as diferentes teses que sustentam a noção de empréstimo público como ato unilateral de soberania: em Geraldo Ataliba, às fls. 7-8 e 19, em Assoni, às fls. 30-32.

manifestação de vontade dos credores aos termos da proposta pública, seja ela na forma de contrato ou de títulos públicos (ATALIBA, 1973, ASSONI, 2007, LOCHAGIN, 2016).

Por outra perspectiva, parte da doutrina defende que o empréstimo público decorra de um ato unilateral de soberania. A qualidade soberana do Estado significaria a prerrogativa de ato de poder que, a qualquer tempo, resguarda a capacidade para se autoderminar e se autoobrigar. Em vista da defesa de seus direitos e objetivos fundamentais, o ato soberano permitiria fixar, em qualquer direção, a ordem jurídica, criando e modificando o conteúdo e a extensão das obrigações. No caso do crédito público, o exercício da soberania poderia ser orientado inclusive para o não pagamento da dívida pública (ATALIBA, 1973, ASSONI, 2007, LOCHAGIN, 2016).

O ato unilateral de não pagamento, por sua vez, teria ele próprio fundamentos jurídicos. As situações que levam o Estado ao não pagamento da dívida[9] são, em geral, extremas - como guerras, calamidades ou crises econômicas - e escapam à formação de um padrão jurídico. Em regra, o não pagamento é informado juridicamente por meio declaração de moratória, ou *default*, que consiste na suspensão de pagamento ou no pagamento parcial (principal ou acessório), justificado por insuficiência de recursos. Nestes casos, abre-se a possibilidade de revisão do conteúdo contratual, com extinção parcial de algumas obrigações, para que seja retomado o fluxo de pagamentos. O Estado também pode provocar o atraso dos pagamentos com vistas a forçar uma reestruturação da dívida. Ou mesmo, pode declarar unilateralmente a sua extinção total, o que geralmente ocorre em processos de sucessão por um novo Estado. Uma outra forma de não pagamento da dívida pública, que se realiza de forma mais sutil e também decorre de exercício de soberania, dá-se pela alteração do regime monetário, que altera os meios de pagamento e estabelece regras de conversão que podem depreciar, em favor do Estado, o conteúdo econômico do empréstimo público (LOCHAGIN, 2016).

Embora as situações de não pagamento integral ou parcial da dívida pública façam parte da história das Finanças Públicas e estabeleçam um tipo de suspensão do funcionamento do regramento jurídico da Dívida Pública, elas não eliminam a sua própria existência e, por conseguinte, a sua vigência, que é restaurada quando o quadro das finanças pública volta à normalidade.

[9] Para um aprofundamento sobre as situações de inadimplemento da dívida pública e suas considerações jurídicas, ver "*Elementos Jurídicos da Reestruturação Internacional da Dívida Pública*", tese de doutorado da FDUSP, 2016, de Gabriel Loretto Lochagin.

As considerações feitas até aqui sobre o enquadro jurídico do crédito público, que dá origem à Dívida Pública, nos permite passar à próxima etapa, que analisa com maior detalhe os contornos jurídicos da Dívida Pública a partir dos conceitos de Direito Público.

1.2 Dívida Interna e Externa

Quando as operações de crédito contratuais ou mobiliárias são realizadas com pessoas jurídicas de natureza pública internacional, como as organizações internacionais, denomina-se dívida internacional, quando são realizadas com Estados estrangeiros ou pessoas jurídicas de natureza privada, como os bancos privados, denomina-se dívida pública externa[10]. O seu pagamento fica condicionado às disponibilidades de reservas internacionais de um país. Seus fluxos são intermediados pelos bancos centrais e por instituições multilaterais, como por exemplo Fundo Monetário Internacional, o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento, o Banco Central Europeu, etc. As dívidas bilaterais externas surgem de contratos travados entre Estados, ou por entes subnacionais ou pelo Banco Central, com Estados estrangeiros. Quando o crédito é contraído junto a consórcio de bancos, como por exemplo o Clube de Paris, denomina-se dívida pública externa sindicada[11].

1.3 Dívida Contratual e Mobiliária

A dívida pública interna é contraída de forma contratual ou mobiliária, com pessoas jurídicas de natureza pública ou privada. O pagamento é realizado em moeda nacional. Pela forma contratual se realizam os contratos de abertura de crédito com instituições financeiras públicas e privadas e com esferas de governos, a confissão de dívidas, a escritura de constituição de débito e o aceite de duplicatas. Pela forma mobiliária, são emitidos títulos e as cambiais (ATALIBA, 1973).

A noção de dívida pública interna se desdobra na classificação por ente governamental. Pode ser classificada como federal, estadual, municipal ou do Distrito

[10] ATALIBA, 1973.
[11] Op. cit.

Federal, quando a operação de crédito é realizada, respectivamente, pela União Federal, pelos Estados, Municípios e Distrito Federal.

As formas contratual e mobiliária guardam diferenças funcionais consideráveis. Essas duas modalidades podem ser diferenciadas de acordo com os credores: nos contratos, são credores unitários, identificados pessoalmente, e a contratação se dá por força da legislação de contratação pública em vigor e envolve uma confecção particularizada de cada operação, com cláusulas específicas; nos títulos públicos, segue-se a regra da emissão, que é pulverizada, portanto, não individualiza credores, e segue uma padronização das condições contratuais.

A padronização dos títulos públicos decorre de sua natureza financeira, que os faz fungíveis e impessoais. Os direitos e obrigações são previamente determinados, o que facilita a sua precificação e a negociabilidade com outros títulos. Os direitos dele decorrentes podem ser transferidos, o que cria novas posições ativas e passivas da relação jurídica, facilitando sua circulação. O título público também funciona como reserva de valor, por oferecer segurança de pagamento e, por vezes, melhores índices de remuneração. No caso brasileiro, têm poder liberatório obrigacional somente na hipótese de pagamento de tributos federais, quando vencidos (CATAPANI, 2011).

Essas diferenças atribuem diferentes funções alocativas aos dois instrumentos de operação de empréstimo público. Para Silveira (2015), a forma contratual permite uma análise mais detida da finalidade do endividamento e uma confecção mais detalhada das cláusulas contratuais, o que atribui ao endividamento uma natureza finalística e direciona os recursos emprestados à realização de investimentos de longo prazo. Para Catapani (2011), a forma mobiliária permite, quando constituídos os sistemas de escrituração e liquidação[12] - como as bolsas de valores -, uma maior agilidade na tomada de crédito e na negociação dos títulos. Neste caso, a padronização permite a redução dos custos de negociação, ganho de escala e maior facilidade de gestão e de cálculo.

[12] A constituição de câmaras de custódia e liquidação eletrônicas foi passo decisivo para que a forma mobiliária se tornasse predominante nas formas estatais de endividamento público. Trata-se de processo histórico iniciado na década de 1970 nas praças financeiras de Londres e Nova Iorque, que se tornou um dos principais motores da economia mundial ao longo das últimas décadas. A plataforma eletrônica eleva a escala de emissão e padronização dos títulos, dispensa a materialidade do papel – o que torna obsoleto o princípio da cartularidade - e os entraves burocráticos dos negócios públicos em geral, aumentando exponencialmente a velocidade das transações financeiras. Essa tecnologia permitiu massificar a dívida pública e alavancar os mercados financeiros mundo afora. No Brasil, esse processo se consolida com a modificação do Sistema de Pagamentos Brasileiro em abril de 2002, sob a tutela do Banco Central do Brasil, que permitiu as transferências de fundos interbancários com liquidação em tempo real e diminui as margens de risco do sistema financeiro, no que diz respeito aos procedimentos de liquidação (CATAPANI, 2011, p. 37-41).

A função alocativa dos títulos públicos, em especial, tem enraizamento ainda mais profundo para a economia nacional. Os títulos públicos também são emitidos para a execução da política monetária, que serve para o controle da liquidez monetária da economia nacional. Nesse sentido, as taxas de juros praticadas pelo Poder Público no sentido de manter o poder de compra da moeda, impactam sobre o volume monetário e a oferta de crédito, ao passo que aumentam ou diminuem os custos do endividamento público. Veremos ao longo dos próximos capítulo como a forma mobiliária se tornou predominante no Ordenamento Jurídico nacional e passou a expressar as tensões entre a política fiscal e a política monetária.

Ao longo das últimas décadas, houve no Brasil uma considerável alteração do endividamento público contratual para o mobiliário. Atribui-se a esse fenômeno a denominação de "securitização"[13] da dívida pública, que envolveu, no caso brasileiro[14], a assunção da dívida pública das administrações direta e indireta dos entes subnacionais pela União Federal[15], por meio da substituição dos contratos públicos por títulos da dívida pública federal mobiliária emitidos junto aos credores (SILVA, MEDEIROS, 2009, p. 105). Veremos no Capítulo IV como esse processo foi sedimento pela alteração das finanças públicas em âmbito federativo.

Atualmente, a dívida mobiliária representa cerca de 90% (noventa) por cento do endividamento público federal. Esse dado material demonstra a relevância que os instrumentos da dívida pública mobiliária têm para a compreensão da racionalidade entre as Finanças Públicas e as Finanças Privadas, justamente porque são utilizados para finalidades fiscais e monetárias, controlando a liquidez monetária.

1.4 Dívida Pública como Obrigação Financeira

Como se viu, a dívida pública surge a partir da realização de operações de crédito pelo Estado, que constitui uma atividade meio. Nesse sentido, as operações de crédito se subordinam às regras que disciplinam as necessidades financeiras do Estado.

---

[13] Securitização, ou titularização, exprimem a mudança das obrigações de crédito e débito da forma contratual para a forma mobiliária (CATAPANI, 2011).

[14] Outra acepção do conceito de "securitização" é a cessão de direitos creditórios, o que, no Ordenamento Jurídico nacional, foi autorizada pela Emenda Constitucional n.º 62/2009, que alterou o artigo 100, da Constituição Federal, e autorizou a cessão de créditos dos precatórios a terceiros.

[15] Tratou-se de operação jurídica de novação da relação obrigacional em que a União assumiu o débito dos entes subnacionais junto aos credores, com entrega de títulos da dívida pública, e assumiu o crédito junto aos entes subnacionais por meio de contratos públicos de financiamento.

Quando voltadas ao financiamento de atividades de longo prazo, são realizadas operações de crédito em sentido estrito. Quando voltadas ao atendimento às necessidades de cobertura de caixa, realizam-se as chamadas operações de crédito por antecipação de receita orçamentária - ARO. Essas duas classificações estão contidas na Lei 4.320, de 17 de março de 1964, que disciplina sobre as normas gerais de direito financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados e do Distrito Federal, e dos Municípios, que vige atualmente.

Essas duas modalidades de operação de crédito nos introduzem às noções de fluxo e de estoque da dívida pública, que veremos mais à frente, a partir do tratamento conferido pelas rubricas orçamentárias aos componentes das dívidas públicas.

A operação de crédito em sentido estrito tem por finalidade a obtenção de recursos para a realização de uma obra ou serviço público de longo prazo. O recurso obtido por meio de tipo de operação é denominado receita de capital. A cobertura das despesas geradas é realizada, ao longo dos exercícios fiscais, por meio da arrecadação tributária, que dá origem a recursos tratados no orçamento como receita corrente. As operações de crédito devem constar na Lei Orçamentária, que estipula o total autorizado para contratação. As dívidas formadas por essas operações se acumulam e formam o estoque da dívida pública. Esse estoque pago ao longo dos exercícios fiscais, o que é denominado amortização. O juro que incide sobre o estoque é igualmente pago nos exercícios fiscais, e é denominado serviço da dívida pública.

Os negócios jurídicos de operações de crédito público são definidos pela Lei Complementar n.º 101, de 2000, denominada Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF, que complementa a Lei 4.320, de 1964, com a instituição de normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal. No artigo 29, da LRF, são consideradas operações de crédito público todo compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros. O dispositivo equipara às operações de crédito a assunção, o reconhecimento ou a confissão de dívidas por ente da Federação.

A operação de crédito por antecipação de receita orçamentária - ARO se destina à cobertura de insuficiências transitórias de caixa, cuja despesa gerada é coberta com arrecadação no mesmo exercício fiscal. São caracterizadas pelo curto prazo, o volume

relativamente reduzido e proporcional às necessidades de caixa e possibilidades de pagamento, pela destinação dos recursos à cobertura das despesas correntes da administração. São realizadas para cobrir a realização de despesas prementes ou com vencimento em data fixada na lei, em situação que o ingresso de receitas não ocorreu, mas cujo fato gerador está perfeito (ATALIBA, 1973).

O artigo 7º, da Lei Federal n.º 4.320/1964, dispõe que as AROs devem ser autorizadas pela Lei Orçamentária. O artigo 3º, dessa lei, dispensa a previsão de ARO na lei orçamentária. A autorização não se confunde com a previsão orçamentária. No primeiro caso, trata-se de liberação para contratação de operações dessa natureza. No segundo, trata-se de classificação de receita orçamentária. Os recursos de AROs, por sua natureza transitória dentro do exercício fiscal, não constituem receita orçamentária. O artigo 7º autoriza que sejam realizadas em qualquer mês do exercício financeiro, com vistas a atender insuficiência de caixa, discriminada a rubrica que autoriza o Poder Executivo a realizar a cobertura.

A definição contida no artigo 38, da Lei de Responsabilidade Fiscal, reforçou que a finalidade de ARO para a cobertura de insuficiência de caixa durante o exercício financeiro. O dispositivo autorizou sua realização a partir do 10º (décimo) dia do exercício fiscal, e sua liquidação, com juros e encargos, até dia 10 de dezembro do mesmo exercício, vedada a cobrança de outros encargos. Os juros aplicados são os da taxa básica financeira e são obrigatoriamente prefixados. O dispositivo vedou a realização de ARO quando houver outra anterior e de mesma natureza em curso, que não tiver sido integralmente liquidada. Outra vedação à realização de ARO se estende ao último ano de mandato do Presidente, Governador ou Prefeito Municipal.

A LRF, no artigo 37, discriminou e vedou a realização de determinados atos jurídicos por considerá-los semelhantes às operações de crédito público. São eles (i) a captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido; (ii) o recebimento antecipado de valores de empresa controlada pelo Poder Público, de forma direta ou indireta, salvo lucros e dividendos na forma da legislação; (iii) a assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de título de crédito, ressalvadas as empresas estatais dependentes; e (iv) a assunção de obrigação com fornecedores para pagamento a posteriori de bens e serviços, sem prévia autorização orçamentária.

Os dois tipos de operações de crédito originam as obrigações financeiras principais e acessórias que constituem a dívida pública. Além delas, há que se considerar também outras obrigações financeiras complementares às operações de crédito interna e externa, como as garantias e contragarantias, que asseguram a liquidação das obrigações decorrentes de empréstimos públicos em caso de inadimplemento do mutuário.

Garantia é definida pelo artigo 40, da Lei de Responsabilidade Fiscal, como o compromisso de adimplência de obrigação financeira ou contratual assumida por ente da Federação ou entidade a ele vinculada. As garantias podem ser ofertadas por outro ente em favor do ente mutuário. Nesse caso, o ente mutuário deve apresentar contragarantia ao ente garantidor para compensação em caso de execução de garantia. A lei autoriza a apresentação de garantias somente por entidade que seja adimplente junto ao garantidor e pelas entidades por ele controladas.

A União tem prerrogativa de exigir como contragarantia dos Estados, Distrito Federal ou Município, e os Estados têm direito a exigir dos Municípios a vinculação de receitas tributárias diretamente arrecadadas e provenientes de transferências referentes ao Capítulo da Repartição das Receitas Tributárias, da Constituição Federal, outorgando ao garantidor o poder de reter essas receitas e empregar na liquidação da dívida vencida. A retenção se estende ao caso em que a União ou os Estados honrem a dívida do ente tomador por meio da garantia concedida e retenham os recursos ofertados em contragarantia até que seja ressarcido o pagamento realizado. O ente devedor terá suspenso o acesso a novos créditos ou financiamentos até a total liquidação da dívida.

A permissão para condicionamento desses recursos constitucionais foi autorizada pela Emenda Constitucional n.º 3, de 1993, que incluiu o parágrafo 4º, ao artigo 167, para autorizar a vinculação de receitas próprias geradas por impostos para a prestação de garantia ou contragarantia à União e para pagamento de débitos para com esta, e pela Emenda Constitucional n.º 29, de 2000, que acrescentou o parágrafo único ao 160, para autorizar o condicionamento, pela União e pelos Estados, da entrega de desses recursos para o pagamento das dívidas e do cumprimento dos índices mínimos de investimento em saúde. Essa regra foi reafirmado pelo parágrafo 9º, do artigo 32, da LRF.

A exigência de contragarantia é vedada entre órgãos e entidades do próprio ente e da Administração indireta. O mesmo serve para a concessão de garantia entre órgão da administração e suas empresas controladas ou subsidiárias. A vedação não alcança as operações entre essas empresas públicas e suas controladas ou subsidiárias, nem entre as

instituições financeiras públicas e as empresas nacionais. Neste último caso, são aplicadas as regras aplicáveis às instituições financeiras privadas. Também não alcançam as garantias prestadas pela União junto às suas empresas de natureza financeira, quando tratam de operações de seguro de crédito à exportação.

No caso de operações de crédito junto a organismo internacional, ou a instituição federal de crédito e fomento para o repasse de recursos externos, cabe à União Federal prestar a garantia. O instrumento utilizado como garantia são os títulos da dívida pública mobiliária, segundo o comando do artigo 61, da LRF.

Por fim, são obrigações complementares que constituem dívida para as Finanças Públicas os denominados Restos a Pagar, que são obrigações de origem orçamentária, segundo definição do 36, da Lei 4.320, de 1964, que se constituem a partir da existência de despesas orçamentárias empenhadas e liquidadas em um exercício, mas não pagas até dia 31 de dezembro, remanescendo em aberto o seu pagamento para o exercício seguinte.

Os limites para cada um desses tipos de obrigações financeiras serão tratados no capítulo seguinte e se inserem na noção de controle do endividamento público.

Antes, veremos como essas obrigações são tratadas, à luz dos dispositivos da Lei n.º 4.320, de 1964, e Lei de Responsabilidade Fiscal, do ponto de vista orçamentário, constituindo uma noção de estoque e de fluxo da dívida pública, que permitirá compreender os índices estatísticos sobre a dívida pública, e, na sequência, no Capítulo II, os mecanismos de controle do endividamento.

1.5 Dívida Flutuante

A noção de dívida flutuante diz respeito ao fluxo de pagamentos gerado pela dívida pública dentro de um exercício orçamentário. São contraídas e pagas no mesmo exercício fiscal. O conceito é tratado pelo artigo 92, da Lei 4.320, 1964, no Capítulo da Contabilidade Orçamentária e Financeira, que define como dívida flutuante os compromisso oriundos de: (i) restos a pagar, excluídos os serviços da dívida; (ii) serviços da dívida a pagar; (iii) depósitos; e (iv) débitos de tesouraria. O artigo 115, parágrafo primeiro, do Decreto Federal n.º 93.872, de 1986, que regulamenta a Lei n.º 4.320, de 1964, acrescentou a essa definição (v) as AROs, a emissão de papel moeda e de moeda fiduciária.

Os Restos a Pagar são classificados como flutuantes, mas podem ser convertidos em dívida consolidada. Essa hipótese é vedada quando o exercício for do último ano de mandato do chefe do Poder Executivo. Para garantir que no último ano de mandato não sejam formadas obrigações oriundas de Restos a Pagar, a LRF dispôs que, nos dois últimos quadrimestres do último ano de mandato, fica vedada a contratação de despesa que não será cumprida dentro do exercício fiscal, ou que deixe parcelas para o próximo exercício, sem suficiência de caixa. O seu descumprimento constitui hipótese de crime contra as finanças públicas, previsto pela Lei Federal n.º 10.028, de 2000.

Os serviços da dívida são compostos pelo pagamento de juros, encargos e amortização do principal com atualização monetária, contraídos por prazo inferior a doze meses.

Os "depósitos" são obrigações financeiras relacionadas a valores de origens diversas que a Administração Pública recebe, inclusive judiciais, assim como cauções em dinheiro, que não são de sua titularidade e devem ser devolvidos a quem de direito, após a ocorrência ou não de fato superveniente.

Os depósitos de tesouraria são obrigações financeiras relacionadas às AROs.

A emissão de papel moeda, por sua vez, tem regulação estabelecida pela Lei Federal 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que trata do regime jurídico do sistema financeiro e do exercício das políticas monetárias, bancárias e creditícias. Essa lei atribui exclusivamente ao Banco Central do Brasil, em seu artigo 10º, a competência para emissão de papel moeda, mediante termos estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional. No Capítulo III, trataremos dessa lei de forma pormenorizada.

1.6 Dívida Fundada ou Consolidada

O conceito de dívida fundada ou consolidada ou inscrita remonta às práticas adotadas na Inglaterra do século XVIII para solucionar o problema de multiplicidade de fundos e encargos administrativos, por meio da criação de um único fundo para seu pagamento e um único livro para o registro dos débitos do Tesouro (ATALIBA, 1973).

A Lei n.º 4.320, de 1964, estabelece, no artigo 98, do Capítulo da Contabilidade Patrimonial e Industrial, a definição de dívida consolidada como os compromissos de exigibilidade superior a doze meses, contraídos para atender a desequilíbrio orçamentário ou a financeiro de obras e serviços públicos.

O parágrafo 2º, do artigo 115, do Decreto Federal n.º 93.872, de 1986, a definição da dívida fundada ou consolidada mantém o critério de "*exigibilidade superior a doze meses*" e acrescenta a forma que são originados, pela expressão "*contraídos mediante emissão de títulos ou celebração de contratos*", acrescentando também à finalidade, "*para atender a desequilíbrio orçamentário, ou a financiamento de obras e serviços públicos*", a condição de autorização legislativa, "*que dependam de autorização legislativa para amortização e resgate*".

A LRF define, no inciso I, do artigo 29, a dívida pública consolidada ou fundada como o montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses. A definição também compreende os títulos públicos da dívida mobiliária emitidos pelo Tesouro Nacional junto ao Banco Central do Brasil. O artigo 29 da LRF delimita a hipótese de contração de dívida por emissão de títulos ao pagamento do principal com atualização monetária. Assim, o pagamento de juros e de encargos da dívida não pode ser feito por meio de emissão de títulos públicos, devendo ser realizado com recursos orçamentários correntes.

Quando as operações de crédito estão previstas na Lei Orçamentária e têm prazo inferior a doze meses, as dívidas formadas são classificadas como consolidadas, segundo o parágrafo 3º, do artigo 29, da Lei de Responsabilidade Fiscal. Nesse sentido, o critério de previsão orçamentária, que constitui receita orçamentária, sobrepõe-se ao critério temporal, o que distingue essas operações de crédito das AROs.

Por fim, compõem a dívida consolidada, segundo o parágrafo 7º, do artigo 30, da LRF, os precatórios judiciais não pagos durante a execução do orçamento em que houverem sido incluídos.

A definição de dívida pública consolidada da Resolução n.º 40, de 2001, do Senado Federal, está prevista no inciso III, do artigo 1º, e adota a mesma expressão do artigo 29 da LRF, "obrigação financeira", acrescentando a emissão de títulos pelos Estados, Distrito Federal ou Municípios às mesmas hipóteses de contração de dívida contidas na Lei de Responsabilidade Fiscal. No inciso V, do artigo 1º, da referida Resolução, consta a definição de dívida consolidada líquida como resultante da dedução das disponibilidades de caixa, aplicações financeiras e demais haveres financeiros.

A Resolução excepciona das obrigações financeiras que compõem a dívida pública consolidada as existentes entre as administrações diretas dos Estados, do Distrito Federal ou dos Municípios, entre os entes, e com os respectivos órgãos da administração indireta.

Além disso, dispõe que os precatórios judiciais emitidos a partir de 5 de maio de 2000, que não tiverem sido pagos durante a execução orçamentária, compõem a dívida pública consolidada.

1.7 Dívida Pública na moldura do Orçamento Público

Uma vez compreendido como as operações de crédito em sentido estrito e as operações de crédito por antecipação de receita orçamentária constituem, respectivamente, um estoque e um fluxo da Dívida Pública, convém agora apresentar como esses compromissos financeiros são tratados no âmbito das receitas e despesas orçamentárias do Estado.

Vimos que a finalidade do endividamento público é o financiamento do Estado para cobertura de caixa e para investimento de longo prazo. O intervalo das categorias orçamentárias que tratam dos ingressos e das saídas de recursos oriundos desses negócios jurídicos nos permitirá compreender, no Capítulo II, como o ordenamento jurídico está moldado para o controle do endividamento *vis a vis* a capacidade do Estado de cumprir com as obrigações decorrentes.

1.7.1 Conta Única do Tesouro

Em primeiro lugar, é preciso esclarecer que todas as receitas da União são depositadas na Conta Única do Tesouro - CUT, sob custódia do Banco Central do Brasil, em observância ao Princípio da Unidade de Tesouraria, conforme o artigo 56, da Lei n.º 4.320, de 1964. O instituto da Conta Única do Tesouro foi reforçado pelo artigo 92, do Decreto-Lei n.º 200, de 1967, que atribui à unificação dos recursos do Tesouro Nacional o meio para se obter uma maior economia operacional e maior racionalização da execução da programação financeira de desembolso. Igualmente, pelo Decreto-Lei n.º 1.775, de 1979, que determinou o depósito da arrecadação de todas as receitas da União na Conta Única do Tesouro. Houve regulamentação pelo Decreto Federal n.º 93.872, de 1986, artigo

1º, e, finalmente, a Conta Única foi prevista pela Constituição Federal, no artigo 164, parágrafo 3º. A regra vale para os entes subnacionais, cujos recursos devem ser depositados em instituição financeira oficial, nos termos da lei. Com o Decreto Federal n.º 93.792, de 1986, parágrafo 3º, do artigo 2º, a Conta Única foi transferida do Banco do Brasil S.A. para o Banco Central do Brasil.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, no artigo 46, disciplinou de forma um pouco mais minuciosa a Conta Única. Os recursos das contribuições previdenciárias não são depositados nessa conta e suas disponibilidades não podem ser aplicadas em títulos das dívidas públicas estadual e municipal e empresas controladas por esses entes; nem podem ser utilizadas para empréstimos aos segurados e ao Poder Público.

A Conta Única possibilita que seja minimizado o volume de depósitos correntes para fins transacionais, muitas vezes sem remuneração, em nome de órgãos governamentais em contas múltiplas, também elimina a necessidade de manutenção de depósitos para movimentações entre órgãos governamentais, e mitiga a exposição do Governo ao risco de crédito e operacional, como acontece nas contas dos bancos comerciais privados. A custódia da Conta Única no Banco Central do Brasil também tem por finalidade um maior controle dos custos, a diminuição dos custos de manutenção, a manutenção do equilíbrio entre os agentes financeiros privados, o maior controle da liquidez e um menor risco de crédito. Os seus recursos são essenciais para a realização das operações do Banco Central do Brasil (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

A Medida Provisória n.º nº 1.789, de 29 de dezembro de 1998, estabeleceu que os recursos depositados na Conta Única do Tesouro Nacional devem ser remunerados, a partir de 18 de janeiro de 1999, pela taxa medida aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional. O saldo da remuneração dos recursos da Conta Único da Tesouro constitui Receita de Capital.

Conforme veremos no Capítulo V, a depender da dimensão dos recursos dessa conta combinado com a determinação legal de rendimento à taxa Selic, as regras orçamentárias podem reverberar dinâmicas diversas dentro do ordenamento jurídico da dívida pública.

1.7.2 Dívida Pública como Receita Orçamentária

A partir da centralização dos recursos na Conta Única, o Estado executa a sua política. A Lei n.º 4.320, de 17 de março de 1964, dispõe sobre lei orçamentária como instrumento de execução, controle e transparência das receitas e despesas públicas. A lei orçamentária deve compreender, em observância ao Princípio da Universalidade do Orçamento, pelos seus totais, as receitas públicas, incluídas as decorrentes de operações de crédito autorizadas por lei, assim como as despesas públicas.

Segundo o Manual Técnico de Orçamento de 2018, da Secretaria do Planejamento, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, as receitas públicas são classificadas, em sentido amplo, como os ingressos de recursos financeiros nos cofres públicos; em sentido estrito, são consideradas receitas públicas as previstas pelo orçamento. Estas são de titularidade do Tesouro Público, seu ingresso se dá durante o exercício financeiro e incrementam o patrimônio público. São utilizados para a execução de políticas públicas.

A captação de recursos pode ser própria ou decorrente de transferências. Os recursos próprios são disciplinados pela Constituição Federal entre os artigos 149 e 156, que distribui as competências tributárias entre os Entes da Federação. As transferências resultam de repasses de recursos captados por outras instituições e que têm previsão constitucional, como por exemplo os repasses estabelecidos pelos Fundos de Participação dos Estados e dos Municípios, na forma dos artigos 157 a 162 da Constituição Federal.

Esses recursos também são classificados segundo sua esfera orçamentária. A distinção de destinação orçamentária está prevista no parágrafo 5º, do artigo 165, da Constituição Federal. As Receitas do Orçamento Fiscal são arrecadas pelos Entes da Federação, seus órgãos, entidades, fundos e fundações, bem como empresas estatais dependentes. Por sua vez, o Orçamento da Seguridade Social é formado pelos recursos oriundos das Contribuições Sociais, bem como pela receita arrecadada por todos os órgãos, entidades, fundos e fundações vinculados ao Sistema de Seguridade Social, previsto pelo artigo 195, da Constituição Federal, que destina tais verbas ao Sistema de Saúde, de Previdência Social e de Assistência Social. Quando insuficientes os recursos do Orçamento da Seguridade Social, os recursos do Orçamento Fiscal são transferidos para sua cobertura. O Orçamento de Investimento é composto pelas receitas oriundas de empresas estatais não dependentes, em que a União detenha a maioria do capital social com direito a voto, direta ou indiretamente, nos termos do inciso III, artigo 2º, da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Distinguem-se das receitas orçamentárias os ingressos de recursos chamados extraorçamentários. São recursos que dizem respeito a fluxos compensatórios, que não integram o Orçamento Público e não se sujeitam a autorização legislativa. Os recursos das AROs são considerados extraorçamentários, a despeito de necessitarem de autorização orçamentária. Também são recursos extraorçamentários do Estado a emissão monetária e outras entradas compensatórias em ativos e passivos financeiros. São igualmente classificados dessa forma os recursos que não são de titularidade do Estado, mas que são por ele custodiados como mero depositário, como é o caso dos depósitos em caução e das fianças.

Há também o que se denomina receitas parafiscais, que não compõem o Orçamento Fiscal, nem o Orçamento de Seguridade Social e de Investimento. Tratam-se das contribuições ao Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS e das contribuições ao chamado Sistema S (Senar, Sesi, Senai, Senac, SEC, Ingra, SDR, Sest, Senat e Sebrae).

As receitas públicas também são classificadas como originárias e derivadas. Essa classificação não está normatizada e diz respeito à classificação doutrinária sobre a origem das receitas. As receitas originárias são arrecadadas da exploração econômica do Patrimônio Público, como as rendas de patrimônio (mobiliário e imobiliário), os preços públicos, a prestação de serviços comerciais, a venda de produtos industriais e agropecuários, e as alienações. As receitas públicas derivadas seriam as obtidas a partir da tributação da atividade econômica privada, resultando do exercício da Soberania estatal. São previstos na Constituição Federal e regulamentados por meio de legislação financeiras que instituem os tributos e contribuições especiais (REZENDE, 2011).

A classificação das receitas orçamentárias se desdobra em outras duas categorias: receitas correntes e receitas de capital. Essa divisão tem fundamento na natureza econômica que lhes dá origem. A classificação por natureza econômica está prevista no parágrafo 4º, do artigo 11, da Lei n.º 4.320, de 1964, e tem relação com o fato gerador (atividade econômica objeto de tributação) que deu origem ao recurso.

A definição de receitas correntes[16] está prevista no parágrafo 1º, do artigo 11, da Lei n.º 4.320, 1964, que compreende as receitas tributárias, patrimonial,

[16] O Manual Técnico de Orçamento de 2018, da Secretaria do Planejamento, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, define essas categorias da seguinte maneira: "(i) Tributo compreende toda arrecadação instituída pelas entidades de Direito Público, compreendendo impostos, taxas e contribuições, nos termos da Constituição Federal e das leis de natureza financeira, que se destinam ao custeio de atividades gerais (impostos) ou específicas (contribuições e taxas). Os tributos estão previstos no artigo 145 e ss. da Constituição Federal. Especificamente com relação às contribuições sociais, econômicas e de interesse de

agropecuária, industrial, de serviços, que engloba serviços comerciais, financeiros, de transporte, de comunicação, de saúde, entre outros e outras, e, ainda, conforme dispõe a lei, as provenientes de recursos financeiros recebidos de outras pessoas de direito público ou privado, quando destinadas a atendes despesas classificáveis como despesas correntes (Transferências Correntes).

As receitas correntes são arrecadadas com regularidade e durante o exercício fiscal e, em geral, representam um acréscimo do Patrimônio Líquido.

A definição de receitas de capital[17] está no parágrafo 2º, do artigo 11, da Lei n.º 4.320/64, que diz que são as receitas provenientes da realização de recursos financeiros oriundos da constituição de dívidas, da conversão, em espécie, de bens e direitos, dos recursos recebidos de outros entes públicos ou privados, para atender despesas classificadas como Despesas de Capital. Têm origem nas operações de emissão de título da dívida pública, de operações de crédito com organismos oficiais, com rendimento de aplicações financeiras dos recursos do Ente Público, entre outras[18]. Constituem fluxos

---

categorias profissionais ou econômicas, trata o artigo 149 da Constituição Federal; (ii) a Receita Patrimonial tem por origem a fruição do patrimônio do próprio Estado, cuja forma se dá pela cobrança de aluguéis, por dividendos, por compensações financeiras/royalties, por concessões, entre outras; (iii) a Receita Agropecuária tem por origem a exploração de forma ordenada de recursos naturais vegetais em ambiente natural e protegido. Dentre as formas de exploração, estão compreendidas o cultivo agrícola, o cultivo de espécies florestais para produção de madeira, celulose e para proteção ambiental, de extração de madeira em florestas nativas, de coleta de produtos vegetais; (iv) a Receita Industrial tem por origem os resultados da atividade industrial desenvolvida pelo Estado, que envolvam a extração e a transformação de matérias primas, bem como a produção de e comercialização de bens industriais mecânicos, químicos e de transformação em geral; (v) as Receita de Serviços têm por origem a prestação de serviços de comércio, transporte, comunicação, hospitalares, armazenagem, recreativos, culturais, entre outros, realizados pelo Estado, com cobrança por meio de taxas ou tarifas; (vi) as Transferências Correntes têm por origem o recebimento de recursos de outros entes públicos de diferentes esferas ou entre entes públicos e privados e têm por destino a cobertura de despesas de manutenção ou funcionamento, que não envolvam contraprestação direta em bens e serviços àquele que transferiu os recursos. Em regra, a utilização de tais recursos está disciplinada pela Constituição Federal, ou por lei, ou por acordo".

[17] A redação de receita corrente consta também no Decreto Lei n.º 1.939, de 20 de maio de 1982.

[18] Manual Técnico de Orçamento de 2018, da Secretaria do Planejamento, do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, define essas categorias da seguinte maneira: "(i) Operações de Crédito: recursos financeiros oriundos da colocação de títulos públicos ou da contratação de empréstimos junto a entidades públicas ou privadas, internas ou externas; (ii) Alienação de Bens: ingressos financeiros provenientes da alienação de bens móveis, imóveis ou intangíveis de propriedade do ente público. O art. 44 da LRF veda 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, (iii) Amortização de Empréstimos: ingressos financeiros provenientes da amortização de financiamentos ou empréstimos que o ente público haja previamente concedido. Embora a amortização do empréstimo seja origem da categoria econômica Receitas de Capital, os juros recebidos associados ao empréstimo são classificados em Receitas Correntes / de Serviços / Serviços e Atividades Financeiras / Retorno de Operações, Juros e Encargos Financeiros, pois os juros representam a remuneração do capital; (iv) Transferências de Capital: recursos financeiros recebidos de outras pessoas de direito público ou privado destinados a atender despesas com investimentos ou inversões financeiras, independentemente da contraprestação direta a quem efetuou essa transferência. Por outro lado, a utilização dos recursos recebidos vincula-se ao objeto pactuado. Tais transferências ocorrem entre entidades públicas de diferentes esferas ou

intermitentes ou irregulares. O limite de receitas de capital oriundas de operações de crédito previstas na lei orçamentária é limitado ao montante das despesas de capital, por determinação do parágrafo 2º, do artigo 12, da LRF.

Os juros dos empréstimos a entes públicos constituem receita corrente, enquanto a amortização constitui receita de capital.

As receitas de capital, em geral, têm como contrapartida o surgimento de uma obrigação ou a extinção de um direito junto aos credores. Daí que, a despeito de aumentarem as disponibilidades do Estado, não produzem acréscimo ao seu Patrimônio Líquido. Pelo artigo 44, da LRF, ficou expressamente proibida a utilização de receitas de capital para a cobertura de despesas correntes, o que, como se verá a seguir, significou para o Estado a impossibilidade de realizar operações de crédito para financiar despesas primárias. A cobertura de despesas previdenciárias foi ressalvada da vedação.

O artigo 7º, da LRF, estabelece como receita de capital o resultado apurado do balanço do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas como receita orçamentária com dever de transferências até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais, Em caso de resultado negativo, cria-se obrigação do Tesouro Nacional com o Banco Central do Brasil, consignando-se dotação específica.

1.7.3 Dívida Pública como Despesa Orçamentária

Com relação às despesas orçamentárias, consta no artigo 12 da Lei n.º 4.320, de 1964, a definição por categorias econômicas das despesas públicas em correntes, que não implicam diretamente para a formação ou aquisição de um bem de capital, e despesas de capital, que implicam diretamente na formação ou aquisição de um bem de capital.

No artigo 13, da referida lei, consta a discriminação dos elementos que compõem as categorias econômicas de despesa. As despesas correntes compreendem despesas de custeio e transferências correntes.

---

entre entidades públicas e instituições privadas; (v) Outras Receitas de Capital: registram-se nesta origem receitas cujas características não permitam o enquadramento nas demais classificações da receita de capital, tais como resultado do Banco Central, remuneração das disponibilidades do Tesouro, entre outras."

Por despesas de custeio, entende-se a manutenção de serviços, a conservação de obras e adaptações de bens imóveis. Esses gastos envolvem despesas nos seguintes elementos: Pessoal Civil, Pessoal Militar, Material de Consumo, Serviços de Terceiros e Encargos Diversos.

O artigo 18, da Lei de Responsabilidade Fiscal, define como despesa total com pessoal o somatório dos gastos do ente da Federação com os ativos, os inativos e os pensionistas, relativos a mandatos eletivos, cargos, funções ou empregos, civis, militares e de membros de Poder, com quaisquer espécies remuneratórias, tais como vencimentos e vantagens, fixas e variáveis, subsídios, proventos da aposentadoria, reformas e pensões, inclusive adicionais, gratificações, horas extras e vantagens pessoais de qualquer natureza, bem como encargos sociais e contribuições recolhidas pelo ente às entidades de previdência. O artigo também estipula que as despesas com contratos de terceirização de mão de obra, em substituição de servidores e empregados públicos, são contabilizadas como Outras Despesas de Pessoal.

As Transferências Correntes compreendem as despesas que não têm contraprestação direta em bens ou serviços, compreendidas as subvenções sociais e econômicas. São seus elementos as Subvenções Sociais, Subvenções Econômicas, Inativos, Pensionistas, Salário Família e Abono Familiar, Juros e Encargos da Dívida Pública, Contribuições da Previdência Social e Diversas Transferências Correntes. Os Juros e Encargos da Dívida Pública compreendem o pagamento de juros, de comissões e outros encargos das operações de crédito internas e externas contratadas, bem como da dívida pública mobiliária. Trata-se do que se denomina Serviço da Dívida Pública e que aumenta o dispêndio em despesa corrente quanto menor for o prazo de vencimento da dívida pública e maior for o seu montante.

O artigo 17, da Lei de Responsabilidade Fiscal, cria outra categoria de despesa corrente, a partir do planejamento orçamentário. Trata-se da despesa obrigatória de caráter continuado, que é criada por lei, medida provisória ou ato administrativo normativo que fixem para o ente a obrigação legal de sua execução por período superior a dois exercícios. O artigo dispõe que esse tipo de despesa é criado e tem execução condicionada à apresentação de estimativa de impacto orçamentário e financeiro no exercício que entra em vigor; a comprovação de que a criação de despesa não afeta o cumprimento de resultados fiscais estipulados pelo Anexo de Metas Fiscais da Lei de Diretrizes

Orçamentárias[19], com exigência de compensação em aumento permanente de receitas, por meio de ampliação de base de cálculo, majoração ou criação de tributo ou contribuição, ou diminuição permanente de despesas nos exercícios seguintes. Estão ressalvadas de tais exigências as despesas do serviço da dívida pública e o reajuste de remuneração de servidores públicos.

As despesas obrigatórias criam uma vinculação entre receitas e despesas orçamentárias. O mecanismo foi consolidado pelo Lei de Responsabilidade Fiscal, no parágrafo único, do artigo 8º, e no inciso I, do artigo 50. Quando não estão vinculadas às despesas obrigatórias, as receitas são livremente alocadas para cumprimento das despesas ordinárias[20].

As despesas de capital compreendem (i) os investimentos, (ii) as inversões financeiras e (iii) as transferências de capital.

Os Investimentos têm como elementos de despesa as Obras Públicas, o Serviços em Regime de Programação Especial, os Equipamentos e Instalações, o Material Permanente, a Participação em Constituição ou Aumento de Capital de Empresas ou Entidades Industriais e Agrícolas.

As Inversões Financeiras têm como elementos a aquisição de imóveis ou bens de capital em utilização, a aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie, já constituídas, quando a operação não importe em aumento de capital, e a constituição ou aumento do capital de entidades ou empresas que visem a objetivos comerciais ou financeiras, incluídas as operações bancárias ou de seguros.

Por fim, são elementos de despesa das Transferências de Capital os investimentos ou inversões financeiras que outras pessoas de direito público ou privado devam realizar, independentemente de contraprestação direta em bens ou serviços, constituindo, conforme o texto da lei, em transferências de auxílios ou contribuições, nos termos da Lei Orçamentária. São igualmente Transferências de Capital a amortização da

---

[19] Trataremos sobre esse assunto no Capítulo II.

[20] Por força do artigo 91, do Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967, alterado pelo Decreto-Lei n.º 1.763, de 1980, existe autorização legal para que conste na Lei Orçamentária Anual uma dotação global de recursos, denominada Reserva de Contingência, que não se destina especificamente a nenhum órgão, unidade administrativa, programa ou categoria econômica. Os recursos dessa dotação podem ser utilizados para abertura de créditos adicionais. O instituto orçamentário do Crédito Adicional será estudado no Capítulo II.

dívida pública, que compreende o pagamento e/ou o refinanciamento do principal e da atualização monetária ou cambial da dívida pública interna ou externa, contratual ou mobiliária.

Com relação ao Refinanciamento da dívida pública, cabe explicitar que sua realização, também denominada “rolagem”, não envolve desembolso efetivo de dinheiro para pagamento, porque o que mecanismo consiste em substituição de títulos da dívida pública vincenda por títulos com prazo maior. Ou seja, ao invés da subtração do passivo financeiro, dá-se a sua renovação. Do ponto de vista contábil, os recursos do refinanciamento têm contraparte imediata em despesas de rolagem da dívida, em observância ao Princípio das Partidas Dobradas, o que não gera saldo. O limite ao refinanciamento do principal da dívida pública é dado pelo montante do final do exercício anterior, somado ao montante das operações de crédito autorizadas no orçamento para essa finalidade e efetivamente realizadas, acrescido de atualização monetária, como determina o parágrafo 4º, do referido artigo 29 (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

1.7.4 Dívida Pública e Superávit

O Orçamento Público prevê, por disciplina da Lei n. 4.320, de 1964, dois tipos de superávit na execução da lei anual do orçamento: do Orçamento Corrente ou Fiscal, previsto pelos parágrafos 2º e 3º, do artigo 11; e Superávit Financeiro, previsto pelo artigo 43, parágrafo 1º, inciso I, e parágrafo 2º.

O Superávit do Orçamento Corrente, ou Superávit Fiscal, é apurado do balanceamento total das receitas e despesas correntes. O seu saldo constitui Receita de Capital, embora a lei vede a existência de item de receita na lei orçamentária.

O conceito mais amplo que Superávit Fiscal é o de Superávit Primário, que se funda entre divisão de receitas e despesas primárias e compromissos da dívida pública. A receita primaria é calculada a partir da soma das receitas conceituadas como fiscais líquidas. Isto é, as receitas que não tem contraparte financeira, com por exemplo os ônus, os encargos e as devoluções de recursos. Esse conceito foi recepcionado no Brasil por assimilação da metodologia do Fundo Monetário Internacional, durante a década de 1980, por meio dos acordos que coordenaram a renegociação da dívida externa brasileira.

Nesse sentido, receita primária compreende a soma das receitas correntes e de capital, deduzidas as chamadas Receitas Financeiras. Estas são uma espécie de Receita

de Capital, cujos recursos têm contraparte em despesas de capital, em observância ao Princípio das Partidas Dobradas. Elas representam mutações patrimoniais que não alteram o patrimônio líquido. A origem das receitas e despesas financeiras são as operações de crédito internas e externas, as aquisições de títulos de capital, nas aplicações financeiras, de juros, de amortizações e de superávit financeiro. São as receitas e despesas relacionadas à emissão e rolagem da dívida pública, as aplicações no mercado financeiro e as receitas oriundas de privatizações.

A seu turno, despesas primárias são as despesas correntes, deduzido o Serviço da Dívida Pública.

Superávit financeiro vem a ser a diferença positiva entre o ativo e o passivo financeiros, apurada ao final do exercício, considerados os saldos das dotações que não foram oneradas durante a execução orçamentária, nem foram destinadas à cobertura de restos a pagar, e as operações de crédito a ele vinculadas. O superávit financeiro é destinado à amortização da dívida pública federal.

É importante ressaltar que o saldo das receitas primárias computadas pode alcançar receitas legalmente vinculadas. Nesse caso, os recursos ficam depositados na Conta Única do Tesouro Nacional e são remunerados pela taxa oficial. E devem ser destinados, no exercício seguinte, ao cumprimento da vinculação legal. Observado o controle exercido pela regra da despesa obrigatória, o saldo do superávit financeiro é integrado no cálculo do superávit primário, para fins de cumprimento de Meta Fiscal, que, conforme veremos no Capítulo II, trata-se de instituto jurídico de planejamento orçamentário e fiscal orientado para o controle e a responsabilidade fiscais.

Uma das formas de se dar efetivo cumprimento das despesas de capital, especificamente no que diz respeito à amortização da dívida pública, diz respeito ao mecanismo da Desvinculação de Receitas da União, que é operado pela alteração do artigo 76[21] do Ato das Disposições Transitórias Constitucionais. Essa alteração permite que os recursos das receitas vinculadas tenham destinação diversa daquela prevista pela lei, e possam formar o superávit primário do Governo.

[21] Art. 76. São desvinculados de órgão, fundo ou despesa, até 31 de dezembro de 2023, 30% (trinta por cento) da arrecadação da União relativa às contribuições sociais, sem prejuízo do pagamento das despesas do Regime Geral da Previdência Social, às contribuições de intervenção no domínio econômico e às taxas, já instituídas ou que vierem a ser criadas até a referida data. (Redação dada pela Emenda constitucional nº 93). § 1º (Revogado); § 2° Excetua-se da desvinculação de que trata o caput a arrecadação da contribuição social do salário-educação a que se refere o § 5º do art. 212 da Constituição Federal; § 3º (Revogado).

Atualmente, a Emenda Constitucional n.º 93, de 2016, estabelece a desvinculação de 30% (trinta por cento) de recursos obtidos pela cobrança de taxas, contribuições econômicas e contribuições sociais, ressalvadas as contribuições sociais de empregado e do trabalhador para os Regimes de Previdência Social Geral e Próprio do Servido Público, bem como a contribuição social de salário educação.

1.7.5 As rubricas orçamentárias da Dívida Pública

Na Lei Orçamentária Anual, as receitas e as despesas relativas à dívida pública mobiliária e contratual devem constar de forma discriminada, por força do parágrafo 1º, do artigo 5º, da LRF. O refinanciamento da dívida pública mobiliária também deve conter dotação específica, conforme o parágrafo 2º, do mesmo artigo. A discriminação entre amortização e refinanciamento, prevista pela LRF, teve o condão de elucidar a diferença de uso dos recursos fiscais na amortização e na rolagem da dívida pública. Isso porque, antes, por não haver diferenciação entre pagamento e "rolagem", havia uma distorção na compreensão do impacto da Dívida Pública sobre as finanças.

A disciplina das rubricas de receitas orçamentárias é regulamentada por uma série de portarias, publicadas anualmente pelos órgãos responsáveis pelo planejamento e execução orçamentários. A partir do "*Ementário de Classificação das Receitas Orçamentárias da União*", publicado no ano de 2010, pela Secretaria de Orçamento Federal, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, que consolida todas as rubricas de receitas, destacamos as seguintes fontes de receitas orçamentárias destinadas ao pagamento da dívida pública:

- Receitas Correntes:

(i) Recursos ordinários: que compõem o cálculo do superávit primário do governo federal;

(ii) Recursos de concessões: que compõem o cálculo do superávit primário do governo federal;

- Receitas de Capital:

(iii) Resultado Positivo do Banco Central do Brasil: apurado semestralmente, em balanço patrimonial, e transferido assim que aprovado pelo Conselho Monetário Nacional;

(iv) Retorno do Refinanciamento de Dívida de Médio e Longo Prazos: pagamento de estados, municípios e empresas ou ex-empresas estatais do governo federal, originado de endividamento por este assumido no âmbito de renegociação da dívida externa;

(v) Reforma Patrimonial – Alienação de Bens: recursos da venda de ações ou quotas de empresas públicas, com transferência de controle acionário (privatizações);

(vi) Retorno do Refinanciamento da Dívida de Estados e Municípios: pagamento de estados e municípios ao governo federal, originado do endividamento assumido por este ente no âmbito da renegociação de suas dívidas internas em 1997, denominado superávit estrutural;

(vii) Remuneração da Conta Única do Tesouro;

(viii) Dividendos de empresas estatais, que compõem o cálculo do superávit primário do governo federal;

(ix) Recursos do Fundo de Amortização da Dívida (recursos da venda de ações ou quotas de empresas públicas, sem transferência de controle acionário);

(x) Recursos de emissão de títulos para pagamento do principal da dívida pública federal.

As rubricas de despesas orçamentárias, por sua vez, estão disciplinadas pela Portaria Interministerial n.º 163, de 4 de maio de 2001, editada pela Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério da Fazenda, em conjunto com a Secretaria do Orçamento Federal, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, que já foi diversas vezes atualizada. O instrumento normativo é a matriz vigente das categorias de receitas e de despesas orçamentárias.

No tocante às despesas correntes e financeiras, o normativo permite identificar os objetos de gasto listados abaixo. Com relação às despesas correntes:

(i) os Juros sobre a Dívida por Contrato, que se referem às operações de crédito efetivamente contratadas,

(ii) Encargos sobre a Dívida por Contrato, como taxas, comissões bancárias, prêmios, imposto de renda e outros encargos;

(iii) Juros, Deságios e Descontos da Dívida Mobiliária, que se refere à despesa com a remuneração real devida pela aplicação de capital de terceiros em títulos públicos;

(iv) Encargos sobre a Dívida Mobiliária, que diz respeito a custos de comissão, corretagem, seguro, etc., da dívida mobiliária;

(v) Encargos sobre Operações de Crédito por Antecipação da Receita, nos termos do artigo 165, parágrafo 8º, da Constituição Federal;

(vi) Obrigações decorrentes da Política Monetária, que trata da cobertura do resultado negativo do Banco Central do Brasil, apurado em balanço na periodicidade da lei;

(vii) Encargos pela Honra de Avais, Garantias, Seguros e Similares;

Quanto às rubricadas de despesa de capital, constam como elementos de amortização da dívida como transferência de capital:

(viii) Pagamento de Principal da Dívida Contratual Resgatado, que identifica a amortização efetiva do principal da dívida pública contratual, interna e externa;

(ix) Principal da Dívida Mobiliária Resgatado, que trata da amortização efetiva do valor nominal do título da dívida pública mobiliária, interna e externa;

(x) Correção Monetária ou Cambial da Dívida Contratual Resgatada, que trata dos custos de atualização do valor principal da dívida contratual externa e interna, efetivamente amortizado;

(xi) Correção Monetária ou Cambial da Dívida Mobiliária Resgatada, que trata dos custos de atualização do valor nominal do título da dívida pública mobiliária, efetivamente amortizado;

(xii) Correção Monetária da Dívida de Operações de Crédito por Antecipação de Receita;

(xiii) Principal Corrigido da Dívida Mobiliária Refinanciado, que trata do refinanciamento do principal da dívida mobiliária pública, interna e externa, inclusive correção monetária ou cambial, com recursos provenientes da emissão de novos títulos da dívida pública mobiliária;

(xiv) Principal Corrigido da Dívida Contratual Refinanciado, que trata do refinanciamento do principal da dívida pública contratual, interna e externa, inclusive correção monetária ou cambial, com recursos provenientes da emissão de títulos da dívida pública mobiliária.

A contabilização das despesas orçamentárias é feita de duas formas: pelo critério de caixa e pelo critério de competência.

O critério de caixa permite um controle maior do fluxo de pagamentos e recebimentos na Conta Única do Tesouro, desde as agências e caixas bancários, o que permite apurar eventuais saldos e déficits dessa conta. O controle do fluxo depositado e descontado na Conta Única do Tesouro permite aferir com maior precisão o impacto monetário das finanças públicas. Contudo, algumas reprogramações orçamentárias podem deslocar para o futuro eventuais despesas do governo, que são contabilizadas mas não representam um desembolso imediato da conta. Esse tipo de situação não permite conferir os saldos reais (REZENDE, 2011, p. 280-281).

O critério de competência contorna esse tipo de distorção do cálculo do saldo fiscal, que apura as despesas no momento de liquidação, isto é, quando há formação de direito subjetivo do credor (quando houve a transação econômica), independente do pagamento.

Como a dívida pública federal é majoritariamente mobiliária, e os instrumentos mobiliários servem também ao exercício das políticas monetária, creditícia e cambial, eventos que decorram dessas esferas podem influenciar as disponibilidades do Tesouro Público, como por exemplo, uma variação cambial que influencia a remuneração dos títulos públicos e resulte em maiores desembolsos do governo em curto espaço de tempo. Isso provocaria uma maior emissão monetária para enxugamento de excesso de liquidez e aumento da taxa de juros, o que aumentaria o endividamento público. Pelo critério de caixa, essas circunstâncias poderiam envolver enormes desembolsos pelo Governo, enquanto, pelo critério de competência, a distância temporal entre o registro da

emissão dos títulos e o seu pagamento permite uma melhor programação financeira, com a criação de fundos de provisionamento, o que atenua o impacto do pagamento de juros e de amortização, bem como de eventuais variações cambiais. No Brasil, a Secretaria do Tesouro Nacional adota o regime de competência. (REZENDE, 2011, p. 280).

1.8 Dívida Pública e as necessidades de financiamento

Os conceitos apresentados acima nos deram uma visão sobre como a dívida pública, estudada na primeira seção como originada pelas operações de crédito público, é tratada, do ponto de vista orçamentário, como fluxo e como estoque. Vimos como as regras sobre os fluxos financeiros do Estado se combinam com as regras de fluxos e estoques da Dívida Pública. Essa apresentação foi necessária para passarmos a tratar da Dívida Pública pela perspectiva estatística, que pavimentará nossa discussão para o tema do Capítulo II, que trata do ordenamento jurídico do controle do endividamento.

Nesta seção, passamos a considerar a dívida pública sob a ótica do equilíbrio entre receitas e despesas públicas, que vem a ser princípio de organização das finanças públicas. A tutela do equilíbrio fiscal é disciplinada por um quadro amplo de normas jurídicas que controlam o endividamento público, o que teremos oportunidade de tratar no próximo capítulo. Nesta seção, limitamo-nos a apresentar os conceitos utilizados para mensurar as necessidades de financiamento do Estado para atender ao equilíbrio orçamentário e que têm relevância para a formulação das políticas macroeconômicas.

De acordo com a alíne “b”, do artigo 48, da Lei n.º 4.320, de 1964, o equilíbrio fiscal é mensurado pelo equilíbrio entre as receitas e despesas correntes. Do balanceamento total de receitas e despesas correntes, deduz-se o resultado fiscal do governo: se positivo, forma o “superávit”, se negativo, o “déficit”. Esse resultado compõe no exercício seguinte receita ou despesa de capital.

O endividamento público surge, portanto, primeiro da necessidade de cobertura do fluxo negativo entre receitas e despesas correntes, que gera um “déficit”, e, em segundo lugar, forma um estoque que onera as contas públicas pelo seu serviço e sua amortização. Esse processo exige do Estado planejamento para garantir a execução das políticas públicas, cobrindo-se os déficits, e para sustentar as políticas macroeconômicas, uma vez que, como citamos, os instrumentos da dívida pública impactam na poupança nacional, no volume monetário e nas reservas internacionais.

Utiliza-se dois critérios para aferição das necessidades de financiamento do Setor Público: acima da linha, que se ocupa dos fluxos da dívida pública, e abaixo da linha, que trata das suas alterações do estoque e mensura seu impacto fiscal.

Preliminarmente, é necessário explicitar quais são as diferentes composições de Setor Público, para que possamos melhor compreender esses dois conceitos.

1.8.1 Setor Público

O conceito de Setor Público compreende as administrações diretas das esferas federal, estadual e municipal, bem como as administrações indiretas, como as autarquias e as fundações, as respectivas empresas estatais, o Banco Central e o Instituto Nacional de Seguridade Social.

Em suma, o conceito compreende as instituições não financeiras, os fundos públicos que não funcionam como intermediários financeiros (recursos oriundos de contribuições fiscais ou parafiscais), e empresa Itaipu Binacional.

Esse conceito também pode se desdobrar em diferentes composições e de acordo com uma escala Federativa. Vejamos:

(i) Governo Central, que compreende as contas do Tesouro Nacional, do Instituto Nacional de Seguridade Social e do Banco Central;

(ii) Governo Federal, que envolve as contas do Tesouro Nacional e do Instituto Nacional de Seguridade Social;

(iii) Governo Geral, que é composto pelas esferas Federal, Estadual, Distrito Federal e Municipal;

(iv) Governos Regionais, que compreende os Governos Estaduais, o Distrito Federal e os Municipais;

(v) Empresas Estatais, que compreende as empresas dos três níveis federativos.

Essas noções importam para a compreensão do cálculo da dívida. As diversas composições entre entes públicos e escalas federativas formam diferentes compostos de dívida pública e formam diferentes indicadores para o controle da gestão fiscal no país.

1.8.2 Resultado fiscal acima da linha

O critério de cálculo “acima da linha” explica os principais fluxos de receitas e despesas e dele decorrem os conceitos de (i) déficit nominal, (ii) déficit primário e (iii) déficit operacional.

1.8.3 Déficit nominal ou total

O déficit nominal ou total resulta do montante total de receitas e despesas, correntes e de capital, do ente público. Este cálculo inclui o serviço da dívida pública e pode ser calculado também pelo critério abaixo da linha, por compreender as restrições orçamentárias decorrentes dos custos do estoque da dívida pública. A conta, no entanto, pode ter distorções de natureza inflacionária, que afastam o resultado nominal de um resultado real, em razão da aplicação de correção monetária.

1.8.4 Déficit primário

O déficit primário resulta da diferença entre receitas e despesas não financeiras, isto é, não diz respeito exclusivamente às receitas e despesas correntes porque exclui da conta o pagamento de juros. A amortização da dívida pública compreende despesa financeira, portanto também não entra no resultado primário. Esse cálculo permite identificar as origens e fontes dos déficits totais e da dívida pública, que aumentam o seu estoque, por isso o adjetivo “primário”. No tempo, permite identificar as despesas com crescimento inercial, as que são e não são suscetíveis a cortes, as receitas que são ou não passíveis de majoração, etc. (ANDRADE, 2012, p. 13-19).

1.8.5 Déficit operacional

Em períodos de inflação alta, utiliza-se o conceito de déficit operacional. Equivale ao cálculo do déficit primário mais o pagamento de juros reais, deduzida a correção monetária. Esse cálculo procurar neutralizar os efeitos inflacionários sobre a percepção do déficit público, pois em contexto de alta inflação é possível que a remuneração dos títulos da dívida pública seja corroída pela taxa de inflação, diminuindo o

déficit nominal. Com o controle e a redução da inflação, o cálculo do déficit operacional se aproxima do cálculo do déficit nominal.

1.8.6 Resultado fiscal abaixo da linha

Com o critério abaixo da linha, observa-se a formação do déficit a partir da variação da dívida pública junto aos credores. Esse dado serve à designação das Necessidades de Financiamento do Setor Público – NFSP - que diz respeito à noção de Governo Geral e empresas públicas - e é calculada e divulgada pelo Banco Central do Brasil.

O conceito de NFSP surgiu na década de 1980, quando o Banco Central do Brasil, em respeito aos acordos firmados junto ao Fundo Monetário Internacional, passou a divulgar dados e análises sobre a relação entre o estoque da dívida pública e as restrições orçamentárias (REZENDE, 2011, p. 276).

Com o critério abaixo da linha, depreendem-se os conceitos de gestão do estoque da dívida pública, que são a (i) Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG, (ii) Dívida Líquida do Setor Público - DLSP, (iii) Divida Fiscal Líquida – DFL, (iv) Necessidade de Financiamento do Setor Público.

1.8.7 Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG

O conceito de Dívida Bruta do Governo Geral é resultado da soma dos passivos do Governo Federal, dos Governos Estaduais, do Distrito Federal e do Município, compreendendo os órgãos da Administração Direta e Indireta. São passivos junto a instituições financeiras públicas e privadas, descontadas as dívidas das empresas estatais.

Os passivos cujos credores sejam entes compreendidos no conceito de Governo Geral são deduzidos, como por exemplo ocorre nas aplicações de títulos públicos da Previdência Social, no Fundo de Amparo ao Trabalho e outros fundos, bem como quando há compensações entre Estados e Municípios.

Para fins de apuração da DBGG, são considerados fatos permutativos de passivos aqueles que representam apenas troca de valores entre duas ou mais contas, como por exemplo a compra de reservas internacionais com emissão de títulos em mercado aberto e a manutenção de parte do superávit primário em fundo público específico, ao

invés de utilização para pagamento da dívida. Em suma, esses passivos não alteram o Patrimônio Líquido do Governo (SILVA, MEDEIROS, 2009, p. 108).

Por ser geral, não computar os ativos e não permitir a aferição, qualidade e preço dos passivos, esse índice não serve como referência para a formulação da Política Fiscal. No entanto, ele é adotado pelo Fundo Monetário Nacional e serve de referência paras as agências internacionais de risco, muito embora não compreenda o vínculo entre o fluxo e o estoque da dívida pública, que baliza o esforço fiscal do governo e sua capacidade de pagamento.

A princípio, como o Banco Central do Brasil não compõe o conceito de Governo Geral, o uso dos ativos e passivos de sua titularidade não impactam imediatamente sobre o cálculo da Dívida Bruta do Governo Geral. Como o Banco se serve de títulos do Tesouro Nacional para executar a política monetária, conforme sua demanda por títulos aumente, maior será o impacto sobre o conceito de DBGG. No entanto, nem todos os títulos de sua carteira são efetivamente lançados em mercado.

Para apurar melhor quais títulos da dívida pública mobiliária efetivamente compõe o estoque, que efetivamente oneram os recursos fiscais, o Banco Central do Brasil publica o seu conceito próprio de DGBB, com discriminação dos títulos em poder do público, descontados os títulos livres de sua carteira.

O conceito de DGBB do Banco Central do Brasil permite aferir, por exemplo, como os títulos são utilizados para exercício da política monetária, por meio da realização das chamadas “operações compromissada”, que teremos oportunidade de analisar no Capítulo V. Em breve síntese, são operações realizadas pelo Banco Central do Brasil no curto prazo para controlar a liquidez monetária e que não aumentam o passivo do Tesouro Nacional; no médio e longo prazos, porém, o seu pagamento demanda a emissão de títulos por parte da Autoridade Fiscal.

Desse modo, incluiu-se no cálculo da DBGG a antecipação dos passivos criados por força da política monetária, por meio das operações compromissadas, antes mesmo que venham a ser cobertos por nova emissão de títulos públicos. Em tese, esse procedimento não aumenta o risco de necessidade de financiamento, porque há previsão legal de emissão de títulos para o refinanciamento da dívida pública e porque a taxa de juros praticada é oficial, o que aumenta a previsibilidade dos custos (SILVA, MEDEIROS, 2009, p. 108).

A DGBB também é calculada como Dívida Líquida do Governo Geral – DLGG, que considera os ativos e passivos do Governo Geral, incluindo a Previdência Social, contraídos com o setor privado não financeiro e financeiro, com o Sistema Financeiro Público e Privado - que compreende o Banco Central do Brasil -, e dívidas contraídas pelas empresas estatais.

1.8.8 Dívida Líquida do Setor Público - DLSP

O conceito de Dívida Líquida é dado pela soma de todas as obrigações financeiras do Setor Público – Governo Central (Tesouro Nacional, do Instituto Nacional de Seguridade Social e do Banco Central), Estados, Municípios e empresas estatais - de natureza mobiliária ou contratual, de origem interna ou externa, decorrente de depósitos compulsórios, operações compromissadas, gestão de reservas internacionais, de base monetária, deduzidos os ativos financeiros junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros públicos e privados.

Esse conceito leva em conta os ativos e os passivos financeiros do Banco Central, dentre eles as reservas internacionais como ativos, e a base monetária como passivo. A inclusão dos ativos do Banco Central não ocorre em outros países, somente no Brasil, que adota o conceito de Dívida Líquida do Setor Público para mensurar o grau de endividamento do Setor Público e que serve de orientação para a formulação e execução da Política Econômica e para mensurar o esforço fiscal.

Utiliza-se, usualmente, o conceito de DLSP em comparação com o índice do Produto Interno Bruto – PIB, para se verificar se o quanto o crescimento econômico comporta as necessidades de endividamento público e o cumprimento das metas fiscais previstas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias. O Anexo de Metas Fiscais, contido na LDO por força do artigo 4º da Lei de Reponsabilidade Fiscal, adota a relação DLSP/PIB para traçar perspectivas sobre a evolução, no ano corrente e nos três subsequentes, da taxa de juros real, do crescimento econômico e da meta de superávit primário para o Setor Público - noção esta que não abarca as instituições financeiras públicas, mas compreende do Banco Central do Brasil.

1.8.9 Dívida Fiscal Líquida - DFL

Utiliza-se o Dívida Fiscal Líquida para determinar o resultado fiscal do período. É utilizado desde o ano de 2001 e foi desenvolvido para depurar distorções no conceito de Dívida Líquida do Setor Público provocadas pela rubrica "Ajuste Patrimonial", que compreende os ativos e passivos que não criam fluxo de receita para fins de esforço fiscal, como as receitas de privatizações e os passivos contingentes já identificados e contabilizados, por exemplo, as dívidas reconhecidas do passado, entre outros itens (REZENDE, 2011).

Enquanto os recursos da privatização são abatidos da DLSP, as dívidas do passado, os chamados "esqueletos", a aumentam. A incorporação desses valores de ajuste patrimonial resulta na distorção do cálculo da NFSP. Quando o ajuste patrimonial tiver findo, haverá coincidência entre DLSP e DFL.

Porquanto persistam os fluxos de ajuste patrimonial, o conceito líquido de DFL permite verificar com maior precisão o ajuste da variação cambial sobre o estoque da dívida pública, o que confere uma melhor noção do fluxo de receitas e despesas. Esse fluxo guarda relação direta com o volume de reservas internacionais e seus efeitos, determinados pela variação cambial e pelo seu custo de carregamento, que é mensurado pela diferença entre os juros internacionais e os juros nacionais. A aferição dos fluxos é possível porque, como já explanado, o tratamento das reservas internacionais envolve a utilização dos regimes competência e de caixa (SILVA, MEDEIROS, 2009, p. 103).

1.8.10 Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP

É com base na DLSP que se calcula a Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP, conhecida como "*resultado nominal abaixo da linha*". Esse conceito apura o saldo pelo critério de competência, que independe da ocorrência, no período considerado, de pagamentos ou reembolsos, e contabiliza os encargos públicos na forma *pro rata*. Ela se refere à variação da DFL em dois períodos. No critério "abaixo da linha", a NFSP corresponde ao conceito de déficit nominal apurado pelo critério "acima da linha".

A NFSP é equivalente à variação do estoque da DLSP entre dois períodos. Esse estoque é formado pela Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi, que é apurado pelo Critério de Competência, em que os juros são contabilizados *pro rata*, apropriando valores devidos, independentemente da ocorrência de pagamento no período.

O critério de competência também é utilizado para o cálculo da Dívida Mobiliária Federal externa – DPMFe, embora, para fins de liquidação, o estoque da DPMFe seja gerido pelo critério de caixa, com contabilização de juros no momento do pagamento (REZENDE, 2011, p. 278).

Os principais ativos da Dívida Líquida do Setor Público – DLSP são: (i) as reservas internacionais do Banco Central do Brasil e (ii) os Fundos Públicos. Os principais passivos são: (i) a Dívida Pública Mobiliária Federal interna; (ii) a Dívida Pública Federal externa; (iii) a base monetária; e (iv) as operações compromissadas, sendo que as duas últimas constam no passivo do Banco Central do Brasil (SILVA, MEDEIROS, 2009, p. 109).

A NFSP pode se desdobrar em duas perspectivas: operacional e primária. No primeiro caso, são excluídas das necessidades de financiamento nominais a correção monetária que incide sobre a DFL, o que corresponde, no critério "acima da linha", ao conceito de déficit operacional; no segundo caso, fica excluído o pagamento de juros nominais, o que equivale ao déficit primário apurado no critério "acima da linha".

O conceito abrange o Setor Público não financeiro e o Banco Central, em razão da equivalência que se estabelece entre (i) fontes de geração de déficit e (ii) fontes de financiamento a partir desses dois parâmetros.

No que diz respeito às fontes de gastos, tem-se a diferença entre gastos financeiros e receitas financeiras, somados a dispêndios financeiros líquidos ou pagamento de juros líquidos (isto é, a diferença entre pagamentos e recebimentos de juros, ou receitas financeiras não deduzidas dessa conta) que incidem sobre os estoques da dívida pública, como a dívida interna contraída em moeda nacional, a dívida contratada em moeda estrangeira e a dívida contraída pelo Banco Central do Brasil. Somam-se os efeitos da suas respectivas taxas de juros e da variação cambial sobre as reservas internacionais sobre o patrimônio do banco.

Quando esse conjunto de elementos varia acima das receitas públicas, tem-se a formação de estoque de dívida pública. Essa variação pode se dar por aumento dos gastos correntes, pela queda de arrecadação ou por mudanças nas políticas monetária ou cambial, que podem alterar taxas de juros e de câmbio e impactar a composição do estoque da dívida pública e as obrigações decorrentes, como a remuneração dos títulos públicos lastreados pela taxa de juros ou cambial.

No tocante às fontes de financiamento público, tem-se na emissão e recompra de títulos da dívida mobiliária no mercado interno e no externo, bem como nos aportes do Tesouro Nacional ao Banco Central do Brasil, um importante mecanismo para mensurar a NFSP.

O Banco Central do Brasil ocupa uma posição estratégica na compreensão da interação entre a política fiscal e a política monetária. Em razão da função de garantidor de última instância do Governo e do Sistema Financeiro Nacional, o Banco Central do Brasil recebe do Tesouro Nacional aportes em títulos públicos. Além disso, é sua atribuição a emissão monetária. Pela compra e venda de títulos públicos, o Banco pode auferir ganhos que são destinados ao Tesouro Nacional, o que funciona como uma fonte indireta de recursos, ao passo que a emissão monetária, que produz a desvalorização dos títulos públicos, funciona como mecanismo direto de financiamento.

Os ganhos dessas operações podem gerar receitas consideráveis ao Tesouro Nacional. Como vimos na seção "Dívida pública na moldura do Orçamento Público", esse tipo de atividade gera para o Tesouro Nacional o denominado ganho decorrente de operações quase fiscais, ou recursos quase fiscais. Para que esse ganho seja transferido ao Tesouro, é importante compreender a interação entre o Balanço do Banco Central do Brasil com o Tesouro Nacional e as regras que disciplinam esse resultado. Esse instrumento permite compreender de que forma o conceito NFSP, moldado pela política fiscal e pelo endividamento público, está relacionado ao exercício da política monetária, creditícia e cambial (REZENDE, 2011, p. 276-277).

Trataremos detidamente da disciplina jurídica da relação entre Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil ao longo dos Capítulos II, III e V. Para o momento, apresentarmos alguns elementos que completam o conceito de NFSP.

Figuram no ativo do balanço do Banco Central do Brasil os títulos públicos aportados pelo Tesouro Nacional e as reservas internacionais, assim como os créditos do banco junto às instituições financeiras, como os créditos decorrentes do Programa de Reestruturação do Sistema Financeiro – PROER - que veremos no Capítulo II -, que diz respeito ao saneamento do setor financeiro promovido durante a década de 1990. As perdas e ganhos das operações realizadas pelo banco são descontadas do ativo. O passivo do banco é composto pelos depósitos dos bancos comerciais, pela base monetária e pelo pagamento de juros dos títulos públicos no mercado.

Duas ocorrências sobre as reservas cambiais têm importante impacto sobre o patrimônio do banco. Do ponto de vista do ativo do balanço, a variação cambial produz efeitos sobre o patrimônio do banco, à medida que altera o valor das reservas internacionais em termos de moeda nacional. Do ponto de vista do passivo, há o custo de remuneração das reservas, que é dado por uma taxa "implícita" calculada pela diferença entre taxa de juros de rendimento externo das reservas internacionais e os custos dos derivativos cambiais (swaps), aplicados internamente para cobertura de risco cambial na economia nacional.

1.9 Conclusão

O objetivo deste Capítulo I foi apresentar os conceitos da dívida pública como fenômeno jurídico, que justapõe a forma do negócio jurídico do crédito público, o tratamento como obrigação financeira pela perspectiva orçamentária, as noções de estoque e fluxos, e a formação de conceitos estatísticos.

Tratamos da Dívida Pública a partir de sua origem, o negócio jurídico do crédito público, cujos alicerces sinalagmáticos, vimos, transcendem os princípios contratuais e produzem efeitos por toda a ordem econômica e social. Nesse sentido, analisamos que a noção de confiança está no centro do negócio jurídico do crédito público, e equilibra a fronteira de regência entre princípios de ordem privada ou de princípios de ordem pública.

De um ponto de vista subjetivo, a crença dos agentes econômicos de que o Estado pagará o empréstimo de dinheiro é fundamental para a realização do crédito público em sentido estrito. A perspectiva, digamos assim, microjurídica do crédito público, pressupõe a confiança no compromisso estatal de adimplemento do negócio jurídico.

Essa noção de confiança ganha contornos objetivos à medida que translada para uma perspectiva macrojurídica, em que normas jurídicas vinculam a vontade estatal ao adimplemento dos negócios jurídicos. Nessa escala, as tensões entre os princípios de ordem pública e privada que regem o negócio jurídico do crédito público é reposta, e seus efeitos transcendem ao campo jurídico, porque alcançam as esferas econômica e social.

É importante reforçar que essa mudança de perspectiva ocorre sem que a moldura do negócio jurídico do empréstimo de dinheiro seja desnaturada. O crédito público cria a dívida pública justamente porque conserva a forma do negócio jurídico de

empréstimo de dinheiro, o que o torna inconfundível com outros negócios jurídicos regidos seja pelos princípios do Direito Privado, seja pelos princípios do Direito Público.

Pudemos demonstrar essa permanência da forma jurídica quando referimos às definições de operações de crédito contidas na Lei n.º 4.320, de 1964, e na Lei de Responsabilidade Fiscal, que trouxemos ao texto.

A despeito da conservação da forma jurídica, quando o contratante vem a ser o Estado, os efeitos são diversos daqueles produzidos pelos negócios jurídicos de crédito privado. A própria dimensão do Estado faz com que o volume de negócio alcance uma escala social, que produz efeitos sobre a liquidez monetária de toda a economia. Quando tratamos do instituto jurídico da moratória, ilustramos qual a relevância e a gravidade que o ato estatal pode alcançar para o mercado de crédito público.

Nesse sentido, tratamos do negócio jurídico do crédito público pela especificidade das formas contratual e mobiliária. A primeira, como vimos, conferiria a primazia da finalidade pública para a tomada de recursos emprestados, garantida pela confecção de cláusulas individualizadas, porquanto a outra, ao dispor da particularidade para assumir um padrão de homogeneidade do conteúdo contratual, permitiria uma maior escala e volume de negócios jurídicos de empréstimo de dinheiro. No bojo dessas considerações, mencionamos as tipificações da dívida pública como nacional e internacional, bem como sua escala federativa, com as designações das esferas Federal, Estadual e Municipal.

Visitadas as questões sobre a conservação da forma jurídica do negócio de crédito público, avançamos o estudo para compreender a sua passagem para as normas jurídicas financeiras orçamentárias, que disciplinam a vontade estatal no manejo do patrimônio público e das riquezas tomadas por empréstimo.

Vimos que os efeitos do negócio jurídico do crédito público são traduzidos em termos orçamentários pelas classificações da Lei n.º 4.320, de 1964, e da Lei de Responsabilidade Fiscal. As categorias orçamentárias ganham relevância por garantirem a gestão do patrimônio público e conservarem a sua diferença com os recursos emprestados, a despeito da sua reunião na Conta Única do Tesouro.

No intervalo das categorias de receitas e despesas orçamentárias, a Dívida Pública ganha a feição de uma obrigação financeira, em que ora o Estado ocupa o polo passivo, ora o polo ativo. As obrigações financeiras são tratadas por noções de estoque e fluxo: Dívida Consolidada e Dívida Flutuante. As operações de crédito em sentido estrito

constituem os compromissos de longo prazo e formam a chamada Dívida Consolidada. A Dívida Flutuante, por sua vez, tem, no intervalo de um exercício fiscal, as AROs como fonte de dívidas formadas para a cobertura de caixa, e, na fronteira entre os exercícios fiscais, os Restos a Pagar, como fonte de obrigação financeira de natureza orçamentária. Essas operações dão azo ao surgimento de outras obrigações financeiras de caráter acessório, como as garantias e contragarantias.

Ainda dentro da fronteira das normas orçamentárias, vimos como a racionalidade orçamentária se impõe sobre o tema da dívida pública. Em meio ao conjunto de fontes estatais, os recursos das operações de crédito são tratados como receitas de capital, enquanto as despesas são divididas entre correntes e de capital. Os juros e encargos são tratados como despesas correntes, ao passo que a amortização e o refinanciamento do principal são tratados como despesas de capital. As rubricas orçamentárias orientam a maneira como fluxo e estoque da dívida pública são tratados.

No seio das regras orçamentárias, surge o esforço fiscal para abatimento do estoque de dívida pública. Vimos que existem dois tipos de superávit previstos pela Lei n.º 4.320, de 1964, o fiscal e o financeiro, que obedecem às regras de vinculação e desvinculação de rubricas orçamentárias condicionam. Vimos que o conceito de superávit primário foi adotado por assimilação da metodologia do Fundo Monetário Nacional, com objetivo de diminuir o estoque de dívidas públicas, conservado o pagamento de seu serviço.

Essa passagem nos permitiu compreender o tratamento estatístico da dívida pública a partir das finanças públicas, pelas suas diversas denominações e relações com as necessidades de financiamento do Estado vis a vis o Produto Interno Bruto.

No todo, esses conceitos nos conduzem ao eixo deste trabalho, e nos permitem avançar sobre a disciplina jurídica da dívida pública, desta vez, à luz da Constituição Federal. Aprofundaremos, dessa maneira, a compreensão dos mecanismos de controle do endividamento público e prepararemos o caminho para compreensão da racionalidade que permeia o estatuto jurídico da dívida pública na fronteira entre as Finanças Públicas e Privadas.

CAPÍTULO II – CONTROLE DO ENDIVIDAMENTO NO ORDENAMENTO JURÍDICO

Neste Capítulo, trataremos dos mecanismos de controle do endividamento público, que complementam o estatuto jurídico orçamentário da dívida pública estudado no Capítulo anterior. Veremos que as normas de controle do endividamento estão fixadas desde a Constituição Federal e se projetam por toda a Federação. Nesse plano, a tutela da dívida pública envolve a compreensão da divisão de competências normativas, os instrumentos de intervenção política e administrativa, os mecanismos de transparência e controle de contas, e o manejo das regras orçamentárias. No plano infraconstitucional, veremos como o controle do endividamento estabelece uma lógica de desempenho para as Finanças Públicas, com vistas a manter, sob o desígnio da responsabilidade fiscal, a manutenção de um nível de atividade estatal compatível com os fluxos e estoques da dívida pública. Essa tutela se perfaz pela tipificação penal de condutas que firam a gestão orçamentária.

2.1 As competências atribuídas pela Constituição Federal

A Constituição Federal atribui à União, em seu artigo 21, a competência legislativa exclusiva – portanto, não autoriza delegação a outro ente - para disciplinar juridicamente a emissão monetária, administrar as reservas cambiais do País, fiscalizar as operações de natureza financeiras, em especial as operações de crédito, de câmbio e de capitalização, bem como as de seguros e de previdência privada.

No artigo 22, consta, entre outros temas, como competência legislativa privativa da União – portanto, que pode ser delegável – matéria que verse sobre o sistema monetário e de medidas, títulos e garantias dos metais (inciso VI); da política de crédito, câmbio, seguros e transferência de valores (inciso VII); o sistema de poupança, captação e garantia da poupança popular (inciso XIX).

O artigo 24 dispõe da competência legislativa concorrente da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, para a criação de normas de direito financeiro (inciso I) e orçamentário (inciso II), restringindo a competência da União ao estabelecimento de normas de caráter geral (parágrafo 1º), sem excluir dos Estados a criação suplementar de normas gerais (parágrafo 2º). As disposições gerais contidas em lei

federal têm por efeito a suspensão da eficácia de normas estaduais em sentido contrário (parágrafo 4º).

No artigo 234, do Ato das Disposições Transitórias Constitucionais, está disposta vedação à União de assumir encargos e amortização da dívida interna e externa da administração pública, na forma direta ou indireta, quando criado novo Estado.

Além disso, consta no texto constitucional atribuição à União para realizar a desapropriação de imóveis rurais para fins de reforma agrária, por meio de títulos da dívida agrária, com resgate em até vinte anos, com disposição da lei orçamentária anual acerca do volume de títulos emitidos para esse fim.

O artigo 151 estabelece vedação à União de cobrar imposto de renda sobre as obrigações da dívida pública dos Estados, do Distrito Federal, e dos Municípios.

Os mecanismos previstos pela constituição para operar as finanças públicas estão contidos nas hipóteses de processo legislativo, contidas no artigo 59, que compreende as leis ordinárias, as leis complementares, as emendas constitucionais, as leis delegadas, as medidas provisórias, os decretos legislativos, e as resoluções.

As emendas constitucionais têm por objeto a alteração da Constituição[22], podem ser propostas por um terço, no mínimo, dos membros da Câmara dos Deputados ou do Senado Federal, com votação em dois turnos e aprovação de três quintos dos votos de cada Casa. Ela também pode ser proposta pelo Presidente da República.

As leis ordinárias e complementares podem ser propostas por qualquer membro ou Comissão da Câmara dos Deputados, do Senado Federal ou do Congresso Nacional, pelo Presidente da República, pelo Supremo Tribunal Federal, pelos Tribunais Superiores, pelo Procurador Geral da República, e pelos cidadãos por iniciativa popular.

As leis ordinárias são aprovadas por maioria simples pelos membros das duas Casas. As leis complementares são aprovadas por maioria absoluta pelos membros das duas Casas. Por maioria absoluta, considera-se a metade mais um do total de membros de uma Casa. Por maioria simples, compreende-se a metade mais um dos presentes, quando as sessões são abertas pela maioria absoluta dos membros de uma Casa.

No artigo 163, consta que lei complementar deve tratar sobre matéria de finanças públicas, dívida pública externa e interna, incluídas a das autarquias, fundações e demais entidades; a concessão de garantias pelas entidades públicas; a emissão e o resgate de títulos da dívida pública; a fiscalização financeira da administração pública direta e

[22] Ressalvadas a forma federativa de Estado, o voto direto, secreto, universal e periódico, a separação dos Poderes, e os direitos e garantias individuais.

indireta; as operações de câmbio realizadas por órgãos e entidades da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; a compatibilização das funções das instituições oficiais de crédito da União, resguardadas as características e condições operacionais plenas das voltadas ao desenvolvimento regional.

O artigo 165 reserva à lei complementar o tratamento de matérias que versem sobre o exercício financeiro, a vigência, os prazos, a elaboração e a organização do plano plurianual, da lei de diretrizes orçamentárias e da lei orçamentária anual; que versem sobre normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta, bem como das condições para a instituição e funcionamento dos fundos; para dispor sobre crédito para execução equitativa, além de procedimentos previstos para quando houver impedimentos de ordem legal ou técnica, cumprimento de restos a pagar e limitação de programações de caráter obrigatório.

Os projetos de lei que versem sobre o plano plurianual, as diretrizes orçamentárias e o orçamento anual, bem como dos créditos adicionais, são apreciados pelas duas Casas do Congresso Nacional, com envio dos projetos pelo Presidente da República à Câmara dos Deputados.

Leis delegadas são elaboradas pelo Presidente da República, por delegação do Congresso Nacional. Não são objeto de delegação, dentre outras hipóteses, os planos plurianuais, as diretrizes orçamentárias e os orçamentos, que são de iniciativa do Poder Executivo.

A Medida Provisória tem força de lei e deve ser submetida à apreciação do Congresso Nacional, para aprovação das duas Casas, com conversão da medida em lei, no prazo de sessenta dias. Caso não seja convertida em lei, a medida é prorrogável uma única vez por igual período. Seus efeitos devem ser regulamentados pelo Congresso Nacional por meio de Decreto Legislativo. Não preenchidos esses dois requisitos, ela perde eficácia. A Constituição Federal veda expressamente a edição de medida provisória que tenha por objeto os planos plurianuais, as diretrizes orçamentárias, os orçamentos e créditos adicionais.

A Presidência da República tem competência privativa para enviar ao Congresso Nacional o plano plurianual, o projeto de lei de diretrizes orçamentárias e as propostas de orçamento anual, bem como a apresentar, ao Congresso Nacional, a prestação anual de contas do exercício anterior, em até sessenta dias após a abertura da sessão legislativa. Também é de sua competência a propositura de projeto de lei complementar

que disponha sobre matéria orçamentária, conforme dispõe o artigo 61, inciso II, alínea b, da Constituição Federal. Em casos de urgência, configurada a necessidade de realização de despesas imprevisíveis e urgentes, decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública, o Presidente da República pode propor Medida Provisória para abertura de crédito extraordinário. Todos os Projetos da Presidência da República devem ser apresentados, inicialmente, para a Câmara dos Deputados, conforme dispõe o artigo 64.

O desrespeito à lei orçamentária constitui uma das hipóteses de crime de reponsabilidade do Presidente da República, previstas pelo artigo 85.

O Congresso Nacional é incumbido, pelo artigo 48 da Constituição Federal, da elaboração, com sanção do Presidente da República, dentre outras matérias de competência da União, (i) do plano plurianual, das diretrizes orçamentárias, orçamento anual, operações de crédito, dívida pública e emissões de curso forçado (inciso II); (ii) de dispor sobre matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações (inciso XIII) e de moeda, seus limites de emissão, e (iii) montante da dívida mobiliária (inciso XIV).

Na hipótese em que o Presidente da República não apresenta as contas ao Congresso Nacional, dentro de sessenta dias após a abertura da sessão legislativa, a Câmara dos Deputados tem competência privativa para proceder à tomada de contas, conforme o artigo 51, inciso II.

Com relação ao Senado Federal, compete, privativamente, segundo o artigo 52:

(i) autorizar as operações externas de natureza financeira, de interesse da União, Estados, Distrito Federal, Territórios e Municípios (inciso V);

(ii) fixar os limites globais para o montante da dívida pública consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, a partir de proposta do Presidente da República (inciso VI);

(iii) dispor sobre os limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo Poder Público federal (inciso VII);

(iv) dispor sobre os limites e condições para concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno (inciso VIII);

(v) estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios (inciso XIX).

O Senado Federal também é competente para, conforme inciso III, parágrafo 3º, artigo 182, dispor sobre a emissão de títulos de dívida pública pelos Municípios para fins indenização de imóveis urbanos desapropriados por força do cumprimento dos parâmetros de uso do solo urbano, com prazo de resgate de dez anos em parcelas anuais, iguais e sucessivas, assegurados o valor real da indenização e os juros legais.

Os limites sobre o endividamento público regulamentados pelo Senado Federal não se aplicam sobre o pagamento de precatórios, cujo regime está constitucionalmente disciplinado pelos artigos 100 e 101, e não são objeto do presente estudo.

2.2 Regra Ouro do Endividamento

A denominada Regra de Ouro está prevista no artigo 167, inciso III, da Constituição Federal, e trata da vedação ao endividamento público por meio da realização de operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital do exercício fiscal. O dispositivo ressalva do limite as operações de crédito autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.

Na prática, significa que o Poder Público, quando na etapa de planejamento orçamentário, não tem autorização para endividar para cobrir ou expandir despesas correntes. Somente pelo mecanismos dos créditos suplementares, que veremos abaixo, o montante de operações de crédito pode ultrapassar o montante de despesas de capital.

Além disso, as AROs não são computadas para cálculo do limite constitucional de endividamento, segundo o parágrafo 1º, do artigo 38, da LRF, desde que a liquidação se dê até o dia dez de dezembro do ano.

2.3 Controle e Transparência sobre as Contas Públicas

O controle de natureza contábil, orçamentário, operacional e patrimonial da União e das entidades da administração direta e indireta, é realizado por mecanismos internos e externos. O Tribunal de Contas da União é o principal órgão que auxilia o Congresso Nacional a exercer o acompanhamento e o controle sobre o endividamento público gerido pelo Poder Executivo.

O controle se estende, segundo os artigos 70 e seguintes, da Constituição Federal, a qualquer pessoa física ou jurídica, pública ou privada, que utilize, arrecade, guarde, gerencie ou administre dinheiros, bens e valores públicos ou pelos quais a União responda, ou que, em nome desta assuma obrigações pecuniária.

O controle interno deve ser exercido por cada poder e de forma integrada com os outros Poderes, segundo o artigo 74, da Constituição Federal, com finalidade, *in verbis*, de (i) avaliar o cumprimento das metas previstas pelo plano plurianual, a execução dos programas de governo e dos orçamentos da União; (ii) comprovar a legalidade e avaliar os resultados da gestão orçamentária, financeira e patrimonial dos órgãos e entidades da administração federal, bem como a aplicação de recursos públicos por entidades de direito privado, quanto à eficácia e a eficiência; e (iii) apoiar o controle externo. O controle interno também se estende às operações de crédito, avais e garantias, e direitos e haveres da União.

O controle externo é exercido pelo Congresso Nacional, com o auxílio do Tribunal de Contas da União[23]. O artigo 166, parágrafo 1º, dispõe sobre o funcionamento

[23] A lista de atribuições do Tribunal de Contas da União é extensamente discriminada no artigo 71, que atribui ao órgão competência para, *in verbis*, (i) apreciar as contas prestadas anualmente pelo Presidente da República, por meio de parecer prévio que deve ser elaborado em sessenta dias do recebimento das contas; (ii) julgar as contas dos administradores e demais responsáveis por dinheiros, bens e valores públicos da administração direta e indireta, incluídas as fundações e sociedades instituídas e mantidas pelo Poder Público federal, e as contas daqueles que derem causa a perda, extravio ou outra irregularidade de que resulte prejuízo ao erário público; (iii) registrar e apreciar a legalidade dos atos de admissão de pessoal, a qualquer título, na administração direta e indireta, incluídas as fundações instituídas e mantidas pelo Poder Público, excetuadas as nomeações para cargo de provimento em comissão, bem como a das concessões de aposentadorias, reformas e pensões, ressalvadas as melhorias posteriores que não alterem o fundamento legal do ato concessório; (iv) realizar, por iniciativa própria, da Câmara dos Deputados, do Senado Federal, de Comissão técnica ou de inquérito, inspeções e auditorias de natureza contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial, nas unidades administrativas dos Poderes Legislativo, Executivo e Judiciário, e demais entidades referidas no item (ii); (v) fiscalizar as contas nacionais das empresas supranacionais de cujo capital social a União participe, de forma direta ou indireta, nos termos do tratado constitutivo; (vi) fiscalizar a aplicação de quaisquer recursos repassados pela União mediante convênio, acordo, ajuste ou outros instrumentos congêneres, a Estado, ao Distrito Federal ou a Município; (vii) prestar as informações solicitadas pelo Congresso Nacional, por qualquer de suas Casas, ou por qualquer das respectivas Comissões, sobre a fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial e sobre resultados de

de uma Comissão Mista permanente, composta por membros das duas Casas do Congresso Nacional, a apreciação dos projetos de lei relativos ao plano plurianual, às diretrizes orçamentárias, à lei orçamentária anual e aos créditos adicionais, a apreciação sobre as contas apresentados pelo Presidente da República, e o acompanhamento e a fiscalização orçamentária.

Cabe aos Tribunais de Contas alertar os Poderes quando constatado algum desrespeito a limites e condições. A fiscalização sobre o cumprimento de normas de desempenho e sobre a adequação aos limites legais tem por orientação a observância das metas previstas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias. O que reforça o controle sobre a performance da gestão financeira do Estado à manutenção dos fluxos e estoques da dívida pública.

Esse controle sobre a gestão orçamentária alcança os pormenores dos limites e condições de operações de crédito, de inscrição em restos a pagar, das medidas para retorno da despesa total com pessoal aos limites estabelecidos, bem como das providências de recondução ao limite das dívidas consolidada e mobiliária; da destinação dos recursos oriundos de alienações de ativos, etc.. No caso da dívida consolidada e mobiliária, o órgão fiscaliza a sua realização e, quando as operações de crédito e concessões de garantia superam 90% (noventa por cento) acima dos respectivos limites, recomenda medidas de adequação aos parâmetros.

A atuação dos órgãos de controle se faz por orientação do princípio constitucional da Transparência, que orienta o planejamento financeiro do Estado, conforme o parágrafo 3º, do artigo 165, e o artigo 71, da Constituição Federal. Esse princípio se desdobra nas regras de transparência da gestão fiscal contidas no intervalo dos artigos 48 a 56, da Lei Complementar n.º 101, de 2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal.

Os instrumentos de planejamento orçamentário que trataremos na seção seguinte - Plano Plurianual, Lei de Diretrizes Orçamentárias e Lei Orçamentária Anual - compõem, junto com as prestações de contas, o Relatório Resumido da Execução Orçamentária e o Relatório de Gestão Fiscal, o conjunto de instrumentos de transparência

---

auditorias e inspeções realizadas; (viii) aplicar aos responsáveis, em caso de ilegalidade de despesa ou irregularidade de contas, as sanções previstas em lei, que estabelecerá, entre outras cominações, multa proporcional ao dano causado ao erário; (ix) assinar prazo para que o órgão ou entidade adote as providências necessárias ao exato cumprimento da lei, se verificada ilegalidade; (x) sustar, se não atendido, a execução do ato impugnado, comunicando a decisão à Câmara dos Deputados e ao Senado Federal; (xi) representar ao Poder competente sobre irregularidades ou abusos apurados. As regras de organização, composição e fiscalização do Tribunal de Constas da União também se aplicam aos Tribunais de Contas dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

de gestão fiscal. As regras que disciplinam a prestação de contas têm base na escrituração contábil. São dois os instrumentos utilizados para esse fim: (i) relatório resumido de execução orçamentária e (ii) relatório de gestão fiscal. Durante a vigência do exercício fiscal, o Poder Executivo é obrigado a publicar os relatórios resumidos de execução orçamentária, em até trinta dias após o encerramento de cada bimestre.

A produção de tais documentos deve observar as regras previstas pelo artigo 50, da Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabelece os seguintes requisitos de contabilidade: (i) o registro próprio e escrituração individualizada das disponibilidades de caixa, com identificação dos recursos vinculados a órgão, fundo ou despesa obrigatória; (ii) o registro, pelo regime de competência, das despesas e da assunção de compromissos, com apuração complementar dos resultados dos fluxos financeiros de caixa; (iii) discriminação das transações e operações de cada órgão, fundo ou entidade da administração direta, autárquica e fundacional, incluídas as empresas estatais dependentes, apuradas de forma isolada e de forma conjunta; (iv) demonstrativos financeiros e orçamentários específicos das receitas e despesas previdenciárias; (v) escrituração das formas de financiamento, compreendidas as operações de crédito, restos a pagar e outros compromissos com terceiros, evidenciando o montante e a variação da dívida pública no período, com discriminação da natureza das operações e o tipo de credor; (vi) demonstração das variações patrimoniais, com destaque à origem e ao destino dos recursos provenientes de alienações de ativos.

Consta, no artigo 50, que as despesas e a assunção de compromissos devem ser registradas segundo o regime de competência, com apuração, em caráter complementar, dos resultados dos fluxos financeiros pelo regime de caixa; as operações de crédito, as inscrições em restos a pagar e as demais formas de financiamento ou assunção de compromisso junto a terceiros, que devem ser escrituradas de modo a evidenciar o montante e a variação da dívida pública no período, detalhando, pelo menos a natureza e o tipo de credor.

Cabe ao Poder Executivo da União, segundo o artigo 51, promover a consolidação das contas dos entes da Federação, nacional e por esfera de governo, relativas ao exercício anterior, até 30 de junho, com divulgação de meio eletrônico.

O descumprimento da entrega das contas pelos Municípios até trinta de abril, e pelos Estados até trinta e um de maio, implica em vedação à realização de

operações de crédito, salvo as destinadas ao refinanciamento do principal da dívida mobiliária, e o recebimento de transferências voluntárias.

Os prazos para que os entes da Federação entreguem suas contas ao Poder Executivo da União são: (i) até trinta e um de maio para Estados e Distrito Federal, (ii) até trinta de abril, para Municípios. O descumprimento de tais prazos implica, até a regularização, na suspensão de transferências voluntárias e na contratação de operações de crédito, ressalvadas as destinadas ao refinanciamento do principal atualizada da dívida mobiliária.

O Relatório Resumido de Execução Orçamentária é uma exigência constitucional, prevista pelo parágrafo 3º, do artigo 165, da Constituição Federal, e abrange todos os Poderes e o Ministério Público. Deve ser publicado até trinta dias após o encerramento de cada bimestre. O artigo 52, da Lei de Responsabilidade Fiscal, estabelece que ele deve conter: (a) balanço orçamentário, com especificação das receitas por fonte e das despesas por grupo de natureza; (b) demonstrativos das receitas por categoria econômica e fonte e despesas por categoria econômica. Em ambos, os valores referentes ao refinanciamento da dívida pública devem estar destacados nas receitas de operações de crédito e nas despesas com amortização da dívida. Acompanham o documento os demonstrativos (i) de receita corrente líquida e sua previsão até o final do exercício; (ii) receitas e despesas previdenciárias, (iii) resultados nominal e primário; (iv) despesas com juros; (v) restos a pagar em valores inscritos, pagamentos realizados e montante a pagar. No último bimestre, devem constar também demonstrativos que (vi) demonstrem o cumprimento da regra ouro; (vii) projeções atuariais dos regimes de previdência social, geral e próprio dos servidores públicos; e (viii) a variação patrimonial, evidenciando alienação e aplicação dos recursos dela decorrentes.

O Relatório de Gestão Fiscal é emitido e assinado, ao final de cada quadrimestre, pelos titulares de cada Poder e pelo Ministério Público, e pelas autoridades responsáveis pela administração financeira, e deve ser publicado até trinta dias após o encerramento do exercício fiscal, com ampla divulgação.

Nele, constam: (i) comparativo com os limites previstos pela Lei de Responsabilidade Fiscal quanto a (a) despesa total com pessoal, com distinção de inativo e pensionistas; (b) dívidas consolidada e mobiliária; (c) concessão de garantias; (d) operações de crédito, inclusive por antecipação de receita; (ii) indicação das medidas adotadas quando o limite é ultrapassado; (iii) no último quadrimestre, demonstrativo do (a)

do montante das disponibilidades de caixa em trinta e um de dezembro; (b) da inscrição em Restos a Pagar, das despesas liquidadas, empenhadas e não liquidadas, empenhadas e não liquidadas, inscritas até o limite do saldo da disponibilidade de caixa, não inscritas por falta de disponibilidade de caixa e cujos empenhos foram cancelados, do cumprimento da vedação a operações de crédito por antecipação de receita orçamentária no ano de mandato.

Há outros instrumentos de transparência fiscal que permitem compreender de forma mais ampla e cotidiana a gestão de fluxos e de estoques da dívida pública, conferindo maior previsibilidade à gestão fiscal. São eles: (i) Relatório Mensal da Dívida Pública Federal; (ii) Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal (PAF); (iii) Relatório Anual da Dívida Pública; (iv) Notas à Imprensa – Setor Externo; e (v) Notas à Imprensa – Política Fiscal.

Os itens (i), (ii) e (iii) são emitidos pelo Ministério da Fazenda, especificamente pela Secretaria do Tesouro Nacional, enquanto os itens (iv) e (v) são emitidos pelo Banco Central do Brasil.

O Relatório Mensal da Dívida Pública Federal contém dados da dívida pública mobiliária federal interna, da dívida pública externa, do custo médio da dívida pública federal, os fatores de variação e as informações sobre mercado de títulos. As demonstrações são acompanhadas de séries históricas, prazo e vida médios da dívida pública, composição de estoques, detentores e execução da política monetária. O relatório também apresenta um acompanhamento do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal.

O Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal (PAF) serve para orientar a execução orçamentária e financeira dos recursos públicos e dela compreender a necessidade de geração de receitas decorrentes da emissão de títulos públicos. O PAF divulga os objetivos, diretrizes, estratégias e metas de gestão da dívida pública federal. Objetivo do plano é minimizar os custos de financiamento de longo prazo a níveis prudenciais. É considerado um instrumento de transparência e previsibilidade, que informa à sociedade e aos agentes de mercado sobre a condução da Dívida Pública Federal.

O Plano leva em consideração o comportamento de variáveis estratégicas, como as estimativas de receitas a partir de indicadores macroeconômicos, como o PIB e a inflação, o total de despesas realizadas com a dívida pública federal no mês, a parcela da receita fiscal direcionada para o pagamento da dívida.

A análise serve para compreender a necessidade líquida de financiamento, a partir das receitas e despesas, e traçar a estratégia de gerenciamento da dívida pública de curto e médio prazos, mediante os riscos de financiamento e de refinanciamento, o que permite mensurar o volume necessário de títulos públicos que devem ser emitidos mês a mês para atender o financiamento (PASSOS, CASTRO, 2009, p. 219).

O PAF é complementado pelo Relatório Anual da Dívida Pública - RAD, que formula análise retrospectiva das estratégias contidas no primeiro documento. Nele constam o balanço das evoluções das expectativas econômicos financeiras ao longo do ano e resumo da execução do PAF na gestão da dívida pública federal. São consolidadas informações sobre o perfil da dívida pública federal, com informações sobre prazos e composição do estoque, bem como os riscos.

As Notas para imprensa – Setor Externo divulgam informações sobre a balança de pagamentos, investimento direto e em carteira, emissões e amortizações de emissões no exterior, dados sobre as reservas internacionais, especificações sobre dívida externa por devedor e moeda, os fluxos de principal e juros, grupos de credores e devedores.

As Notas para imprensa – Política Fiscal fornecem informações pelo critério "abaixo da linha", como as Necessidades de Financiamento do Setor Público, a composição e prazo médio da dívida pública mobiliária federal interna, a taxa de juros implícita e os principais indexadores da Dívida Líquida do Setor Público, da Dívida Bruta e Líquida do Governo Geral.

2.4 Planejamento Orçamentário

No Capítulo I, vimos como as regras orçamentárias são fundamentais para a racionalização das obrigações assumidas a partir da realização das operações de crédito. A moldura jurídica do Orçamento Público está prevista na Constituição Federal, que estabelece como instrumentos de planejamento orçamentário o Plano Plurianual, as Diretrizes Orçamentárias e os Orçamentos Anuais, conforme o artigo 165, e atribui a iniciativa dessas leis ao Poder Executivo.

Vimos que cabe ao Presidente da República enviar, na forma de projeto de lei ordinária, o Plano Plurianual - PPA, a Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO e a Lei Orçamentária Anual - LOA ao Congresso Nacional, que aprecia os projetos pela Comissão

Mista de Orçamentos e Planos, composta por membros das duas Casas, conforme o artigo 166. A Comissão realiza o exame e a formulação de parecer sobre os projetos referentes ao planejamento orçamentário (PPA, LDO e LOA), que compreende os planos e programas nacionais, regionais e setoriais previstos pela Constituição, bem como exercer o acompanhamento e a fiscalização orçamentária. O Presidente da República pode enviar mensagem ao Congresso Nacional para requerer modificação do projeto de lei, desde que não tenha sido iniciada a votação na Comissão Mista, sobre o texto em que foi requerida a alteração.

O Plano Plurianual deve ser enviado no primeiro ano de mandato, com início de vigência no segundo ano e término no primeiro ano do mandato seguinte. O Plano Plurianual - PPA contém as diretrizes, os objetivos e as metas da administração pública federal, distribuídas de forma regionalizada, no que diz respeito às despesas de capital e outras dela decorrentes, bem como para as despesas relativas aos programas de duração continuada. O PPA também deve conter os investimentos cuja execução ultrapassem um exercício financeiro, conforme dispõe o parágrafo 1º, artigo 167, sob pena de crime de responsabilidade.

As emendas parlamentares devem ser apresentadas à Comissão mista permanente e só podem ser aprovadas caso sejam compatíveis com o PPA e a LDO – caso sejam incompatíveis, elas não podem ser aprovadas -, indiquem recursos necessários, desde que apontadas as despesas que devam ser anuladas, excluídas as hipóteses de cancelamento sobre despesas com pessoal e encargos, serviço da dívida, transferências tributárias constitucionais, ou sejam relacionadas a correção de erros ou omissões, ou com os dispositivos do projeto de lei. Caso uma despesa seja vetada, emendada ou rejeitada, no projeto de lei, o recurso previsto, se mantido, pode ser utilizado como crédito especial ou suplementar, desde que autorizado pela lei orçamentária.

Durante o processo legislativo de aprovação da Lei Orçamentária Anual, são permitidas emendas pelos membros do Poder Legislativo, que devem se ater aos seguintes requisitos: (i) não podem aumentar a despesa total do orçamento, salvo caso em que houver comprovado erro de cálculo nas receitas; (ii) podem aumentar dotação desde que compensada pela anulação de outra dotação; (iv) não podem cancelar despesas obrigatórias, destinadas ao custeio de pessoal, previdência, juros, transferências constitucionais e amortização da dívida pública; (v) devem ser compatíveis com o Plano Plurianual e com a Lei de Diretrizes Orçamentárias.

Com a aprovação da Emenda Constitucional n.º 86, de 2015, foram acrescentados dez parágrafos ao artigo 166, que estabeleceram mais regras ao cumprimento do regime orçamentário.

Nos parágrafos 9º e 11, atribuiu-se ao conceito de despesas de caráter obrigatório - que devem ser obrigatoriamente executadas orçamentária e financeiramente – as decorrentes de emendas parlamentares individuais sobre o projeto de lei orçamentária, limitadas a 1,2% (um inteiro e dois décimos por cento) da receita corrente líquida[24] prevista pelo projeto encaminhado pelo Poder Executivo, sendo que metade do percentual deve ser destinado a ações e serviços públicos de saúde.

O percentual destinado à Saúde é descontado dos percentuais constitucionais obrigatórios de investimento no Sistema Único de Saúde, previsto pelo artigo 198, que compreende, no âmbito da União, a destinação de pelo menos 15% (quinze por cento) da receita corrente líquida.

O repasse dos recursos para essa categoria de despesa, quando compuser transferência obrigatória da União a outros entes, independe da situação de adimplência do ente junto à União, e não integra os cálculos para aplicação de limites de despesa de pessoal.

O parágrafo 16, do artigo 166, estabelece que os restos a pagar poderão ser considerados para fim de cumprimento da execução financeira destinada aos recursos do Sistema Único de Saúde, respeitado o limite de 0,6% (seis décimos por cento) da receita corrente líquida realizada no exercício anterior,

O parágrafo 17º estipula que, se for verificado que a reestimativa de receita e da despesa poderá resultar no não cumprimento da meta de resultado fiscal prevista pela Lei de Diretrizes Orçamentárias, o montante previsto pelos parágrafos 9º e 11 pode ser reduzido na mesma proporção da limitação aplicada sobre o conjunto das despesas discricionárias.

Por fim, a Emenda Constitucional n.º 86, de 2015, incluiu o critério de execução equitativa para as despesas de caráter obrigatório, que se perfaz com o tratamento igualitário e impessoal das emendas parlamentares, independentemente da autoria. A

[24] A LRF define, no inciso IV, do artigo 2º, receita corrente líquida como o somatório das receitas tributárias, de contribuições, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras, deduzidas as transferências constitucionais a contribuição previdenciária dos servidores públicos. O cálculo da RCL é realizado pela soma das receitas arrecadadas no mês em referência e nos onze meses anteriores, excluídas as duplicidades.

emenda também alterou inciso III, do parágrafo 9º, do artigo 165, para incluir entre as matérias de tratamento por lei complementar a disposição sobre os critérios para execução equitativa.

Após, os plenários das duas Casas devem votar pela sua aprovação.

No curso da execução orçamentária, pode acontecer de uma dotação de despesa se exaurir ou surgir a necessidade de realização de despesa não prevista na Lei Orçamentária Anual. Isso porque é vedada a existência de a concessão de ou utilização de créditos ilimitados na lei orçamentária, por força do inciso VI, do artigo 167, da Constituição Federal. Este mesmo artigo veda, no inciso II, a realização de despesa ou a assunção de obrigações diretas sem previsão na lei orçamentária. Assim, para contornar essa situação, a Constituição Federal prevê, no inciso V, do artigo 167, a possibilidade de aprovação de leis ordinárias de créditos orçamentários adicionais, que estão disciplinados nos artigos 40 a 46, da Lei 4.320, de 1964, e servem para ampliar os limites de dotações orçamentárias específicas no exercício vigente, ou para os próximos exercícios quando se tratar de crédito especial ou extraordinário.

Os créditos adicionais podem ser de natureza suplementar, especial ou extraordinária.

Os créditos suplementares têm por finalidade reforçar uma dotação orçamentária vigente na Lei Orçamentária Anual. Precisam ser aprovados por lei ordinária e implementados por decreto do Poder Executivo. A própria Lei Orçamentária Anual pode prever as prioridades que devam ser atendidas por crédito suplementar, caso haja necessidade.

Os créditos especiais têm por finalidade a autorização de despesas não previstas pela Lei Orçamentária Anual, uma vez que é vedada a realização de despesas com programa ou projetos não incluídos na lei, conforme o inciso I, do artigo 167, da Constituição Federal. São aprovados por lei ordinária e abertos por decreto do Poder Executivo.

A vigência dos créditos especiais e extraordinários é limitada ao exercício financeiro em que são autorizados. Caso sejam autorizados nos últimos quatro meses do exercício, podem ser incorporados no exercício financeiro subsequente, por força do parágrafo 2º, do artigo 167, da Constituição Federal.

Os créditos extraordinários são criados para atender despesas urgentes e imprevisíveis, decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública. Podem ser autorizados por Medida Provisória e abertos por decreto do Poder Executivo.

Tanto os créditos suplementares como os especiais necessitam de recursos disponíveis previamente demonstrados antes de sua autorização. São considerados para esse fim (i) o superávit financeiro apurado no exercício anterior[25]; (ii) recursos decorrentes de excesso de arrecadação[26]; e (iii) recursos oriundos de operações de crédito previamente autorizadas pela Lei Orçamentária Anual.

As dotações previstas para pagamento da dívida pública podem ser objeto de créditos adicionais por suplementação. A suplementação pode ser realizada diretamente pelo Poder Executivo por meio da anulação de outras dotações orçamentárias não utilizadas ou pela destinação dos recursos que compõem o superávit financeiro, o excesso de arrecadação, desde que, como vimos, estejam compatíveis com as metas previstas pela LDO. Os recursos não podem decorrer de fontes vinculadas, e as dotações anuladas não podem ser de caráter obrigatório.

2.4.1 Lei de Diretrizes Orçamentárias

A Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO tem vigência para três anos. Ela deve ser enviada ao Congresso Nacional até o mês de agosto. A LDO deve compreender as metas e prioridades da administração pública federal, incluindo a destinação das despesas de capital para o exercício financeiro subsequente, que serve para orientar a lei orçamentária anual. Deve dispor também sobre as alterações de natureza tributária e sobre as políticas de orientação das agências fomento. Em geral, a LDO determina como hipóteses de despesas que poderão ser pagas via emissão de títulos da dívida pública o refinanciamento do principal, juros e outros encargos da dívida pública federal mobiliária, e outras despesas destinadas ao aumento de capital de empresas e sociedades em que a União detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto e que não estejam incluídas no programa de desestatização. Também deve dispor sobre o índice de preços que servirá à atualização monetária do principal da dívida mobiliária refinanciada.

[25] Conforme item 1.7.4, do Capítulo I.

[26] Excesso de arrecadação vem a ser o saldo positivo das diferenças acumuladas mensalmente entre a arrecadação prevista e a realizada, considerada a tendência da curva de arrecadação do período.

O limite de aprovação de créditos complementares para pagamento da dívida pública é dado pela LDO. A sua aprovação depende de autorização legislativa.

A LRF dispõe, no artigo 4º, que o Projeto de Lei da LDO deve prever o equilíbrio entre receitas e despesas; critérios e formas de limitação de empenho; normas sobre controle de custos e avaliação de resultados dos programas governamentais; procedimentos e exigências de transferências de recursos a entidades públicas e privadas.

O Projeto deve ser integrado pelo Anexo de Metas Fiscais, que deve conter as metas anuais, em valores correntes e constantes, de receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referir e para os dois exercícios seguintes. O Anexo deve conter avaliação do cumprimento das metas estipuladas no ano anterior, demonstrativos de metas anuais, instruído com memória e metodologia de cálculo sobre os resultados pretendidos, evolução do patrimônio líquido, avaliação financeira e atuarial do regime de previdência social e próprio dos servidores, bem como dos demais fundos e programas estatais de natureza atuarial, e, por fim, um demonstrativo da estimativa e compensação da renúncia de receita e da margem de expansão das despesas obrigatórias de caráter continuado.

Há também previsão de que a LDO contenha um Anexo de Riscos Fiscais**,** que contenha avaliação dos passivos contingentes e outros riscos que possam impactar as contas públicas, com previsão de medidas a serem tomadas caso ocorram.

Por fim, há previsão de que a mensagem do Presidente da República para o Congresso Nacional, que encaminhar o projeto de LDO deva conter um anexo específico, que trate do impacto dos objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, com parâmetros e projeções para seus principais agregados e variáveis, metas de inflação, para o exercício subsequente.

O acompanhamento do cumprimento das metas fiscais previstas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias é realizado bimestralmente, no curso da execução orçamentária, a partir da verificação da realização de receitas. O mecanismo está previsto pelo artigo 9º, da LRF.

O artigo prevê que, caso não sejam atingidos os percentuais previstos para o resultado primário, os Poderes e o Ministério Público são obrigados a realizar limitação de empenho e movimentação financeira, nos trinta dias subsequentes. A recuperação da curva de arrecadação autoriza a recomposição proporcional das dotações que foram limitadas.

Estão ressalvadas dos mecanismos de limitação as dotações voltadas às despesas oriundas de obrigações constitucionais e legais do ente, as despesas destinadas ao pagamento do serviço da dívida e as despesas ressalvadas pela LDO.

O texto atribui maior responsabilidade ao Poder Executivo, que, se verificar o descumprimento dos outros Poderes e do Ministério Público, tem a prerrogativa de limitar os valores financeiros desses órgãos, caso o prazo de trinta dias seja por eles descumprido, observados os critérios da Lei de Diretrizes Orçamentárias. No entanto, esse dispositivo foi suspenso por medida liminar concedida pelo Supremo Tribunal Federal, nos autos da Ação Direta de Inconstitucionalidade n.º 2.238-5.

O Poder Executivo também é responsável por apresentar, em audiências públicas no Congresso Nacional, demonstrativos com avaliação sobre o cumprimento das metas fiscais de cada quadrimestre, nos finais dos meses de maio, setembro e fevereiro.

O Banco Central do Brasil, por sua vez, deve apresentar, em até noventa dias após o término do semestre, em reunião conjunta das comissões temáticas do Congresso Nacional, a avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como o impacto e o custo fiscal de suas operações e os resultados demonstrados em balanço.

2.4.2 Lei Orçamentária Anual

A Lei Orçamentária Anual deve ser enviada pelo Poder Executivo até julho para o Congresso Nacional, que deve aprova-la até dezembro. Nela, devem estar previstas todas as receitas e despesas, observadas as diretrizes e metas contidas no PPA e a LDO, acompanhada de anexo com demonstrativo de compatibilidade de programação orçamentária, e adequação aos objetivos e metas do Anexo de Metas Fiscais da LDO.

A LOA é composta pelo Orçamento Fiscal, o Orçamento da Seguridade Social e o Orçamento de Investimentos. O primeiro compreende as receitas e despesas dos Poderes da União, de seus fundos, órgãos e entidades da administração direta e indireta. O segundo abrange todas as entidades e órgãos vinculados à Seguridade Social, da administração direta ou indireta, bem como os fundos e fundações instituídos e mantidos pelo Poder Público. O terceiro prevê os investimentos das empresas em que a União é direta ou indiretamente detentora da maioria do capital social com direito a voto.

O Projeto de Lei Orçamentária deve conter um demonstrativo regionalizado do efeito das isenções, anistias, remissões, subsídios e benefícios fiscais, de natureza tributária, financeira e creditícia, conforme previsão do parágrafo 6º, do artigo 165, da Constituição Federal e inciso II, artigo 5º, da Lei de Responsabilidade Fiscal. Deve estipular reserva de contingência calculada sobre o montante de receita corrente líquida, observadas a forma de utilização e montante definidos pela LDO; deve também discriminar todas as despesas da dívida pública mobiliária e contratual, bem com as respectivas receitas; e, por fim, deve discriminar o refinanciamento da dívida pública, como já foi dito no Capítulo I.

Na LRF, consta que o projeto de LOA deve estar compatível com o PPA e a LDO.

Ele deve conter um anexo com demonstrativo de compatibilidade de programação orçamentária e os objetivos e metas previstas pelo Anexo de Metas Fiscais, da LDO; e um demonstrativo regionalizado do efeito de receitas, despesas, isenções, anistias, remissões, subsídios, benefícios de natureza tributária, financeira e creditícia, bem como uma reserva de contingência, que é destinada ao atendimento dos passivos contingentes e outros riscos e eventos fiscais imprevistos.

A LRF dispõe que as despesas relativas à dívida pública, mobiliária e contratual, e as receitas que as atenderão, deverão constar no Projeto de Lei da LOA. O refinanciamento da dívida pública deve constar em rubrica separada na LOA e nos Projetos de Lei de Crédito Adicional. Para à atualização monetária do principal da dívida, a LRF determina sua equivalente ao índice de preços previstos pela LDO. Até a Lei de Responsabilidade Fiscal, não havia discriminação específica entre os gastos com refinanciamento e com juros da dívida pública, que eram pagos por meio da emissão de títulos.

2.4.3 Novo Regime Fiscal - Emenda Constitucional n.º 95, de 2016

O intuito de restringir o aumento do gasto com pessoal ativo e inativo da Administração direta e indireta remonta com vistas a evitar o desequilíbrio fiscal teve na Lei Complementar n.º 82, de 27 de março de 1995, o esforço de maior relevância desde a Constituição Federal de 1988. A lei estabeleceu limite de despesas totais com pessoal ativo e inativo da administração direta e indireta, das três esferas governamentais, incluídas as

fundações, empresas públicas e sociedades de economia mista, a 60% (sessenta por cento) da receita corrente líquida dos entes, com retorno ao limite, caso ultrapassado, nos três exercícios subsequentes, e obrigação de demonstrar trimestralmente o resultado da execução orçamentária.

Com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000, as regras de controle de despesas foram reforçadas, a partir da compreensão de que o gasto com pessoal seria uma das principais fontes de desequilíbrio fiscal.

Dezesseis anos depois, em 15 de dezembro 2016, foi aprovada a Emenda Constitucional n.º 95, conhecida como Ementa do Teto, que alterou os artigos 107 a 114 da Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, e estabeleceu um novo regime fiscal, válido para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da União, pelo período de vinte anos, e que tinha na limitação das despesas correntes, em especial com pessoal, o seu objeto principal.

O novo regime estabeleceu limites individualizados para a formação de despesas primárias para forçar o cumprimento do resultado primário. As regras são válidas para o Poder Executivo Federal, o Poder Judiciário Federal[27], o Congresso Nacional, incluído o Tribunal de Contas da União, o Ministério Público da União e o Conselho Nacional do Ministério Público e a Defensoria Pública da União.

Para o exercício financeiro de 2017, cada um desses órgãos teve a majoração das despesas primárias, incluídos os restos a pagar, limitada à correção de 7,2% (sete inteiros e vinte centésimos por cento). Nos exercícios seguintes, as despesas primárias devem ficar congeladas pelo limite referente ao exercício imediatamente anterior, com correção monetária pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, ou outro índice que viesse a substituí-lo. Somente após o décimo exercício de vigência do novo regime, no ano de 2026, poderá haver alteração do método de correção do limite, mediante proposta de lei complementar pelo Presidente da República, limitada a uma proposta por mandato presidencial.

A medida subordina as despesas com serviços públicos em geral previstas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias, compreendidas a organização, o funcionamento, polícia, criação, transformação ou extinção de cargos, empregos e funções, bem como a respectiva remuneração, dos órgãos referidos acima. Cabe ao Poder Executivo demonstrar

[27] Compreendidos o Supremo Tribunal Federal, o Superior Tribunal de Justiça, o Conselho Nacional de Justiça, a Justiça do Trabalho, a Justiça Eleitoral, a Justiça Federal, a Justiça Militar da União, e a Justiça do Distrito Federal e Territórios.

os valores máximos de despesas primárias compatíveis para cada um dos órgãos mencionados. Os novos limites são válidos para as despesas primárias previstas em lei orçamentária e não podem ser objeto de abertura de crédito suplementar ou especial que amplie o limite previsto pela LDO.

Nos três primeiros exercícios financeiros, que compreendem os anos fiscais de 2017, 2018 e 2019, o Poder Executivo tem autorização para compensar, na lei orçamentária anual, o excesso de despesas primárias do Poder Judiciário Federal, do Poder Legislativo e do Ministério Público da União, com redução equivalente na sua despesa primária, o que deve estar consignado em projeto de lei de diretrizes orçamentárias. Essa compensação não pode ultrapassar o percentual de 0,25% (vinte e cinco centésimos por cento) do limite do Poder Executivo.

Fica autorizada a compensação de limites, na forma prevista pela LDO entre o Poder Judiciário Federal, do Poder Legislativo e do Ministério Público da União, a partir da soma das despesas primárias desses órgãos, desde que observados os limites estabelecidos pela emenda.

São excepcionados das regras limitadoras do novo regime fiscal as transferências constitucionais, os créditos extraordinários, as despesas não correntes da Justiça Eleitoral com a realização de eleições e as despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes.

O descumprimento dos limites individualizados é sancionado, no exercício fiscal, pela restrição de despesas até a condução ao respectivo limite, e pelas seguintes vedações, que inclusive alcançam as proposições de lei: (i) concessão de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração; excepcionados os decorrentes de sentença judicial transitado em julgado ou decorrentes de atos legais anteriores ao Novo Regime Fiscal; (ii) criação de cargo, emprego ou função que impacte no aumento de despesa; (iii) alteração de estrutura de carreira que impacte no aumento de despesa; (iv) admissão ou contratação de pessoal, excepcionados os cargos de chefia que não causem aumento de despesa e as decorrentes de vacância de cargos efetivos ou vitalícios; (v) realização de concurso público, exceto para reposição de vacância; (vi) criação ou majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios dos membros de qualquer Poder; (vii) criação de despesa obrigatória; (viii) reajuste sobre despesa obrigatória que ultrapasse o índice inflacionário, (ix) pelo impedimento de revisão geral de remuneração dos servidores públicos.

Quando ultrapassado o limite individualizado pelo Poderes Judiciário ou Legislativo, ou pelo Ministério Público da União, as despesas referentes aos itens (i), (iii) e (iv) do parágrafo anterior são vedadas ao conjunto desses órgãos.

Quando o Poder Executivo ultrapassar o limite individualizado, ficam vedadas: (i) a criação ou expansão de programas e linhas de financiamento, a remissão, renegociação ou refinanciamento de dívidas que resultem em ampliação de despesas com subsídios e subvenções; e (ii) a concessão ou a ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária.

O Novo Regime Fiscal reserva às ações e serviços públicos de saúde, de manutenção e desenvolvimento do ensino aplicações mínimas, que são discriminadas da seguinte maneira (i) no exercício de 2017, ficou restrita ao percentual obrigatório de 15% (quinze por cento) sobre a receita corrente líquida da União, previsto pelo inciso I, parágrafo 2º, do artigo 198, da Constituição Federal – a alteração transformou o que era piso de 15% em teto; e 18% (dezoito por cento), para Estados, Distrito Federal e Municípios, sobre as receitas correntes da União transferidas, para manutenção e desenvolvimento do ensino, conforme disposto no caput do artigo 212, da Constituição Federal – dispositivo estabelece o percentual máximo de 25% (vinte e cinco por cento); (ii) nos exercícios seguintes, o montante é atualizado pelo IPCA.

A partir do exercício financeiro de 2018, as emendas impositivas, previstas pela alteração da Emenda Constitucional n.º 86, de 2015, ficarão limitadas ao montante de execução obrigatória para o ano de 2017, corrigidas pelo IPCA.

O Novo Regime Fiscal também confere maior controle do Poder Legislativo sobre as contas públicas ao dispor que a tramitação de qualquer projeto que acarrete aumento de despesa ou renúncia de receita poderá ser suspensa, por até vinte e dias, mediante requerimento um quinto dos membros da Casa, para análise de compatibilidade com o Novo Regime Fiscal, ressalvada a tramitação de medidas provisórias.

As novas disposições não constituem obrigação de pagamento futuro pela União ou direitos de outrem sobre o erário, nem revogam, dispensam ou suspendem o cumprimento de dispositivos constitucionais e legais que tratem de metas fiscais e limites máximos de despesas.

Em suma, o Novo Regime Fiscal resguarda no âmbito constitucional um funcionamento orçamentário que congela o aumento de despesas correntes por um período de 20 (vinte) anos, o que canaliza os recursos correntes e de capital para o atendimento das

despesas de capital, especialmente a amortização da dívida pública, que vem a ser a finalidade da apuração do resultado primário.

2.5 Limites da Dívida Pública

A limitação para a dívida fundada ou consolidada é prevista pelo artigo 30 da Lei Complementar n.º 101, 2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF. Segundo o dispositivo, cabe ao Presidente da República o envio de proposta ao Senado Federal sobre os limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados e dos Municípios, após noventa dias da promulgação da LRF. O dispositivo é consoante ao artigo 48, inciso XIV, da Constituição Federal, que incumbe o Congresso Nacional de disciplinar o montante da dívida mobiliária federal, e ao inciso VI, artigo 52, da Constituição Federal, que, como vimos, atribui competência privativa à Casa para a fixação dos limites globais do montante da dívida consolidada da União, Estados, Distrito Federal e Municípios.

A competência do Senado Federal também se estende aos limites globais e condições de operações de crédito externo e interno dos referidos entes, bem como de suas autarquias e demais entidades controladas pelo Poder Público, e para dispor sobre os limites e condições para a concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno. A competência alcança ainda o tratamento dos limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

O Projeto de Lei deve ir acompanhado de demonstração de adequação de tais limites propostos para a dívida consolidada da União, de estimativas sobre o impacto de tais limites sobre os demais entes da Federação, as razões para hipótese de limites diferenciados, e a metodologia de apuração dos resultados primário e nominal, para determinação da dívida líquida de cada esfera de governo. Caso sejam alterados os fundamentos monetários e cambiais, ou em razão de instabilidade econômica, o Presidente da República tem a prerrogativa de solicitar ao Congresso Nacional a revisão dos limites.

A lei diz que os limites devem ser fixados em percentuais máximos sobre a receita corrente líquida, com índices diferentes para cada esfera de governo, igualmente aplicados a todos os entes. O controle sobre o respeito ao limite é realizado quadrimestralmente.

Nesses termos, o Senado Federal tem a prerrogativa para formular a gestão de fluxos e estoques das dívidas dos entes subnacionais estabelecendo os limites de operações de crédito e da dívida consolidada, em consonância com gestão da dívida pública federal mobiliária, que leva em consideração a interação com os fundamentos monetários e cambiais.

O que se vê é que esse dispositivo da LRF estabelece os termos de pagamento da dívida com relação à sua liquidez, tomando como base de cálculo a receita líquida. Conforme veremos abaixo, as Resoluções do Senado Federal vigentes foram editadas após a vigência da LRF e estabeleciam um critério adequação do endividamento baseado nessa mesma base de cálculo.

Com a vigência do Novo Regime Fiscal, a percepção da Receita Corrente Líquida deixa de ser totalmente móvel, pois as despesas correntes ficam congeladas pelo período de duas décadas. Durante o período de vigência do novo estatuto orçamentário, esse congelamento garante, em um cenário de crescimento da arrecadação tributária, um aumento absoluto maior das receitas destinadas à amortização da dívida pública. Por outro lado, em um eventual cenário de deterioração da arrecadação, o congelamento contém uma maior depreciação da receita destinada à amortização.

2.5.1 Recondução da Dívida ao Limite

O limite do endividamento é monitorado pelo cumprimento da meta fiscal fixada na LDO. Esse monitoramento é realizado pelo Poder Executivo quadrimestralmente, ao final dos meses de maio, setembro e fevereiro, em audiência pública na comissão mista do Congresso. Paralelamente, o Banco Central do Brasil deve apresentar, ao final de cada semestre, no prazo de até noventa dias, em reunião conjunta com as comissões do Congresso Nacional, a avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto e o custo fiscal das operações por ele realizadas bem como os resultados demonstrados nos balanços.

Ultrapassados os limites, as Resoluções do Senado Federal estabelecem um prazo de adequação da dívida consolidada líquida dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, – que veremos na seção a seguir -, os instrumentos de recondução aos limites são operados.

O artigo 31, da LRF, prevê que, verificada a ultrapassagem do limite ao final de um quadrimestre, até o término dos três quadrimestres subsequentes deve haver redução, com decréscimo do excedente em, no mínimo, 25% (vinte e cinco por cento) já no primeiro quadrimestre. O mecanismo indicado é a limitação de empenho.

Até que seja reconduzido ao limite, o ente fica proibido de realizar operações de crédito interna e externa, incluindo as Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária, ressalvada a hipótese de realização para fins de refinanciamento do principal atualizado da dívida mobiliária.

Caso não consiga realizar a recondução no tempo previsto, o ente também fica impossibilitado de receber as transferências voluntárias da União ou dos Estados. Em se tratando de último ano de governo, as vedações são aplicadas imediatamente após a apuração do primeiro quadrimestre.

Cabe ao Ministério da Fazenda apurar a adequação dos entes da Federação ao limite previsto pela LRF, bem como divulgar mensalmente os esforços fiscais dos entes quanto ao cumprimento do limite.

Mencionamos na seção "2.4.1 Lei de Diretrizes Orçamentárias" o mecanismo de controle preventivo de cumprimento da meta fiscal previsto pelo artigo 9º da LRF.

Outro mecanismo de recondução de limite baseado na limitação das despesas foi implementado por alteração do texto constitucional, por meio da Emenda Constitucional n.º 19, de 1998, que incluiu sete parágrafos no artigo 169, para tratar dos limites das despesas com pessoal ativo e inativo da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. A alteração incluiu no texto constitucional (i) a redução em pelo menos 20% (vinte por cento) das despesas com cargos em comissão e funções de confiança; e (ii) a exoneração dos servidores não estáveis. A alteração garantiu que, caso tais medidas não sejam suficientes para o cumprimento da meta fiscal, os servidores podem perder a prerrogativa de estabilidade e podem ser exonerados, bastando para isso a edição de ato normativo motivado de cada um dos Poderes especificando a atividade funcional, o órgão ou unidade administrativa objeto da redução de pessoal. Essa alteração constitucional viria a ser posteriormente reiterada na Lei de Reponsabilidade Fiscal, precisamente pelo parágrafo 1º, do 23, que autoriza a extinção de cargos e funções, bem como a redução de valores a eles atribuídos, para se alcançar os limites com despesas totais com pessoal. A

eficácia desse dispositivo foi suspensa por medida liminar concedida pelo Supremo Tribunal Federal, nos autos da Ação Direta de Inconstitucionalidade n.º 2.238-5.

O controle sobre o aumento das despesas, com finalidade de garantir as metas fiscais e diminuir o endividamento público, é disciplinado mais precisamente pelos artigos 15, 16 e 17, da Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabelece como condição para previsão de aumento de despesa a apresentação de estimativa de impacto financeiro e orçamentário para os dois anos subsequentes, uma declaração do ordenador de despesa de que o aumento tem adequação orçamentária e financeira com a lei orçamentária anual e compatibilidade com o plano plurianual e com a lei de diretrizes orçamentárias.

Para confirmar a adequação orçamentária, a lei diz ser preciso demonstrar que a despesa contraída tem dotação específica e suficiente, ou tenha previsão em crédito genérico, garantido que o conjunto das despesas promovidas não ultrapasse o limite estabelecido. A compatibilidade com o Plano Plurianual e com a Lei de Diretrizes Orçamentárias deve ser demonstrada junto às diretrizes, os objetivos, as prioridades e metas estabelecidas, e ausente qualquer contradição.

No artigo 17, consta definição de obrigação de caráter continuado a despesa que decorra de lei, medida provisória ou ato administrativo normativo que fixe ao ente a obrigação legal de execução por período superior a dois exercícios. Este tipo de criação de despesa é autorizado desde que comprovado o respeito à meta fiscal. O ato que cria tal despesa deve ser acompanhado de estimativa de previsão e demonstração de origem de recursos. O aumento de despesas com o serviço da dívida pública não precisa ser instruído com estimativa de impacto orçamentário financeiro do exercício em que entra em vigor, nem nos dois subsequentes, tampouco deve ter demonstrada a origem dos recursos para custeio. O mesmo vale para a remuneração dos servidores públicos.

As despesas com pessoal[28] ativo e inativo (artigo 169, caput, CF) não podem ultrapassar os seguintes percentuais da receita corrente líquida: 50% (cinquenta por cento) para a União, 60% (sessenta por cento) para os Estados, 60% Municípios. O controle de despesas com pessoal é realizado com análise a cada quadrimestre e se

[28] Segundo a LRF, o conceito de despesa com pessoal compreende o somatório dos gastos do ente da Federação com os ativos, os inativos e os pensionistas, relativos a mandatos eletivos, cargos, funções ou empregos, civis, militares e de membros de Poder, com quaisquer espécies remuneratórias, tais como vencimentos e vantagens, fixas e variáveis, subsídios, proventos da aposentadoria, reformas e pensões, inclusive adicionais, gratificações, horas extras e vantagens pessoais de qualquer natureza, bem como encargos sociais e contribuições recolhidas pelo ente às entidades de previdência. A despesa total com pessoal é apurada somando-se a realizada no mês em referência com as dos onze imediatamente anteriores, adotando-se o regime de competência.

ultrapassarem em 95% o limite, o órgão que estiver nessa situação fica proibido de (i) conceder de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração a qualquer título, salvo os derivados de sentença judicial ou de determinação legal ou contratual, ressalvada a revisão prevista no inciso X do art. 37 da Constituição; (ii) criar cargo, emprego ou função; (iii) alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; (iv) prover cargo público, admissão ou contratação de pessoal a qualquer título, ressalvada a reposição decorrente de aposentadoria ou falecimento de servidores das áreas de educação, saúde e segurança; (v) contratar por hora extra, salvo no caso de convocação extraordinária do Congresso Nacional, nos casos de interesse relevante, ou nas situações previstas na lei de diretrizes orçamentárias.

No artigo 70, a LRF estabeleceu o prazo de dois anos para adequação aos limites referidos acima, a contar da sua vigência, para os entes governamentais em situação de excesso, com redução gradual em, pelo menos, cinquenta por cento ao ano. O não cumprimento dessa meta implicou na suspensão do recebimento de transferências voluntárias, da obtenção de garantias por outro ente, e na realização de operações de crédito, ressalvadas as destinadas ao refinanciamento da dívida mobiliária e às voltadas à redução das despesas com pessoal. Até o terceiro ano de vigência da lei, ficou limitado o aumento de despesas totais com pessoal a 10% (dez por cento) sobre a despesa verificada no exercício imediatamente anterior, desde que o observados os percentuais de redução.

Essas disposições demonstram que as despesas correntes tinham uma escala móvel, que acompanharia o crescimento da arrecadação e autorizariam a discricionariedade dos Poderes para, de acordo com suas necessidades e dentro dos limites dispostos pela Emenda Constitucional n.º 19, de 1998, que alterou o artigo 169, e os artigos 16 e seguintes, da LRF, expandir suas atividades. Com a vigência do Novo Regime Fiscal, a eficácia dessas normas reguladoras foi temporariamente suspensa, pela sobreposição de um limite absoluto ao aumento de despesas, pelo prazo de vinte anos.

2.5.2 Resoluções do Senado Federal

Vimos que Constituição Federal reserva ao Senado Federal a competência para fixar os limites de emissão e estoque da dívida mobiliária federal, bem como da dívida consolidada, das três esferas de Governo.

Desde a promulgação da Constituição Federal de 1988, foram emitidas diversas resoluções pelo Senado Federal. Nenhuma delas estabelece limites ao endividamento da União, mas dispõem sobre os limites e condições relativos aos entes subnacionais. Nesta seção, tratamos de analisar as resoluções vigentes e que foram editadas após a sanção da Lei de Responsabilidade Fiscal. São elas:

(i) Resolução n.º 40, de 2001, que estabelece os limites globais para o montante da dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios;

(ii) Resolução n.º 43, de 2001, que estabelece os termos do endividamento externo;

(iii) Resolução n.º 20, de 2004, do Senado Federal, que trata do Programa de Emissão de Títulos e de Passivos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no Exterior;

(iv) Resolução n.º 48, de 2007, do Senado Federal, que trata dos limites globais para operações de crédito externo e interno da União e das entidades controladas pelo Poder Público Federal, bem como estabelece limites para concessão de garantias nessas operações, atualmente vigente.

A Resolução n.º 40, de 2001, do Senado Federal, estabelece que os Estados e o Distrito Federal podem se endividar até o máximo de 200% de sua Receita Corrente Líquida - RCL, isso pelo prazo de 15 (quinze) anos de vigência da LRF, que se esgotou em 5 de maio de 2015. Após esse prazo, a Resolução estabelece que a dívida consolidada líquida desses entes deve orbitar em 200% da receita corrente líquida. Os Municípios, por sua vez, tiveram como limite de endividamento o percentual de 120% sobre a RCL, entre 2002 e 2017. Após o prazo previsto, o excesso de endividamento implica na redução 25% (vinte e cinco por cento) no primeiro exercício, até o cumprimento de retorno ao limite nos dois quadrimestres subsequentes, conforme dispõe o artigo 31 da LRF.

O artigo 2º da Resolução, da mesma forma que dispõe o inciso IV, do artigo 2º, da Lei de Responsabilidade Fiscal, define como receita corrente líquida o somatório das receitas tributárias, de contribuições patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências, correntes e outras receitas também correntes, deduzidas as parcelas

repassadas pelos Estados aos Municípios, bem como a contribuição de servidores desses entes para custeio do sistema de previdência e assistência social e as receitas provenientes da compensação financeira entre regimes previdenciários diversos. A RCL é apurada pela soma dos últimos onze meses de receitas arrecadadas mais o mês de referência, excluídas duplicidades, sendo que o mês de referência é aquele imediatamente anterior ao mês em que a receita é apurada.

A Resolução também prevê regras de "*enforcement*" para recondução ao limite da dívida. Segundo o artigo 4º, o excedente ao limite previsto deve ser diminuído à proporção de 1/15 (um quinze avos) por ano. O limite global é definido pela divisão da Dívida Consolidada Líquida (DCL) - que compreende a dívida mobiliária e contratual, deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros - pela Receita Corrente Líquida (RCL). Como vimos, o controle desse compromisso é realizado quadrimestralmente pelo referido Relatório de Gestão Fiscal.

O artigo 5º da Resolução estabelece a mesma sanção do artigo 29 da LRF, que proíbe os entes de contrair operações de crédito, quando ultrapassado o limite do endividamento. A Resolução, porém, excepciona da vedação a realização de operações voltadas ao pagamento dos serviços do Programa de Ajuste Fiscal dos Estados, que têm amparo na Lei Federal n.º 9.496, de 1997, que estudaremos mais à frente.

A Resolução n.º 43, de 2001, do Senado Federal, disciplina os limites sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios e praticamente manteve os mesmos termos da Resolução n.º 78[29], de 1998, do Senado

[29] A Resolução n.º 78, de 1998, foi editada por força do refinanciamento dos entes subnacionais junto à União, consolidado por meio da Lei Federal n.º 9.496, de 1997, que estudaremos no Capítulo IV. O normativo caracteriza como operação de crédito: (i) toda e qualquer obrigação decorrente de financiamentos ou empréstimos, inclusive arrendamento mercantil; (ii) a concessão de qualquer garantia; (iii) a emissão de debêntures ou a assunção de obrigações, com as características definidas nos incisos I e II, por entidades controladas pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios que não exerçam atividade produtiva ou não possuam fonte própria de receitas. Para fins de definição de financiamento ou empréstimo, consta no normativo as seguintes hipóteses: (i) a emissão ou aceite de títulos da dívida pública; (ii) a celebração de contratos que fixem valores mutuados ou financiados, ou prazos ou valores de desembolso ou amortização; (iii) os adiantamentos, a qualquer título, feitos por instituições oficiais de crédito; (iv) os aditamentos contratuais que elevem valores ou modifiquem prazos; (v) a assunção de obrigações decorrentes da celebração de convênios para a aquisição de bens ou serviços no País ou no exterior.
A resolução estabelece vedação aos entes subnacionais de contratarem operações de crédito externo meio de suas entidades de entidades controladas, ou assunção de compromissos diretos com fornecedores, prestadores de serviços ou empreiteiras de obras, mediante aval ou emissão de notas promissórias ou cartas de crédito. Vedava também qualquer violação a normas de refinanciamento junto à União Federal, em especial aqueles firmados no âmbito da Lei Federal n.º 9.496, de 11 de setembro de 1997[29], que poderiam ser pagas em até 360 (trezentos e sessenta) parcelas. E estipulava como sanção o cancelamento de qualquer operação em curso abordada pelo normativo.
Como limite foi estabelecido o montante das despesas de capital fixadas na lei orçamentária anual, com ressalvas aos créditos suplementares e especiais criados com finalidade específica, aprovadas pelo Poder

Federal. Alguns mecanismos foram acrescentados pela Resolução para harmonizar com as disposições da LRF. Como dispõe o artigo 32, da LRF, a Resolução estabelece como condição para contratação de operação de crédito a apresentação de parecer fundamentado

---

Legislativo, por maioria absoluta. Além disso, deveriam respeitar o limite de 18% (dezoito por cento) da Receita Líquida Real anual, definida como a receita realizada nos doze meses anteriores ao mês anterior àquele em que se estiver apurando. Consideravam-se excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de anulação de restos a pagar, de alienação de bens, de transferências vinculadas a qualquer título, de transferências voluntárias ou doações recebidas com o fim específico de atender despesas de capital e, no caso dos Estados, as transferências aos Municípios por participações constitucionais e legais.

Seriam computadas as receitas oriundas do produto da arrecadação de Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e lntermunícipal e de Comunicação destinado à concessão de quaisquer favores fiscais ou financeiros, inclusive na forma de empréstimos ou financiamentos, ainda que por meio de fundos, instituições financeiras ou outras entidades controladas pelo poder público, concedidas com base na referido imposto e que resultasse em redução ou eliminação, direta ou indireta, de respectivo ônus. Também seriam computados os superávits financeiros das autarquias e fundações, excluídas as receitas de natureza previdenciária.

As operações de crédito realizadas junto a organismos multilaterais de crédito ou instituições financeiras federais ou fomento, desde que destinadas a financiar projetos de investimento para melhoria da gestão de receitas, fiscal, financeira e patrimonial, em âmbito de programa federal e autorizadas pelo Senado Federal, estavam excluídas desses limites.

O saldo global das garantias concedidas pelos entes subnacionais não poderia exceder o limite de 25% (vinte e cinco por cento) da Receita Real Líquida. Quanto ao saldo devedor das Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária não poderia exceder o limite de 8% (oito por cento) da Receita Real Líquida.

Caso o ente apresentasse resultado primário negativo, o Banco Central do Brasil ficava proibido de enviar o pedido de autorização de crédito ao Senado Federal. Além disso, cabia ao Banco Central do Brasil avaliar o preenchimento dos requisitos para autorização de operação de crédito, Operações de Crédito por Antecipação de Receitas Orçamentárias, e concessão de garantias pelo ente subnacional, bem como discriminar as operações de crédito que necessitavam de autorização expressa do Senado Federal das que não precisavam. No primeiro caso, seria de competência da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal a avaliação do pedido.

No artigo 10 da resolução, ficou registrada a autorização de emissão de títulos da dívida pública pelos entes subnacionais, até o dia 31 de dezembro de 2010, para fins refinanciamento do principal atualizados da dívida pública mobiliária. Isso desde que respeitado o limite mínimo de resgate de 5% (cinco por cento) dos títulos emitidos, com refinanciamento de no máximo 95% (noventa e cinco por cento) desses títulos. Caso o resgate mínimo de 5% (cinco por cento) fosse inferior a 13% (treze por cento) da Receita Líquida Real do ente subnacional, este ficava obrigado a atingir esse patamar de RCR. Somente excepcionalmente os entes poderiam pedir junto ao Banco Central do Brasil para não cumprir esse requisito. Os títulos emitidos deveriam ter prévia autorização legislativa que contivesse dispositivo tratando da correção monetária e remuneração dos títulos vencidos e não resgatados, bem como estabelecesse a equivalência junto a títulos federais, com poder liberatório para pagamento de tributos, e prazos de resgate não inferiores a seis meses, contados da sua emissão. A venda em mercado aberto ficava a cargo do Banco Central do Brasil ou por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários.

Como limite anual máximo de dispêndio com amortizações, juros e demais encargos de todas as operações de crédito externo, dentre as já contratadas e a contratar, incluindo débitos renegociados e parcelados, ficou estabelecido aos entes subnacionais o percentual de 13% (treze por cento) da Receita Líquida Real. E o saldo total da dívida ficava limitado a 200% (duzentos por cento) da Receita Líquida Real anual, com compromisso de decréscimo a 100% (cem por cento) até o ano de 2008.

O normativo estabeleceu como prazo de liquidação das Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária os dez dias úteis antes do encerramento do exercício em que foram contratadas, com vedação à contratação nos últimos 180 (cento e oitenta) dias do término do mandato do Chefe do Poder Executivo. As concessões de garantia ficaram condicionadas à apresentação de contragarantias, desde que adimplentes o ente tomador e a entidade controlada garantidora, conforme manifestação de Tribunal de Contas local.

Por fim, a resolução atribuía ao Banco Central do Brasil o dever de fiscalizar e acompanhar a gestão fiscal dos entes subnacionais, mediante envio de relatórios trimensais ao Senado Federal e disponibilização mensal dos balancetes dos entes subnacionais no Sistema Eletrônico do Banco Central.

por órgãos técnicos e jurídicos sobre a relação custo benefício, o interesse econômico e social da operação, e conformidade com a Lei de Diretrizes Orçamentárias, a Lei Orçamentária Anual, os limites estabelecidos pelas resoluções do Senado Federal e sua autorização específica, e adequação à Regra Ouro.

A verificação dessas condições, além de outros requisitos procedimentais, cabe ao Ministério da Fazenda. O cumprimento da Regra Ouro também é monitorado pelo Ministério. Os entes podem pedir autorização ao Ministério da Fazenda para realizar operações de crédito para além dos limites dispostos, desde que sejam voltadas exclusivamente ao refinanciamento da dívida mobiliária.

O Senado Federal tem prerrogativa de conceder autorização específica, por meio da Comissão de Assuntos Econômicos, quando se tratar de operação de crédito externo, decorrente de convenio para aquisição de bens e serviços no exterior, de emissão de títulos da dívida pública, e de emissão de debentures ou assunção de obrigações por entidades controladas, desde que os pedidos tenham documentação previamente analisada pelo Ministério da Fazenda.

Os limites para operações de crédito ficaram definidos como 16% (dezesseis por cento) da Receita Corrente Líquida. O comprometimento anual[30] com amortizações, juros e demais encargos da dívida consolidada ficou limitado a 11,5% (onze inteiros e cinco décimos por cento) da Receita Corrente Líquida, respeitado o teto global fixado pela Resolução n.º 40, de 2001, do Senado Federal.

O conceito de Receita Corrente Líquida é mesmo adotado pelos artigos 2º, da LRF, e 2º, da Resolução n.º 40, de 2001, do Senado Federal.

Ficaram excetuadas dos referidos limites (i) as operações de crédito celebradas pelos entes subnacionais com a União e com organizações multilaterais, que tenham por finalidade o financiamento de projetos de investimento para melhora da administração das receitas e da gestão fiscal; (ii) as operações de reestruturação e recomposição do principal das dívidas; e (iii) as operações de crédito voltadas ao refinanciamento da dívida mobiliária.

Ficaram vedadas (i) as operações de crédito realizadas nos dois quadrimestres anteriores ao final do mandato do chefe do Poder Executivo; (ii) as operações de crédito voltadas ao pagamento de dívidas incluídas no orçamento e não pagas durante o exercício; (iii) as operações de crédito que não tenham garantia prestada por

[30] O comprometimento anual é calculado pela média anual prevista de cinco exercícios e pela receita corrente líquida projetada ano a ano.

instituição financeira por ele controlada; (iv) a realização de operações de crédito, enquanto houver débito pago pela União por meio de execução de garantia, enquanto não for totalmente quitada a dívida.

O saldo devedor das operações de crédito por antecipação de receita orçamentária ficou limitado a 7% (sete por cento) da receita corrente líquida, vedada a sua realização no último ano de mandato do chefe do Poder Executivo.

O saldo global das concessões de garantias ficou limitado a 22% (vinte e dois por cento) da receita corrente líquida. Para as concessões de garantia, determinou-se a oferta de contragarantias em valor igual ou superior ao da garantia a ser concedida, bem como a adimplência do tomador relativamente ao garantidor, mediante certidão do Tribunal de Contas.

A Resolução autorizou os entes subnacionais a emitirem títulos da dívida pública, realizado por leilão promovido pelo Banco Central do Brasil, somente até o montante necessário ao refinanciamento do principal devidamente atualizado, até 31 de dezembro de 2010, com obrigação de resgate mínimo de 5% (cinco por cento) e refinanciamento de 95% (noventa e cinco por cento) do montante vincendo.

Com a Resolução n.º 20, de 2004, do Senado Federal, a União Federal foi autorizada a executar o Programa de Emissão de Títulos e de Administração de Passivos de responsabilidade do Tesouro Nacional no exterior. O normativo estabeleceu a autorização para emissão de títulos públicos, de responsabilidade do Tesouro Nacional, no exterior, com contrapartida em moeda nacional e estrangeira, bem como a administração de passivos contemplando operações de compra, de permuta e outras modalidades de operações, inclusive com derivativos financeiros. Essa resolução autorizou a emissão no valor de USS 75 bilhões (setenta e cinco bilhões de dólares), em títulos nominativos ou ao portador, podendo ou não ser listados em bolsa de valores, com oferta internacional, prazos a definir, juros a definir, e destinação dos recursos ao pagamento da Dívida Pública Federal. A execução do programa deveria ser informada ao Senado Federal até trinta dias após a colocação dos títulos, sob pena de suspensão da autorização. Trimestralmente, o Ministro da Fazenda ficou obrigado a apresentar relatório à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal.

A Resolução n.º 48, de 2007, do Senado Federal, estabeleceu limites para as operações de crédito externo e interno para a União Federal, suas autarquias e demais

entidades controladas pelo Poder Público Federal, incluídas também as concessões de garantia. Os limites se referem à dívida consolidada.

A Resolução inclui na dívida consolidada da União as obrigações financeiras do Banco Central do Brasil decorrentes de emissão de títulos de sua responsabilidade, incluídos os títulos do Tesouro Nacional.

Os limites para as operações de crédito interno e externo devem respeitar o percentual máximo de 60% (sessenta por cento) da receita corrente líquida, bem como o teto para a formação de dívida consolidada estabelecido pelo Senado Federal, que não está regulamentado.

Esse limite não se aplica às operações de refinanciamento do principal das dívidas. O que afasta eventual risco de refinanciamento.

O mesmo percentual é projetado para as operações de concessão de garantias, compreendidas as fianças e avais concedidos direta ou indiretamente pela União, em operações de crédito, inclusive com recursos de fundos de aval, a assunção de risco creditício em linhas de crédito, o seguro de crédito à exportação e outras garantias de natureza semelhante que representem compromisso de adimplência de obrigação financeira ou contratual. Essas operações devem ter as devidas contragarantias apresentadas. Se o limite é ultrapassado, a União Federal fica impedida de realizar mais concessões de garantias. Somente excepcionalmente esse limite poder ser alterado, mediante justificativa do Ministério da Fazenda.

Por operação de crédito, a resolução define os compromissos assumidos com credores situados no país ou no exterior, em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros. Equiparam-se as operações por recebimento antecipado de valores de empresa em que o Poder Público detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto, salvo lucros e dividendos, na forma da legislação, a assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de títulos de crédito; e a assunção de obrigação, sem autorização orçamentária, com fornecedores para pagamento a posteriori de bens e serviços.

A definição de Receita Corrente Líquida guarda a mesma descrição das demais resoluções.

Assim como previsto nas demais resoluções, as hipóteses não previstas devem ser encaminhadas para autorização do Senado Federal.

2.6 Sanções sobre o descontrole do endividamento

As sanções sobre o descontrole do endividamento têm natureza política, administrativa e penal.

Quando o Estado ou o Distrito Federal suspende o pagamento da dívida fundada por mais de dois anos, por motivo que não seja de força maior, ou deixe observar o princípio da prestação de contas da Administração Pública, direta e indireta, a Constituição Federal prevê, em seu artigo 34, que a União pode intervir na gestão do ente para reorganizar suas finanças. Os artigos 89 e 91, da Constituição Federal, estabelecem a necessidade do Conselho da República se pronunciar e do Conselho de Defesa Nacional a opinar. No caso de desrespeito ao Princípio da Prestação de Constas, a intervenção federal é condicionada à representação do Procurador Geral da República, provida pelo Supremo Tribunal Federal.

O mecanismo também é reservado aos Estados quando Municípios incorrer nas mesmas situações, bem como à União, no caso dos Municípios localizados em territórios federais.

O decreto de intervenção deve especificar a amplitude, o prazo e as condições de execução, e pode nomear o interventor, que será apreciado, no prazo de vinte e quatro horas, pelo Congresso Nacional ou pela Assembleia Legislativa do Estado ou do Distrito Federal, cabendo convocação extraordinária em caso de recesso legislativo. O período de intervenção prevê o afastamento de autoridades, que retornam a seus postos quando cessados os motivos da intervenção.

Do ponto de vista criminal, a Lei Federal de n.º 10.028, de 19 de outubro de 2000, alterou o Código Penal e o Decreto-Lei n.º 201, de 1967, que dispõe sobre a responsabilidade dos Prefeitos e Vereadores, conferiu uma rigidez maior sobre a condução das regras orçamentárias, reforçando a observância dos parâmetros estabelecidos pela Lei de Responsabilidade Fiscal e pelas Resoluções do Senado Federal.

No caso do Código Penal, a referida lei acrescentou o Capítulo V "Dos Crimes contra as Finanças Públicas", em que são tipificadas condutas de gestão fiscal criminosa. São elas: (i) ordenar, autorizar ou realizar operação de crédito interno ou externo sem prévia autorização legislativa, com pena de reclusão de 1 a 2 anos, incorrendo na mesma pena quem ordenar, autorizar ou realizar a operação de crédito interna ou externa sem observar o limite, as condições ou o montante estabelecido em lei ou por resolução do Senado Federal, ou quando o montante da dívida consolidada ultrapassar o limite máximo autorizado em lei; (ii) ordenar ou autorizar a inscrição em restos a pagar, sem que a despesa tenha sido previamente empenhada ou quando ela exceder o limite estabelecido pela lei, com detenção de seis meses a dois anos; (iii) ordenar ou autorizar a assunção de obrigação, nos dois últimos quadrimestres do último ano do mandato ou legislatura, que forme despesa que não pode ser paga no mesmo exercício financeiro ou que não tenha contrapartida suficiente de disponibilidade de caixa, no caso de parcela a ser paga no início do próximo exercício, que tem previsão de reclusão de um a quatro anos; (iv) ordenar despesa não autorizada por lei, com pena de reclusão de um a quatro anos; (v) prestar garantia em operação de crédito sem que tenha sido constituída contragarantia em valor igual ou superior ao valor da garantia prestada, na forma da lei, com pena de detenção de três meses a um ano; (vi) deixar de ordenar, de autorizar ou de promover o cancelamento do montante de restos a pagar inscrito em valor superior ao permitido em lei, com pena de detenção, de seis meses a dois anos; (vii) ordenar, autorizar ou executar ato que acarrete aumento de despesa total com pessoal, nos cento e oitenta dias anteriores ao final do mandato ou da legislatura, com pena de reclusão de um a quatro anos; (viii) ordenar, autorizar ou promover a oferta pública ou a colocação no mercado financeiro de títulos da dívida pública sem que tenham sido criados por lei ou sem que estejam registrados em sistema centralizado de liquidação e de custódia, com pena de reclusão de um a quatro anos.

Com relação às penalidades tipificadas no Decreto-Lei n.º 201, de 1967, que dispõe sobre a responsabilidade dos Prefeitos e Vereadores, passaram a ser crimes de responsabilidade do Prefeito Municipal: (i) deixar de ordenar a redução do montante da dívida consolidada, nos prazos estabelecidos em lei, quando o montante ultrapassar o valor resultante da aplicação do limite máximo fixado pelo Senado Federal; (ii) ordenar ou autorizar a abertura de crédito em desacordo com os limites estabelecidos pelo Senado Federal, sem fundamento na lei orçamentária ou na de crédito adicional ou com

inobservância de prescrição legal; (iii) deixar de promover ou de ordenar, na forma da lei, o cancelamento, a amortização ou a constituição de reserva para anular os efeitos de operação de crédito realizada com inobservância de limite, condição ou montante estabelecido em lei; (iv) deixar de promover ou de ordenar a liquidação integral de operação de crédito por antecipação de receita orçamentária, inclusive os respectivos juros e demais encargos, até o encerramento do exercício financeiro; (v) ordenar ou autorizar, em desacordo com a lei, a realização de operação de crédito com qualquer um dos demais entes da Federação, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que na forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente; (vi) captar recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido; (vii) ordenar ou autorizar a destinação de recursos provenientes da emissão de títulos para finalidade diversa da prevista na lei que a autorizou; (viii) realizar ou receber transferência voluntária em desacordo com limite ou condição estabelecida em lei. Esses crimes têm previsão de pena de detenção de três meses a três anos, e acarretam, em eventual condenação definitiva, a perda do cargo e a inabilitação pelo prazo de cinco anos, para exercício de cargo ou função pública, eletivo ou de nomeação, com possibilidade de reparação civil ao dano causado ao Erário.

Consta também na Lei Federal de n.º 10.028, de 19 de outubro de 2000, a tipificação de infrações administrativas, que geram punição de multa de trinta por cento dos vencimentos anuais do agente que lhe dá causa, que assume o pagamento em caráter pessoal. A lei dispõe que as infrações são objeto de apreciação dos Tribunais de Contas competente sobre a apreciação contábil, financeira e orçamentária do ente. São condutas tipificadas como infração: (i) deixar de divulgar ou de enviar ao Poder Legislativo e ao Tribunal de Contas o relatório de gestão fiscal, nos prazos e condições estabelecidos em lei; (ii) propor lei de diretrizes orçamentárias anual que não contenha as metas fiscais na forma da lei; (iii) deixar de expedir ato determinando limitação de empenho e movimentação financeira, nos casos e condições estabelecidos em lei; (iv) deixar de ordenar ou de promover, na forma e nos prazos da lei, a execução de medida para a redução do montante da despesa total com pessoal que houver excedido a repartição por Poder do limite máximo.

Por fim, a Lei Federal de n.º 10.028, de 19 de outubro de 2000, também alterou a Lei Federal n.º 1.079, de 10 de abril de 1950, que trata dos crimes de responsabilidade do Presidente da República, acrescentando às hipóteses previstas pelo

artigo 10 as mesmas tipificações adicionadas ao Decreto-Lei n.º 201, de 1967. Assim, somaram-se às tipificações já dispostas na Lei Federal n.º 1.079, de 10 de abril de 1950, que são: (i) não apresentar ao Congresso Nacional a proposta do orçamento da República dentro dos primeiros dois meses de cada sessão legislativa; (ii) exceder ou transportar, sem autorização legal, as verbas do orçamento; (iii) realizar o estorno de verbas; (iv) infringir, patentemente, e de qualquer modo, dispositivo da lei orçamentária.

Essas condutas, assim como as demais previstas na Lei de Crimes de Responsabilidade, mesmo na hipótese de terem sido simplesmente tentadas, são punidas com perda de cargo, inabilitação, até cinco anos, para o exercício de qualquer função pública, imposta pelo Senado Federal nos processos contra o Presidente da República ou Ministros de Estado, contra os Ministros do Supremo Tribunal Federal ou contra o Procurador Geral da República, sem prejuízo de processamento por crime comum na Justiça Ordinária.

2.7 Conclusão

O controle do endividamento público, como vimos neste Capítulo, parte das disposições constitucionais sobre as competências da União para legislar sobre normas de direito financeiro e orçamentário, em especial sobre a dívida pública externa e interna e a emissão de títulos da dívida pública.

O mandamento constitucional também incumbe a União de fiscalizar as operações de crédito realizadas pelos entes subnacionais. Essas atribuições, dentre outras que mencionamos na primeira parte do Capítulo, estabelecem critérios de gestão, normatização e fiscalização do endividamento público em âmbito nacional e são distribuídas entre os Poderes Executivo e Legislativo.

A interação desses dois Poderes para a produção do planejamento financeiro estatal é expressamente disciplinada pela Constituição Federal, pela instituição do Plano Plurianual, da Lei de Diretrizes Orçamentárias e pela Lei Orçamentária Anual. A execução da programação orçamentária também conta com um aparato institucional de controle, fiscalização e transparência que tem igualmente tratamento constitucional.

Dessa forma, vimos que o quadro constitucional estabelece competências e dinâmicas para o funcionamento das finanças públicas e dá destaque ao tema da dívida pública. Trata expressamente de um limite de endividamento, no inciso III, do artigo 167,

ao estabelecer a Regra Ouro, que limita a realização de operações de crédito ao montante de despesas de capital do exercício fiscal.

No âmbito infraconstitucional do controle do endividamento, perpassamos as regras contidas na Lei de Responsabilidade Fiscal que orientam a confecção do planejamento financeiro e orçamentário e que estabelecem critérios de limitação de despesas correntes para cumprimento da meta fiscal.

A lei determina que esse critério seja determinado por um percentual aplicado sobre as receitas correntes líquidas dos entes. A mesma técnica foi projetada sobre os limites de endividamento, compromisso de amortização, contratação de operações de crédito e AROs pelos entes subnacionais, por meio das Resoluções do Senado Federal. As hipóteses de refinanciamento da dívida pública foram ressalvadas dos limites, assim como ficou autorizada a emissão de títulos da dívida pública pelos entes subnacionais para atender ao refinanciamento, até o ano de 2010.

A análise dos textos legais e normativos que disciplinam o planejamento financeiro e orçamentário do Estado nos permitiu identificar que o exercício do controle do endividamento se realiza de forma concomitantemente ao controle do aumento de despesas correntes, identificadas como uma das principais fontes de desequilíbrio fiscal. Ambos os controles têm enquadramento normativo desde o texto constitucional e alcançam as normas infraconstitucionais. Como se viu, o reforço sobre o controle das despesas correntes é anterior à Lei de Responsabilidade Fiscal, tendo sido objeto de regulação pela Lei Complementar n.º 82, de 27 de março de 1995, e da Emenda Constitucional n.º 19, de 1998.

Nesse sentido, o monitoramento sobre a situação de endividamento público de todos os entes subnacionais e o respeito aos limites sobre as despesas primárias foi atribuído ao Ministério da Fazenda, pela Lei de Responsabilidade Fiscal. A verificação dos limites e a imposição das normas de recondução aos limites é exercido a partir da competência do Ministério.

Esse sistema de controle do endividamento público foi reforçado pela tipificação penal de condutas que desvirtuem a execução orçamentária e desrespeitem as regras de endividamento público, por meio da Lei Federal de n.º 10.028, de 19 de outubro de 2000.

Não obstante um forte aparato institucional de controle do endividamento e da expansão das despesas primárias, foi aprovado o Novo Regime Fiscal, em 2016, que

alterou a Constituição Federal para congelar esse tipo de gasto federal pelo prazo de vinte anos. A limitação do endividamento da União, todavia, permanece sem disposição legal ou normativa.

As razões que levam o Ordenamento Jurídico a reforçar o controle sobre despesas correntes, sem promover a mesma limitação sobre as despesas de capital, encontram-se na interação entre a Política Fiscal e a Política Monetária, que atualmente tem na meta de resultado primário, estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias, o instrumento de planejamento, e no Banco Central o instrumento de execução da política monetária e cambial.

Nos próximos Capítulos, veremos por uma perspectiva histórica e institucional como a interação entre o âmbito fiscal, monetário e cambial se desenvolveu no caso brasileiro. Esse percurso analítico nos levará à compreensão da Dívida Pública como um estatuto jurídico que altera no curso do tempo a depender das condições materiais e institucionais de cada época. O método histórico traz informações sobre como esse estatuto foi modificado e qual racionalidade se impõe sobre as formas jurídicas que o sustentam.

CAPÍTULO III – FINANCIAMENTO PÚBLICO E ENDIVIDAMENTO

O objetivo deste Capítulo III é tratar do desenvolvimento histórico e institucional do financiamento do Estado brasileiro a partir da relação da dívida pública com a política monetária. Esta abordagem identifica as causas que levaram à construção do estatuto jurídico da dívida pública atualmente vigente, que estudamos nos Capítulos anteriores, e também prepara a análise dos Capítulos seguintes.

É a relação entre a dívida pública e a política monetária que explica os arranjos financeiros que transferiram as dívidas dos entes subnacionais para a União e construíram um arcabouço fiscal de âmbito nacional, que estudaremos no Capítulo IV, e que levaram à construção do ordenamento jurídico do controle do endividamento, que vimos no Capítulo II.

Veremos que, com a adoção da política de controle monetário, em especial a partir da implementação do Plano Real, o modelo de financiamento construído a partir de 1964 se tornou inviável. Dessa forma, a análise dessa trajetória também subsidia o estudo do Capítulo V, em que estudaremos mais detidamente como a lógica da política monetária no período recente afeta a política fiscal e tem centralidade na dívida pública.

No Brasil, o financiamento público combinou endividamento público e emissão monetária entre 1945 e 1986, e tinha como finalidade a promoção do desenvolvimento econômico e social liderado pelo Estado brasileiro. Após, são realizadas uma série de reformas que estabelecem o controle inflacionário como prioridade, o que implicou na separação dos instrumentos fiscais e monetários. O endividamento público funcionou como peça chave da mudança de orientação da política estatal, uma vez que passou a servir prioritariamente como mecanismo de enxugamento da base monetária, em detrimento dos projetos de desenvolvimento.

Ao longo deste Capítulo, veremos que o descontrole monetário tem causas na alteração da relação de valor entre a moeda nacional e a moeda internacional. A estabilização monetária passará, portanto, pelo reequilíbrio dessa relação, por meio do exercício da política monetária e do endividamento público, principalmente a partir da implementação do Plano Real, em 1994. Dessa forma, este Capítulo estabelece os nexos que relacionam os Capítulos anteriores e os dois próximos.

3.1 Financiamento Público por endividamento e emissão monetária

Até 1964, o financiamento público para cobertura do déficit fiscal foi baseado na emissão de moeda. A função emissora foi historicamente desempenhada pelo Banco do Brasil, de sua criação em 1808 até 1829, e, após, em sua recriação em 1851 até 1866, quando a emissão monetária transferida ao Tesouro Nacional. A partir de 1906, o banco assumiu funções de exercício da política monetária com a criação de inúmeras carteiras, em paralelo com suas funções comerciais e de fomento.

Por força do contexto internacional de organização do Sistema de Bretton Woods, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC, subordinada ao Ministério da Fazenda, por meio do Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, com missão de exercer controle sobre o mercado monetário e preparar a criação de um Banco Central, que se apresentava como requisito de adesão ao sistema do Fundo Monetário Internacional.

Entre as atribuições da SUMOC, estava emitir moeda mediante autorização do Tesouro Nacional, determinar os percentuais dos depósitos compulsórios junto ao Banco do Brasil, determinar as taxas de juros oficiais, as taxas de redescontos e de juros dos empréstimos a bancos, autorizar a compra e venda de ouro, autorizar empréstimos a bancos, orientar a fiscalização dos bancos, orientar a política cambial e de operações bancárias, administrar a dívida pública mobiliária federal, e exercer amplo poder regulatório sobre essas funções. O Decreto-Lei n.º 7.293 autorizou o Ministério da Fazenda a contratar o Banco do Brasil para realizar os serviços da SUMOC, e ficou obrigado a assumir os custos operacionais quando as atividades da entidade não fossem lucrativas o suficiente.

O referido Decreto-Lei determinava a transferência para a SUMOC da Carteira de Câmbio e Comércio Exterior - CACEX, da Carteira de Redesconto do Banco do Brasil – CARED, da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária - CAMOB[31], que

[31] A CAMOB foi criada pelo Decreto 21.499, de 9 de junho de 1932, à época por entendimento do Governo por uma maior organização do mercado bancário. Conforme ementa:"O Chefe do Governo Provisório da Republica dos Estados Unidos do Brasil, na forma do disposto no art. 1º do decreto n. 19.398, de 11 de novembro de 1930, Considerando que o retraimento do crédito impede o desenvolvimento das fontes de riqueza do país; Considerando que esse retraimento é em parte resultante da política de previsão que os bancos se viram compelidos a seguir em face da crise mundial cujas consequências criaram um ambiente de geral desconfiança, Considerando que é essencial restabelecer a normalidade das operações de crédito bancário e que para isso é necessário assegurar aos bancos condições de mobilidade de seus ativos que lhes permitam, em qualquer emergência, fazer face aos compromissos assumidos e ás necessidades gerais da economia do país". O artigo 1º diz: Art. 1º Fica criada a Caixa de Mobilização Bancária, destinada a

estavam no Banco do Brasil. Dessa forma, a SUMOC assumia a política cambial, o registro de capitais estrangeiros, o mercado aberto, os juros do redesconto, o percentual do depósito compulsório, a fiscalização dos bancos e o registro de capitais estrangeiros. A emissão monetária permaneceu sob titularidade do Tesouro Nacional, por meio da Caixa de Amortização.

O fato das funções monetária da SUMOC serem parcialmente executadas pelo Banco do Brasil, pela custódia do depósito compulsório e pela execução dos serviços das carteiras, combinado com as funções de banco comercial e de fomento, que eram próprias do banco, criaram uma contradição entre as funções de fomento e de controle monetário que, na prática, significou a ineficácia do mandato da SUMOC para exercício do controle monetário (JALORETTO, 2016, p. 69).

3.1.1 O Conselho Monetário Nacional e a formulação da Política Monetária

Essa situação seria remediada com a edição da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que extinguiu a SUMOC e redistribuiu suas funções para o Conselho Monetário Nacional – CMN e o Banco Central do Brasil - BCB, criados pela lei no bojo do novo quadro institucional que instaurou o Sistema Financeiro Nacional, composto também pelo Banco do Brasil S.A., pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e demais instituições financeiras públicas e privadas.

Ficou a cargo do Conselho Monetário Nacional a formulação da política da moeda e do crédito, com a finalidade de promover o progresso econômico do país. Dentre os objetivos do Conselho, destacamos os seguintes, que deveriam se adequar à política de investimentos do Governo Federal: (i) o controle dos meios de pagamentos às necessidades da economia nacional e seu desenvolvimento, (ii) o controle do valor interno da moeda, com prevenção a surtos inflacionários e deflacionários de origem interna ou externa, depressões econômicas e outros desequilíbrios que afetem a harmonia da economia nacional, (iii) a regulação do valor da moeda externa e o equilíbrio do balanço de pagamentos e o melhor uso das reservas; (iv) a orientação da aplicação de recursos das instituições financeiras públicas e privadas com vistas ao desenvolvimento harmônico nacional, em vista das diferenças regionais do país; (v) o aperfeiçoamento das instituições

promover a mobilização das importâncias aplicadas em operações seguras, mas de demorada liquidação, realizadas, anteriormente à data deste decreto, pelos bancos de depósitos e descontos, nacionais e estrangeiros, estabelecidos no pais; Parágrafo único. O prazo de duração da Caixa será de dez anos.

e dos instrumentos financeiros e a busca por maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; (vi) o zêlo pela liquidez e solvência das instituições financeiras; e (vii) a coordenação das políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa.

O artigo 4º, da Lei n.º 4.595, de 1964, tratou das competências do CMN, que deveriam se subordinar às orientações da Presidência da República. No rol de atribuições, constou (i) a autorização para, na forma da lei, emitir papel moeda pelo Banco Central do Brasil para financiamento direto[32] do Tesouro Nacional, limitada a emissão monetária anual ao limite de até 10% (dez por cento) dos meios de pagamento para encaixe da economia e, por meio de mensagem do Presidente da República ao Congresso Nacional, quando ultrapassassem o referido percentual, sob pena de responsabilização em caso de negativa de homologação pelo Congresso Nacional; (ii) a aprovação das propostas de Orçamento Monetário formuladas pelo Banco Central do Brasil para atender às necessidades da política monetária e creditícia, bem como monitorar a execução do orçamento monetário pelo banco; (iii) a fixação das diretrizes e normas da política cambial; (iv) a disciplina do crédito; (v) a regulação da constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras; (vi) a limitação das taxas de juros; (vii) a determinação do recolhimento compulsório, junto ao Banco Central do Brasil, por meio da subscrição de letras ou obrigações do Tesouro Nacional ou compra de títulos da dívida pública federal, de até 60% (sessenta por cento) do total dos depósitos das instituições financeiras, deduzidos, quando se tratar de entidades controladas pelo Poder Público, os valores por elas depositados; (viii) a outorga ao Banco Central do Brasil do monopólio das operações de câmbio quando houver grave desequilíbrio da balança de pagamentos ou iminência de tal situação; (ix) a instituição de normas do mercado de títulos da dívida pública; (x) a decisão sobre a forma e o prazo de transferência de resultados do Banco Central do Brasil ao Tesouro Nacional, e (xi) o relato ao Congresso Nacional da situação monetária e creditícia do país.

A composição do CMN foi alterada diversas vezes desde sua instituição[33]. A atual composição foi instituída pela Lei Federal n.º 9.069, de 1995, que implementou o

[32] Com relação ao item "i", convém esclarecer que a Constituição Federal de 1988 fixou, no artigo 164, o mandato do Banco Central do Brasil para emitir papel moeda. No parágrafo 1º desse artigo, porém, vedou expressamente o financiamento direto do Tesouro Nacional pelo Banco Central do Brasil.

[33] Para uma análise sobre as alterações da composição do Conselho Monetário Nacional e de que maneira a sua composição refletiu a tensão entre as orientações desenvolvimentistas e as orientações de controle monetário, ver FRANCO, 2016, pp. 50-60.

Plano Real e estabeleceu que o conselho é integrado pelos Ministros de Estado da Fazenda, do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil. A lei do Plano Real também alterou o rol de comissões que integram o Conselho previstos pela Lei n.º 4.595, de 1964, nos artigos 9º e 10. Passaram a compor o Conselho as Comissões (i) de Normas e Organização do Sistema Financeiro, (ii) de Mercado de Valores Mobiliários e Futuros, (iii) de Crédito Rural, (iv) de Crédito Industrial, (v) de Crédito Habitacional, e para Saneamento e Infra-Estrutura Urbana, (vi) de Endividamento Público, (vii) de Política Monetária e Cambial, e (viii) a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito – COMOC.

A COMOC recebeu destaque da lei do Plano Real, que previu, diferentemente das demais comissões, a sua composição. A lei estabeleceu como membros da COMOC o presidente e quatro diretores do Banco Central do Brasil, pelo presidente da Comissão de Valores Mobiliários, pelos Secretários executivos do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, pelo Secretário do Tesouro Nacional e pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda. A lei previu competência da COMOC para propor a regulamentação de matérias de competência do Conselho Monetário Nacional, para manifestar-se sobre a matérias de competência do Conselho, entre outras atribuições, o que funcionou como forma de aumentar o poder de decisão do Ministério da Fazenda e do Banco Central do Brasil sobre o Conselho, que historicamente teve uma composição mais ampla e instável do ponto de vista institucional (FRANCO, 2016, p. 64)

3.1.2 O Banco Central do Brasil e a execução da Política Monetária

A criação do Banco Central do Brasil foi disposta pelo artigo 8º, da Lei n.º 4.595, de 1964, com formalização da autonomia orçamentária e administrativa, composição por cinco membros, sendo um deles o presidente, todos nomeados pelo Presidente da República, a partir da escolha do Conselho Monetário Nacional. O BCB surge com a transferência das atividades da Caixa de Amortização, do Ministério da Fazenda, que até então fora responsável pela emissão monetária, e da Carteira de Redescontos – CARED e da Caixa de Mobilização Bancária - CAMOB, ambas do Banco do Brasil S.A..

O Banco foi criado para executar as políticas formuladas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo-lhe exclusivamente, segundo o artigo 10, da Lei n.º 4.595, de 1964, (i) a emissão monetária; (ii) a execução de serviços do meio circulante, a

determinação de recolhimento de depósito compulsório no limite de até 100% (cem por cento) dos depósitos à vista, com adequações regionais, de prioridades e de natureza das instituições financeiras; (iii) o recolhimento do depósito compulsório e voluntário das instituições financeiras; (iv) a realização das operações de redesconto e de empréstimos às instituições financeiras bancárias; (v) o exercício do controle sobre o crédito; (vi) o exercício do controle sobre capitais estrangeiros; (vii) a custódia dos depósitos das reservas de ouro e moeda estrangeira; (viii) a prerrogativa exclusiva para autorizar e fiscalizar a atividade de instituições financeiras públicas e privadas, bem como dos mercados financeiros e de capitais, que anteriormente fora papel do Banco do Brasil S.A.; (ix) a realização de operações de compra e venda de títulos públicos federais (open Market) para execução da política monetária; (x) a realização de empréstimos internos e externos na função de agente do Governo Federal; (xi) a atuação no mercado cambial para regular a taxa de câmbio e resguardar o equilíbrio da balança de pagamentos; e (xii) a emissão de títulos de responsabilidade própria[34].

As receitas do Banco eram compostas pelas operações financeiras e outras aplicações de recursos, as operações de câmbio, de compra e venda de ouro e moedas estrangeiras, entre outras. Estudaremos no Capítulo V como o resultado do Banco Central do Brasil foi disciplinado juridicamente para interagir como o Tesouro Nacional. Para o momento, a exposição do tratamento dado pela Lei n.º 4.595, de 1964, ao Banco é suficiente para os objetivos deste Capítulo.

Ao lado das funções de autoridade monetária, a Lei n.º 4.595, de 1964, dispôs, no Capítulo das Disposições Transitórias, que o Banco Central do Brasil exerceria também funções de fomento relacionadas ao crédito rural, que até então eram de titularidade do Ministério da Agricultura. Com o advento da Lei n.º 4.829, de 1965, que institucionalizou a política de crédito rural, o mandamento da Lei do Sistema Financeiro Nacional ganhou organicidade e passou a ser executada pela autoridade monetária.

Essa confusão de funções também se dava de outro lado. Determinadas funções da Autoridade Monetária foram compartilhadas, por disposição da Lei n.º 4.595, de 1964, com o Banco do Brasil S.A.. Além da função comercial, as políticas de creditícia e financeira do Governo Federal ficaram a cargo do Banco do Brasil S.A.. O depósito de

[34] A LRF, no parágrafo 2º, do artigo 29, determinou que os títulos da dívida pública emitidos pelo Banco Central do Brasil fossem incorporados à dívida pública consolidada. Assim, perfez-se a centralização da dívida pública mobiliária junto ao Tesouro Nacional, junto com a vedação de emissão de títulos próprios pelo Banco Central do Brasil, prevista pelo artigo 34 da Lei de Responsabilidade Fiscal.

reservas voluntárias deveria ser feito junto ao Banco do Brasil, enquanto o montante de depósitos compulsórios junto ao Banco Central do Brasil. O Banco do Brasil ficou igualmente autorizado a realizar operações cambiais por conta própria e a mando do Banco Central do Brasil. O serviço da dívida pública consolidada ficou sob atribuição do Banco do Brasil S.A.. A custódia da Conta Única, que vimos no Capítulo I, ficou a cargo do Banco do Brasil, que também ficou o responsável pelos pagamentos referentes à execução do Orçamento Geral da União.

Ademais, a lei vedou a concessão de créditos pelo Banco do Brasil ao Tesouro Nacional.

3.2 Financiamento público por emissão monetária

Com a constituição do Sistema Financeiro Nacional, a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil como órgãos subordinados ao Ministério da Fazenda, criou-se a estrutura institucional de exercício da política monetária. O modelo da Lei n. 4.595, de 1964, como se viu, não afastou algumas com funções de fomento a cargo do Banco Central do Brasil.

Além do duplo mandato dos dois bancos, houve uma efetiva junção entre as funções fiscais assumidas pelo Banco do Brasil S.A. e as funções monetárias de titularidade do Banco Central do Brasil. A imbricação dos dois bancos tomou forma com a constituição da denominada Conta Movimento, cujo efeito prático foi o financiamento de operações fiscais por meio de emissão monetária.

Segundo Maílson da Nóbrega[35], a Conta Movimento foi criada entre o Banco do Brasil S.A. e o Banco Central do Brasil, inicialmente, para prover o Banco Central do Brasil de recursos para que pudesse constituir seu quadro administrativo e iniciar o exercício de seu mandato institucional. A comunicação entre as instituições se deu por uma Carta Reversal, de maio de 1965, portanto, motivada pelo prazo legal de 90 (noventa) dias para implementação da Lei n.º 4.595, de 1964. Por meio da Conta Movimento, o desequilíbrio entre ativos e passivos do Banco do Brasil S.A. era nivelado diariamente, independentemente dos recursos por captados. Dessa forma, criou-se um caixa com recursos ilimitados para o Banco que executava o Orçamento Geral da União e custodiava a Conta Única do Tesouro Nacional.

[35] Fonte: http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/Mailson-corespondencia.htm. Acesso em 10 de julho de 2017.

A Lei do Sistema Financeiro Nacional além de ter estabelecido a vedação do financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco do Brasil S.A., condicionou a União a realizar as Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária, mediante autorização legal, por meio da emissão de títulos da dívida pública mobiliária, conforme o artigo 49. O parágrafo 2º, deste artigo, permitiu que o Banco Central do Brasil, por autorização do Conselho Monetário Nacional, comprasse as letras do Tesouro Nacional com emissão de papel moeda. Dessa forma, o financiamento de déficit fiscal ocorreria pelo mercado de crédito público, com lastro no poder emissor do Banco Central do Brasil.

O fundamento legal que seria reivindicado para a manutenção da Conta Movimento seria no parágrafo 1º, do artigo 19, da Lei n.º 4.595, de 1964, que dispunha que o Conselho Monetário Nacional asseguraria recursos específicos ao Banco do Brasil S.A. para atender aos encargos previstos na lei. Assim, os custos dessa conta constavam no Orçamento Monetário, formulado pelo Banco Central do Brasil, e não no Orçamento Geral da União.

À época, o Orçamento da União era formado pelo Orçamento Geral da União, o Orçamento Geral da Previdência, o Orçamento das Empresas Estatais e o Orçamento Monetário. O primeiro era o orçamento fiscal, regido pelo Princípio do Equilíbrio Fiscal, e era o único aprovado pelo Congresso Nacional; o segundo tinha vigência a partir de ato exclusivo do Poder Executivo, sem necessidade de aprovação do Congresso Nacional, assim como o terceiro; e o quarto, o Orçamento Monetário, era aprovado pelo Conselho Monetário Nacional, integrado pelos orçamentos do Banco Central do Brasil e do Banco do Brasil S.A. (BERCOVICI, MASSONETTO, 2006).

Dessa forma, o equilíbrio fiscal contido no Orçamento Geral da União era garantido pelos recursos auferidos pelo executor dos pagamentos fiscais, o Banco do Brasil S.A., por meio da obtenção de recursos autorizados no âmbito do Orçamento Monetário, por ato do Conselho Monetário Nacional. Tais recursos tinham como origem a emissão monetária realizada pelo Banco Central do Brasil, que transferia os recursos por meio da Conta Movimento para equilíbrio diário do balancete do Banco do Brasil S.A. (JALORETTO, 2016).

Assim, além da arrecadação tributária, a União passou a se financiar pelo endividamento público e pela emissão monetária do Banco Central do Brasil ao Banco do Brasil S.A.

Convém registrar que a emissão monetária, por seus efeitos, também cria um mecanismo de financiamento indireto ao Estado.

A emissão monetária serve, a princípio, para atender ao crescimento real da economia e ao encaixe das transações econômicas, o que representa um encaixe "real" do volume monetário. Quando a emissão ultrapassa o nível de atividade econômica, produzindo excesso de moeda em circulação, advém o fenômeno da inflação. A partir dessa etapa, a emissão monetária passa a servir para, por dado período, corrigir as distorções do excesso de moeda, em busca de estabelecer um novo equilíbrio de valores no sistema de preços (REZENDE, 2011).

Com o aumento da emissão monetária, ocorre o aumento dos saldos monetários, o que alarga a base de cálculo tributária, aumentando o saldo da arrecadação. Trata-se do chamado imposto inflacionário ou receita de "senhoriagem"[36]. Além disso, o aumento do volume monetário também produz a redução do poder de compra da moeda, o que tem por efeito a desvalorização dos ativos, permitindo ao Estado adquirir bens por menor valor (REZENDE, 2011).

Para que o Estado consiga se financiar pela desvalorização do poder de compra da moeda, é preciso que se mantenha a indexação da arrecadação, o que, entre a ocorrência do fato gerador e o recolhimento do imposto, impede que a inflação corroa a receita pública[37]. Caso a indexação não ocorra, o aumento do volume de moedas pode pressionar o déficit público e a dívida pública.

Se, ao lado da indexação da arrecadação, não houver indexação dos gastos públicos ou mora no seu pagamento, haverá, logicamente, a formação de superávit orçamentário e financiamento das finanças públicas. Dessa maneira, diminuindo o endividamento público. Nesse cenário, o Orçamento Público se torna um mecanismo meramente estimativo (REZENDE, 2011, p. 285).

Em 1971, a incorporação do financiamento público por meio do Orçamento Monetário, sem limites e controle pelo Orçamento Fiscal, estendeu-se à política de financiamento por endividamento mobiliário. Em 1971, houve a transferência da administração da Dívida Pública interna do Banco do Brasil S.A. para o Banco Central do Brasil, por meio da Lei Complementar n.º 12, de 8 de novembro.

---

[36] O cálculo da receita de "senhoriagem" ou imposto inflacionário é feito pela multiplicação da taxa de crescimento da base monetária pelo saldo monetário real (REZENDE, 2011, p. 282).

[37] Entre impostos diretos e indiretos, a defasagem é maior para os últimos. O caso brasileiro pode ser ilustrado com a UFIR (Unidade Fiscal de Referência), que servia à atualização diária. Com o Plano Real, a Ufir mudou o ciclo.

Essa lei regulamentou o dispositivo constitucional da época[38] que tratava das Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária. A lei dispunha expressamente que a colocação e o resgate de títulos do Tesouro Nacional decorrentes do giro da dívida pública interna poderiam ser realizados independentemente de estimativa e fixação de limites de receitas e despesas no Orçamento Anual. Na interação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil, a lei atribuía ao Conselho Monetário Nacional poder para autorizar o Banco Central do Brasil a subscrever títulos do Tesouro Nacional, quando o resultado fosse deficitário para este.

Estavam compreendidos os títulos do Tesouro Nacional em circulação e os autorizados no Orçamento Anual para equilíbrio fiscal, bem como os títulos lançados para execução da política monetária, resguardados os limites dispostos pelo Conselho Monetário Nacional. A regra continha a ressalva de que os títulos emitidos para pagamento de despesas com juros, descontos e comissões deveriam constar no Orçamento Anual da União. Mas essa ressalva continha outra ressalva, que atribuía ao Conselho Monetário Nacional o poder de dispensar, a seu critério, a consignação orçamentária desse tipo de despesa. Dessa forma, os custos da política monetária poderiam ficar fora dos limites do Orçamento Fiscal e do controle do Congresso Nacional.

A combinação desse mecanismo com o instrumento da Conta Movimento criou um fluxo de financiamento de custos fiscais por emissão monetária e emissão de títulos da dívida pública interna, com ampla disposição no Orçamento Monetário.

3.2.1 Financiamento por endividamento externo

Um dos objetivos do Plano de Ação Econômica do Governo – PAEG, de 1964, foi resgatar a credibilidade internacional do país para financiar seus déficits, o que, com a reforma do Sistema Financeiro Nacional e a criação da Lei das Sociedades

[38] Trata-se do artigo 69 da Constituição de 1969, que dispunha: "Art 69 - As operações de crédito para antecipação da receita autorizada no orçamento anual não poderão exceder à quarta parte da receita total estimada para o exercício financeiro, e serão obrigatoriamente liquidadas até trinta dias depois do encerramento deste. § 1º - A lei que autorizar operação de crédito, a ser liquidada em exercício financeiro subseqüente, fixará desde logo as dotações a serem incluídas no orçamento anual, para os respectivos serviços de juros, amortização e resgate. § 2º - Por proposta do Presidente da República, o Senado Federal, mediante resolução, poderá: a) fixar limites globais para o montante da dívida consolidada dos Estados e Municípios; b) estabelecer e alterar limites de prazos, mínimo e máximo, taxas de juros e demais condições das obrigações emitidas pelos Estados e Municípios; c) proibir ou limitar temporariamente a emissão e o lançamento de obrigações, de qualquer natureza, dos Estados e Municípios".

Anônimas, criou condições para o incremento da entrada de capitais na década de 1960 (PEDRAS, 2009).

A Dívida Pública Federal externa teve como marco legal para a contratação de operações de crédito externa o Decreto-Lei 1.312, de 15 de fevereiro de 1974, que tratava das garantias do Tesouro Nacional para realizar operações de créditos obtidos no exterior, bem como dos limites de contratação de créditos em moeda estrangeira.

As operações de crédito obtidos no exterior tinham como finalidade o desenvolvimento de infraestrutura para promover o projeto de desenvolvimento econômico do país, ou o refinanciamento das operações contratadas para essa finalidade, em prol do interesse nacional. Os recursos eram depositados no Banco Central do Brasil.

Dentre as finalidades previstas pelo Decreto-Lei, estavam (i) o reaparelhamento de portos, de órgãos da administração federal no exterior e de sistemas de transportes; (ii) o aumento da capacidade de armazenamento frigoríficos e matadouros; (iii) a elevação do potencial de energia elétrica; (vi) o desenvolvimento de indústrias básicas e agricultura, educação, saúde pública, saneamento urbano ou rural, comunicações, pesca; (iv) o amparo à média e pequena indústria, habitação, colonização, pecuária e integração e desenvolvimento urbano e regional ou ligados à segurança nacional. Cabia ao Ministro do Planejamento e Coordenação Geral a apreciação sobre qualquer operação de crédito externo realizada pela Administração Federal Direta ou Indireta, com análise de conformidade de grau de prioridade do projeto ou programa específico, previsão em plano ou programa nacional de investimento e também previsão orçamentária.

Além dessas finalidades, o Decreto-Lei previa também a tomada de crédito internacional para financiamento compensatório de desequilíbrio de balanço de pagamentos ou para a formação de reservas internacionais em moeda estrangeira, dentro do limite de 30% (trinta por cento) sobre a média anual do valor das exportações brasileiras realizadas nos três últimos anteriores ao financiamento.

Os termos das garantias estavam endereçados a operações de créditos concedidos por organismos financeiros, estrangeiros ou internacionais, a Estado ou Município, bem como a empresas públicas ou sociedades sob controle acionário do Poder Público, que se voltassem às finalidades descritas no parágrafo anterior. Estavam compreendidas nessas autarquias da Administração Federal as Superintendências de Desenvolvimento Regional, como a Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste -

SUDENE, Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia - SUDAN, Superintendência do Desenvolvimento da Pesca - SUDEPE.

Cabia ao Ministro da Fazenda firmar operações de empréstimo, garantia, aquisição de bens e financiamento junto ao exterior. Era também de sua competência dar aval às garantias do Tesouro Nacional nas operações em que fosse parte a União Federal. No caso dos demais entes, o Ministério da Fazenda era responsável por emitir autorização com parecer prévio junto à instituição financeira pública intermediadora da operação, com as devidas contragarantias apresentadas pelo mutuário.

Durante a década de 1970, o país emitiu títulos da dívida pública externa para contornar as crises de financiamento provocadas pelo aumento dos preços do petróleo, que deteriorou a balança de pagamentos. A partir de 1973, o endividamento externo deixou de ser propulsor do crescimento para se tornar uma trava. Com o aumento das taxas de juros pela Reserva Federal dos Estados Unidos da América em 1979, houve fuga de capitais e esgotamento das reservas internacionais para cumprimento dos compromissos externos. Os empréstimos internacionais se tornaram impagáveis e a recessão econômica internacional minou o crescimento interno (PEDRAS, 2009).

A reversão dos fluxos de reservas internacionais aumentaria a pressão sobre o poder de emissão monetária concentrado no Banco Central do Brasil, que era também o depositário exclusivo das reservas. Veremos como a relação de valor entre a moeda nacional e a internacional, especificamente o dólar, refletiu-se sobre todo o sistema de finanças públicas e privadas, que demandaram, na década de 1980, a reforma do padrão de financiamento público desde a União até os entes subnacionais.

3.2.2 Financiamento por endividamento interno

A edição da Lei n.º 4.357, de 16 de julho de 1964, preparara o contexto do mercado de crédito público com a criação do mecanismo da correção monetária[39] e a

[39] A correção monetária surgiu como Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN. Posteriormente, foi alterada pelos programas econômicos de combate à inflação. Com o Decreto Lei n.º 2.283, de 1986, estabeleceu-se o padrão monetário do Cruzado, e foi instituído o mecanismo de correção monetária denominado Obrigações do Tesouro Nacional – OTN, que na prática suspendia o mecanismo de correção pela manutenção do índice por 12 (doze) meses, o que convergia com a política de congelamento de preços visada pela troca do padrão monetário. Em janeiro de 1989, a Medida Provisória n.º 32, convertida na Lei Federal n.º 7.730, do mesmo ano, alterou o padrão monetário para o Cruzado Novo, e manteve as Obrigações do Tesouro Nacional como instrumento de correção monetária. No mês seguinte, por meio da Medida Provisória n.º 57, convertida na Lei Federal n.º 7.777, foi instituído o Bônus do Tesouro Nacional - BTN como mecanismo de atualização monetário mensal, que foi mantido quando instituído o padrão monetário do

centralização das funções de emissão e custódia junto à Caixa de Amortização. A lei estabelecia a atualização periódica do valor nominal das obrigações do Tesouro Nacional em razão das variações do poder aquisitivo da moeda nacional, com periodicidade trimestral de índice de correção determinado pelo Ministério da Fazenda.

O saneamento dos títulos da dívida pública emitidos antes da vigência da Lei n.º 4.595, de 1964, foi possibilitado pela edição do Decreto-Lei n.º 263, de 28 de fevereiro de 1967, que criou o Fundo de Resgate e Controle da Dívida Pública Interna Fundada Federal, subordinado ao Banco Central do Brasil, para substituir os antigos títulos por novos, adequados ao rendimento da ORTN. Os recursos do fundo teriam como origem créditos orçamentários suplementares especiais, parcelas dos recursos obtidos com a colocação de títulos federais, o saldo positivo dos resultados do Banco Central do Brasil e outras eventuais receitas.

Com a institucionalização do Sistema Financeiro Nacional, estabeleceu-se o mecanismo de endividamento público como forma de financiamento do déficit fiscal. O novo quadro institucional permitiu que as finanças públicas impulsionassem a constituição do mercado de crédito público. O mercado de crédito público criado a partir daí foi estruturado por meio de outras leis que viabilizaram a comercialização dos títulos da dívida pública federal interna.

Além de contribuir para o financiamento do déficit público, o mercado de crédito permitiu a consolidação de instrumentos de execução da política monetária, a criação de referencial de longo prazo para financiamento do setor privado, em razão do volume e solidez de pagamento do setor público para o mercado de crédito privado, e a alocação intergeracional de recursos, com mobilização de poupança mais eficiente (PEDRAS, 2009, p. 58).

A liquidez dos títulos da dívida pública foi incrementada pelo Decreto-Lei n.º 263, de 28 de fevereiro de 1967, que tornou os títulos da dívida pública mobiliária federal, estadual e municipal, insusceptíveis de gravames de qualquer natureza que importassem em obrigações de repartições emitentes ou seus agentes a exercer controles

---

Cruzeiro, por meio da Medida Provisória n.º 168, de março de 1990, convertida na Lei Federal n.º 8.024, de 1990. Por fim, foi instituída a correção monetária atualmente vigente, denominada Taxa Referencial – TR, por meio da Medida Provisória n.º 294, de janeiro de 1991, convertida na Lei Federal n.º 8.177, de 1991. Essa taxa foi mantida nas alterações de padrão monetário que implementaram, sucessivamente, o Cruzeiro Real (Medida Provisória n.º 336, de 1993, convertida na Lei Federal n.º 8.697, de 1993), na Unidade Real de Valor – URV (Medida Provisória n.º 482, de 1994, convertida na Lei Federal n.º 8.880, de 1994) e no Real (Medida Provisória n.º 566, de 1994, convertida na Lei Federal n.º 9.069, de 1995). Essas informações estão disponíveis na rede mundial de computadores.

prévios especiais quanto à negociabilidade, ao pagamento de juros ou efetivação de resgate. O dispositivo do decreto-lei ressalvava a hipótese de restrições judiciais desde que determinado o depósito junto à instituição financeira oficial.

Em 1970, por meio do Decreto Lei n.º 1.079, de 29 de janeiro, posteriormente regulamentado pela Resolução n.º 150, do Conselho Monetário Nacional, de julho do mesmo ano, foi criada a Letra do Tesouro Nacional - LTN, como instrumento de exercício da política monetária para redução da liquidez monetária e desenvolvimento do mercado aberto, exclusivamente emitidas pelo Banco Central do Brasil, em consonância com a diretrizes do Conselho e do Orçamento Monetário, com limite de até 10% (dez por cento) sobre o volume de meios de pagamento do exercício anterior, sem juros e resgate pelo valor nominal no vencimento.

As Letras do Tesouro Nacional emitidas para realização de Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária tinham como limite de vencimento o prazo de 120 (cento e vinte) dias do encerramento do respectivo exercício, com obrigação do Poder Executivo de enviar mensagem ao Congresso Nacional, até 15 de março, sobre as formas de liquidação dos títulos remanescentes, vedada a compra pelas instituições financeiras públicas federais.

Alicerçou-se dessa forma o mercado de crédito da dívida pública, com emissões regulares e centralizadas em casas de custódia, e valores de negociação blindados da corrosão inflacionária: (i) o entrosamento dos instrumentos de colocação de títulos públicos para financiamento do déficit público e execução da política monetária, atribuídos ao Banco Central do Brasil pelo artigo 10, inciso XII, da Lei n.º 4.595, de 1964, (ii) o instituto da correção monetária e (iii) o instrumento das Letras do Tesouro Nacional – LTN.

O quadro institucional viabilizou a obtenção de recursos não inflacionários para cobertura de déficit, consolidou as operações de mercado aberto e garantiu o funcionamento do giro da dívida pública federal interna da União. O que fez com que, ao final da década de 1970, a dívida pública federal funcionasse majoritariamente para o desenvolvimento do mercado aberto de títulos da dívida pública e para a consolidação dos instrumentos de política monetária, representando um terço do Produto Interno Bruto da economia nacional à época (PEDRAS, 2009).

Com a reversão dos fluxos de reservas internacionais a partir de 1979, o poder de compra da moeda nacional foi alterado, o que se sentia pela aceleração do

processo inflacionário. A engrenagem orçamentária que combinava gasto fiscal com emissão monetária já se fazia sentir na desaceleração do crescimento econômico e na perda de eficácia dos instrumentos da correção monetária e das Letras do Tesouro Nacional foi enfraquecida.

Durante a década de 1980, o fortalecimento do mercado de títulos da dívida pública passou a ser uma diretriz apoiada pelo Fundo Monetário Internacional – FMI, com a justificativa de que os benefícios seriam tanto do ponto de vista macroeconômico, quanto do ponto de vista microeconômico. No primeiro caso, o mercado de dívida pública (i) contribuiria para a redução da necessidade de financiamento do Poder Público e diminuiria a exposição a dívidas em moeda externa; (ii) consolidaria os instrumentos de política monetária para manutenção do poder de compra da moeda; (iii) funcionaria como motor para estimular ou desestimular o consumo e o investimento, em contextos de combate à recessão ou à inflação; (iv) diminuiria a exposição os custos do serviço da dívida no médio e no longo prazos, bem como diminuiria os riscos de financiamento pela prática de taxas de juros muito altas, tornando o mercado mais líquido (SILVA, GARRIDO, CARVALHO, 2009, p. 281).

No tocante aos benefícios microeconômicos, o seu desenvolvimento permitiria (i) aumentar a estabilidade das instituições financeiras; (ii) desenvolver o mercado secundário de crédito; (iii) desenvolver a indústria financeira do país (SILVA, GARRIDO, CARVALHO, 2009, p. 281).

Com vistas a manter a integridade dos mecanismos de política monetária e o pleno funcionamento do mercado de crédito público para financiar o déficit público, os prazos de vencimento da dívida pública foram encurtados, o volume de emissão aumentou, os rendimentos foram majorados e passaram a ser pós fixados, em detrimento dos pré fixados (PEDRAS, 2009, p. 62).

Assim, a alteração do padrão de valor da moeda nacional com a moeda internacional era refletida no aumento do endividamento público por meio do mercado de crédito público, que foi majorado para conter o aumento da base monetária em um contexto de desaceleração e recessão econômica. Esse aumento da dívida pública era também pressionado pelo padrão de financiamento público voltado ao desenvolvimento, que estivera ancorado no fluxo e no volume de reservas internacionais, que, internamente, criava lastro para a emissão monetária – pela imbricação dos Orçamentos Fiscal e

Monetário. O aumento do estoque da dívida pública nacional, para enxugar o excesso de liquidez monetária, expressava, dessa forma, um ajuste de nível sistêmico.

Os efeitos desse ajuste alcançariam os demais entes da União, que, sem poder emitir moeda, vão agravar o endividamento dos Tesouros estaduais e dos bancos públicos estaduais, até que o passivo superasse as disponibilidades dos Estados para honrar seus compromissos. Com a implementação das políticas de controle inflacionário, esse padrão de financiamento se exauriria, em razão da aniquilação dos lucros inflacionários. O impacto seria sentido pelas instituições financeiras públicas e privadas, e consequentemente pelos Tesouros estaduais. Nesse quadro, a dívida pública mobiliária federal seria o expediente de estabilização e saneamento da liquidez da economia nacional.

É o que passamos a analisar.

3.3 Financiamento dos Estados

O Plano de Ação Econômica do Governo – PAEG, implementado pelo Governo Militar em 1964, estabeleceu uma centralização financeira na União, em detrimento dos entes subnacionais, no tocante à arrecadação de impostos e volume de gastos públicos. Na década de 1960, a União arrecadava menos de 60% (sessenta por cento) das receitas tributárias, enquanto na década de 1980, esse percentual ultrapassava 70% (setenta por cento) (ANDRADE, 2012).

Um dos mecanismos que possibilitou esse aumento do poder econômico da União frente aos demais entes foi a implementação do Código Tributário Nacional, em 1966, que atribuiu maior número de impostos ao ente nacional, assim como ampliou a possibilidade de criação de outros tributos. Além disso, era prerrogativa da União alterar a alíquota de Imposto sobre Circulação de Mercadorias, cuja arrecadação cabia aos Estados e ao Distrito Federal. Mecanismos de criação de impostos ou adicionais, e de definição de alíquotas e isenções fiscais, ficaram resguardados à competência da União. Por fim, os recursos oriundos de repasses constitucionais, que constituíam o Fundos de Participação dos Estados e Municípios, eram condicionados à aplicação em despesas de capital e à implementação de políticas federais. O quadro de escassez de recursos para os entes subnacionais era complementado pela criação de mecanismos de poupança compulsória controlados pela União e incidentes sobre a atividade econômica, como o Fundo de

Garantia por Tempo de Serviço – FGTS, o Programa de Integração Social – PIS e o Programa do Servidor Público – PASEP (ANDRADE, 2012).

A descentralização financeira ocorreria somente com a implementação da Constituição Federal de 1988, ao ampliar os repasses dos fundos de participação e aumento a base de incidência dos impostos estaduais e municipais, e descentralizar os gastos públicos (ANDRADE, 2012).

Nesse contexto, os bancos públicos federais e estaduais serviram como alternativa ao financiamento das atividades de Estados e Municípios, o que também aumentou o controle da União sobre as receitas desses entes, em razão do condicionamento aos empréstimos e à prestação de garantias, junto às instituições financeiras federais, que condicionavam as operações de crédito e a concessão de garantias às finalidades das políticas federais (ANDRADE, 2012).

Como vimos, esse cenário era composto pela estruturação do mercado de crédito público, que viabilizou a dívida pública mobiliária, e pelo mercado de crédito externo, que nas décadas de 1960 e 1970 funcionavam com ampla liquidez e baixo custo, e alavancariam o endividamento da economia nacional (ANDRADE, 2012).

À época, o montante do endividamento dos entes subnacionais poderia ser revisto para extrapolar os limites de operações de crédito, desde que autorizados pela União, por meio do Banco Central do Brasil, quando fossem enquadradas em operações de crédito destinadas a investimentos considerados relevantes. As chamadas operações extralimite eram realizadas junto ao Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social – FAS, ao Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Urbano – FNDU e ao Banco Nacional de Habitação – BNH (ANDRADE, 2012).

Esse cenário induziu o endividamento externo pelos entes subnacionais, o que mais tarde resultou em forte impacto sobre as contas públicas, quando o fluxo de capitais foi revertido pela política de aumento das taxas de juros da Reserva Federal dos Estados Unidos da América, em 1979. Os empréstimos se tornaram impagáveis e escassez de recursos de fontes externas e internas agravou o quadro fiscal dos entes subnacionais e os forçou ao endividamento junto a seus próprios bancos, em operações de crédito por emissão de títulos públicos (ANDRADE, 2012).

A situação se agravou até a declaração de moratória do pagamento da dívida externa em 1987, em razão da insuficiência de reservas para cumprimento do serviço da dívida externa. Os socorros junto ao Fundo Monetário Internacional, durante as décadas de

1980 e de 1990, tiveram como contrapartida a adoção de políticas de controle fiscal, com assunção das dívidas dos entes subnacionais pela União. Os planos econômicos de combate à inflação, em especial, a implementação do Plano Real, decretariam o fim dos lucros inflacionários. O aumento das taxas reais de juros e o déficit dos entes subnacionais abriu nova rodada de reformas financeiras, que veremos no capítulo seguinte (ANDRADE, 2012).

3.3.1 O sistema de bancos públicos estaduais

Os bancos públicos estaduais surgiram no início do século XX no contexto de restrição da formação de poupança para atender às necessidades de financiamento de projetos de desenvolvimento. O mercado de crédito era retraído em razão do limite legal de juros estabelecido em 6% (seis por cento) ao ano, pelo artigo 1.062, da Lei n.º 3.071, de 1º de janeiro de 1916, que instituiu o Código Civil e, posteriormente, pelo limite estabelecido pelo artigo 1º, do Decreto Lei n.º 22.626, de 7 de abril de 1933, denominada Lei da Usura, que disciplinou a prática de juros ao dobro da taxa previsto pelo Código Civil vigente à época, somado à ausência de correção monetária (SALVIANO JUNIOR, 2004, p. 17).

Depositários de recursos da arrecadação estadual, de transferências constitucionais, de repasse de recursos de instituições financeiras federais, como a Caixa Econômica Federal e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, de empréstimos externos realizados pelos Governos estaduais, além da depósitos à vista da atividade comercial, os bancos estaduais tiveram melhores condições de se desenvolver comparativamente aos bancos privados, até a primeira metade do século XX.

Dessa massa de recursos, auferiam os chamados ganhos inflacionários ("floating"), decorrentes da ausência de custos de captação em razão do depósito dos recursos públicos e do ganho em empréstimos com rendimentos acima da inflação. Para se ter uma ideia, às vésperas do Plano Real, entre 1990 e 1994, os lucros de "*floating*" representavam para os bancos públicos cerca de 50% (cinquenta por cento) dos lucros, e para os bancos privados, cerca de 26% (vinte e seis por cento) (SALVIANO JUNIOR, 2004, p. 17).

O mercado de crédito público federal, com a implementação da correção monetária, alavancou o patrimônio das instituições financeiras públicas e privadas, assim como dos mercados de títulos da dívida pública de estados e municípios. Os bancos

estaduais geriam Fundos de Liquidação da dívida pública, que compravam os títulos emitidos pelos Tesouros estaduais para cobertura de déficits fiscais. Posteriormente, os títulos eram assumidos pelos próprios bancos estaduais, aumentando o passivo dos Tesouros. A triangulação entre Tesouros estaduais, bancos estaduais e fundos de liquidação criava um circuito de financiamento por endividamento, que tinha no mercado de crédito público federal uma espécie de fiador (SALVIANO JUNIOR, 2004).

O Banco Central do Brasil também contribuiu para o endividamento dos Estados, ao anuir que os Tesouros estaduais tomassem empréstimos diretos com os bancos estaduais. Com o advento da Lei n.º 4.595, de 1964, ficou vedada a concessão de empréstimos pelas instituições financeiras ao controlador, ressalvadas as hipóteses em que fossem autorizadas pelo Banco Central do Brasil, de acordo com o artigo 34, inciso III da lei. A regra, que disciplinava as instituições financeiras privadas, estendia-se também às instituições financeiras públicas estaduais, por força do artigo 24 da lei.

O estímulo por parte do Banco Central do Brasil à tomada de empréstimos pelos controladores teve amparo no Conselho Monetário Nacional, que editou a Resolução CMN n.º 346, de 13 de novembro de 1975, para regulamentar os artigos 34, da Lei n.º 4.595, de 1964, e fixar os critérios de autorização do Banco Central do Brasil, o que transformou a tomada de empréstimos junto às suas próprias instituições financeiras um dos principais mecanismos de financiamento dos déficits estaduais (SALVIANO JUNIOR, 2004, p. 23).

O remédio viria quase uma década depois, com a aprovação da Lei n.º 7.492, de 1986, que tratou dos crimes contra o sistema financeiro e incluiu um parágrafo ao artigo 34, da Lei n.º 4.595, de 1964, tipificando o empréstimo ao controlador criminalmente, com pena de reclusão de um a quatro anos.

Outra forma de financiamento dos Estados pela utilização de suas instituições financeiras foram as denominadas operações triangulares e de troca de chumbo. No primeiro caso, eram realizados empréstimos internos e externos pelos Estados e suas empresas, que no vencimento eram renegociados e assumidos pelos bancos estaduais. No segundo caso, tratava-se de empréstimos dos bancos estaduais a outros Estados e Municípios, que aumentavam o seu passivo (SALVIANO JUNIOR, 2004, p. 23).

3.4 Crise do endividamento externo

A política de juros da Reserva Federal dos Estados Unidos da América fez sua primeira vítima no México, em 1982. A chamada Crise Mexicana desencadeou a fuga de capitais por toda as economias capitalistas periféricas. No Brasil, o efeito imediato foi sentido no aumento do déficit comercial brasileiro de US$ 3.800.000.000,00 (três bilhões e oitocentos milhões de dólares) para US$ 8.800.000.000,00 (oito bilhões e oitocentos milhões de dólares). Neste ano, teve início a negociação da dívida externa junto ao Fundo Monetário Nacional. Entre 1983 e 1987, o Governo brasileiro estimulou o aumento das exportações e a diminuição das importações. Paralelamente, foram executados programas de reescalonamento da dívida externa, com a União assumindo o serviço da dívida externa dos Estados (PEDRAS, 2009).

Em 1985, a Secretaria do Tesouro do Governo dos Estados Unidos da América liderou o processo de renegociação da dívida externa dos países em desenvolvimento, liderada pelo então secretário James Baker. Os entraves nas negociações com os bancos credores fizeram com o que o chamado Plano Baker sequer fosse implementado (PEDRAS, 2009, p. 73).

Em 1987, o Governo Federal brasileiro declarou a moratória da dívida pública externa, com a suspensão do pagamento dos juros sobre a dívida de médio e longo prazos. Em setembro de 1988, foi celebrado o acordo que pôs fim à moratória, com repactuação de US$ 1.051.000.000,00 (um bilhão e cinquenta e um milhão de dólares) de títulos da dívida pública externa no âmbito do denominado "*Brazil Investment Bond Exchange Agreement*" (PEDRAS, 2009).

Em julho de 1989, o serviço da dívida externa se tornou mais uma vez impagável. Teve início uma nova rodada de negociações diretamente intermediada pela Secretaria de Tesouro dos Estados Unidos da América, desta vez chefiado pelo secretário Nicholas Brady. O plano consistiu em substituir os títulos pactuados em 1988 por novos, negociáveis no mercado internacional, com prazos mais longos e com serviço reduzido. Esses títulos viriam a ser conhecidos como Brady Bonds (PEDRAS, 2009).

A adesão do Brasil se fez por meio da Resolução do Senado Federal n.º 82, de 1990, que abarcou todas as dívidas da União e de suas autarquias com credores externos. A resolução estabeleceu a prioridade de formação de superávit fiscal para pagamento da dívida externa, com dedução de investimentos voltados ao crescimento e das receitas das instituições financeiras federais e dos recursos do Programa Nacional de

Desestatização. As reservas adquiridas com o esforço fiscal do governo deveriam resguardar um montante para as importações consideradas para atender a necessidades mínimas, que eram calculadas pela média dos doze últimos meses. A resolução dispunha que as controvérsias nos contratos de empréstimo celebrados seriam resolvidas junto à Corte Internacional de Justiça de Haia.

As negociações dos contratos celebrados no âmbito da Resolução do Senado Federal n.º 82, de 18 de dezembro de 1990, foram consolidadas pela Resolução do Senado Federal n.º 98, de 29 de dezembro de 1992, que autorizou o reescalonamento e o refinanciamento da dívida pública externa pela União. A resolução previu que os bônus lançados no programa poderiam ser utilizados para aquisição das participações acionárias no âmbito do Programa Nacional de Desestatização. Também previu o financiamento da dívida externa dos Estados e Municípios, e suas autarquias, pela União. Os títulos da dívida externa soberana foram emitidos em 1994, o que consolidou o endividamento externo brasileiro pela forma mobiliária (PEDRAS, 2009, p. 75).

3.5 Reforma Financeira a partir de 1986

O sistema da dívida pública foi reformulado a partir de 1986, com o o contexto de recrudescimento do processo inflacionário e do endividamento externo. As alterações promovidas a partir desse ano tinham por objetivo restaurar o controle do processo inflacionário e combater uma das suas principais causas, que vinha a ser a expansão do gasto fiscal e do endividamento público.

Em 1986, foi extinta a Conta Movimento, por ato do Conselho Monetário Nacional, por meio do Voto do Conselho Monetário Nacional n.º 045, de 30 de janeiro daquele ano.

A implementação do Plano Cruzado, por meio do Decreto Lei n.º 2.283, de 27 de fevereiro de 1986, estabeleceu a política de congelamento de preços e converteu as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN em Obrigações do Tesouro Nacional – OTN, cujo índice somente seria atualizado no intervalo de um ano (doze meses) pela variação do Índice de Preços ao Consumidor – IPC. O efeito do plano sobre a dívida pública foi a diminuição do interesse do mercado de crédito público na emissão de Letras do Tesouro Nacional – LTN e nos títulos com atualização monetária pela Obrigações do Tesouro Nacional – OTN, em razão da suspensão da atualização da

correção monetária pelo prazo de um ano e pelas baixas taxas de juros praticadas à época (PEDRAS, 2009).

Com a edição do Decreto Federal n.º 92.452, de 10 de março de 1986, foi criada a Secretaria do Tesouro Nacional, subordinada ao Ministério da Fazenda, para exercer a centralidade do planejamento, coordenação e controle financeiro[40], e, em especial, a gestão da dívida pública mobiliária do Tesouro Nacional, que estava sob gestão do Banco Central do Brasil. Em 12 de junho de 1987, foi editado o Decreto Federal n.º 94.443, que estabeleceu o prazo de 1º de janeiro de 1988 como início das atividades de gestão da dívida pública pela Secretaria do Tesouro Nacional.

Em 12 de junho de 1987, foi editado o Decreto Federal n.º 94.442, que estabeleceu os procedimentos de proposta orçamentária para o ano de 1988 e que serviu de inspiração para as regras orçamentárias inscritas na Constituição Federal de 1988. O decreto extinguiu o antigo Orçamento Monetário e instituiu o Orçamento Geral da União, congregando pela primeira vez todos os orçamentos de âmbito federal em uma mesma peça legal. As receitas e despesas referentes à dívida pública federal seriam consignadas em uma peça integrante da proposta, denominada Orçamento das Operações Oficiais de Crédito, cuja competência para formulação e execução foi atribuída ao Ministério da Fazenda. O decreto também vedou expressamente o financiamento do Tesouro Nacional, por via direta ou indireta, pelo Banco Central do Brasil, o que foi posteriormente estabelecido na Constituição Federal, no artigo. 164, parágrafo 1º. Ainda, condicionou a emissão de títulos público ao atendimento do serviço da dívida mobiliária federal e ao financiamento do déficit previsto no Orçamento Geral da União.

---

[40] Para cumprimento do mandato do Decreto Federal n.º 92.452, de 10 de março de 1986, a Secretaria do Tesouro Nacional criou um sistema informatizado denominado Sistema Integrado da Administração Financeira do Governo Federal - SIAFI, que entrou em funcionamento em 5 de janeiro de 1987, com finalidade de (i) integrar os sistemas de orçamento, execução financeira e contabilidade, (ii) utilizar tecnologia mais avançada, por meio de processamentos online; (iii) centralizar e padronizar os procedimentos relacionados à execução do orçamento; (iv) ser obrigatório para a administração direta e permitir a implantação da CUT, o que representou a primeira consolidação da contabilidade pública desde a edição do Decreto Federal n.º 4.536, de 28 de janeiro de 1922, que instituiu o Código de Contabilidade Pública da União. O governo estimava ter 3.700 (três mil e setecentas contas bancárias) e 1.800 (mil e oitocentos gestores de contas). Com a auditoria feita por meio do SIAFI, foram descobertas 12.000 (doze mil) contas correntes e 4.000 (quatro mil) gestores de contas. A gestão das contas correntes passou a ser realizada somente pelo SIAFI. O saldo da conta, o que antes ficava parado, passou a constituir receita de capital. Em 21 de novembro de 1991, por meio do Decreto Federal n.º 347, o SIAFI se tornou sistema oficial. Em 1992, integrou-se a Previdência Social, como espécie de subconta, assim como a movimentação para pagamento da dívida. Com base nesses instrumentos, a Secretaria do Tesouro Nacional tem cumprido seu mandato de controle das finanças, execução orçamentária, contabilidade, dívida externa e interna, haveres e riscos, folha de pagamento e estoques públicos (FERREIRA, 2016, p. 104).

Em seguida, foi editado o Decreto-Lei n.º 2.376, de 25 de novembro de 1987, que autorizou a elevação do endividamento público mobiliário da União desde que voltado para às hipóteses de cobertura de déficit fiscal previsto na lei orçamentária, na forma das Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária, e de pagamento do serviço da dívida não incluída no Orçamento Geral da União, compreendidas a renegociação do principal e dos juros. Para tanto, criou-se as Letras Financeiras do Tesouro – LFT, com rendimento diário à taxa SELIC. O Decreto-Lei determinou também que se consignasse dotação orçamentária específica para identificar os custos com o serviço da dívida, conferindo centralidade ao Orçamento Geral da União sobre o controle do endividamento.

O Decreto Lei n.º 2.376, de 25 de novembro de 1987, também alterou a regra de resultados do Banco Central do Brasil, foi determinada a transferência do resultado do banco ao Tesouro Nacional, apurando-se receitas e despesas pelo regime de competência, e extinguiu as contas de reserva do banco. Dessa forma, os esforços da política monetária passavam a ter um novo entrosamento com o regime fiscal, com a transferência de seus custos e o controle do endividamento para o Orçamento Fiscal da União. Também extinguiu o Fundo de Resgate e Controle da Dívida Pública Interna Federal Consolidada, criada pelo Decreto Lei n.º 263, de 28 de fevereiro de 1968. Por fim, o Decreto-Lei determinou a liquidação e realização dos créditos e débitos, apurados até 31 de dezembro de 1987, existentes entre o Tesouro Nacional, o Banco Central do Brasil e o Banco do Brasil S.A., com atualização monetária, o que significou na prática o saneamento do passivo da Conta Movimento. Em abril de 1988, pouco depois de ser extinta, a Conta Movimento figurou pela última vez no balanço do Banco Central do Brasil e representava cerca de 6,7% (seis inteiros e setenta centésimos por cento) do Produto Interno Bruto brasileiro em 1987 (JALORETTO, 2016, p. 71).

3.6 Regulação financeira durante as décadas de 1980 e 1990

O choque provocado pela política de juros da Reserva Federal dos Estados Unidos da América nas contas públicas nacionais foi mais fortemente sentido sobre as contas dos Estados e de seus bancos, que haviam contraído passível considerável em moeda estrangeira e não dispunham de poder de emissão monetária para se financiar. Ao longo da década de 1980, os processos de refinanciamento e renegociação da dívida

pública deslocaram o debate do desenvolvimento para o controle do déficit público e da moeda (SALVIANO JUNIOR, 2004).

Uma das primeiras tentativas de sanear o endividamento público dos entes subnacionais se deu pela edição da Resolução CMN n.º 797, de 11 de janeiro de 1983, que autorizou os bancos estaduais a renovar as operações de empréstimos, aprovadas extralimite pelo Banco Central do Brasil, por meio da renovação de Certificados e Recibos de Depósitos Bancários, com recursos de até 5% (cinco por cento) referentes ao Depósito Compulsório. Em junho, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução CMN n.º 831, que estabeleceu a competência para o Banco Central do Brasil estabelecer tetos de endividamento, com aplicação de penalidades e o recolhimento compulsório, por trinta dias, do montante verificado além do limite, aplicado em títulos da dívida pública federal. Em julho do mesmo ano, o Conselho Monetário Nacional votou pela criação do Programa de Apoio ao Crédito, que consolidava e refinanciava as dívidas dos bancos públicos e privados com o Banco Central do Brasil e com o Banco do Brasil S.A., com prazo de amortização de dois anos e correção monetária de 70% (setenta por cento), e imposição de 20% (vinte porcento) de depósito compulsório. Em dezembro do mesmo ano, em razão do insucesso do Programa de Apoio ao Crédito, o Conselho lançou o Programa de Recuperação Econômico-Financeira – PROREF, com liberação de novas linhas de crédito pelo Banco Central do Brasil, prazo de amortização em quatro anos e incidência de juros a 6% (seis por cento) ao ano (SALVIANO JUNIOR, 2004).

Em 5 de abril de 1984, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução n.º 905, dispondo expressamente sobre o dever de limitação de empréstimos pelos bancos públicos estaduais aos Tesouros estaduais e empresas públicas.

O fracasso do Programa de Apoio ao Crédito e do Programa de Recuperação Econômico-Financeira – PROREF, para resolver a liquidez das instituições financeiras públicas e privadas, requereram uma atuação mais contundente da fiscalização do Banco Central do Brasil.

Os mecanismos de fiscalização do Sistema Financeiro Nacional, a cargo do Banco Central do Brasil, que previam a intervenção e a liquidação extrajudicial, previstos pelo artigo 45, pela Lei n.º 4.595, de 1964, estendiam-se a todas as instituições financeiras públicas e privadas. A intervenção e a liquidação extrajudicial das instituições financeiras podiam ser decretadas pelo Banco Central do Brasil, de acordo com a Lei Federal n.º 6.024, de 13 de março de 1974, que as regulamentou, com reforço do Decreto-lei n.º 1.342,

de 1974, que previa a utilização de reservas monetárias para cobertura dos passivos das instituições financeiras que ameaçassem uma crise sistêmica.

O agravamento da situação dessas instituições deu azo à edição do Decreto-lei n.º 2.231, de 1987, que criou o Regime de Administração Especial Temporária – RAET, um instrumento que permitia o saneamento das instituições financeiras e que causasse menor temor no público, por não interromper a rotina de atividades das instituições. Com a decretação do RAET, os administradores e conselheiros das instituições eram afastados e medidas eram tomadas sob ordem do Banco Central do Brasil, como o fechamento de agências bancárias, profissionalização da administração, demissões, venda de ativos e revisão contábil[41].

As medidas no sentido de financiar os bancos públicos estaduais foram reforçadas por meio da Lei Federal n.º 7.614, de 14 de julho de 1987, que autorizou a realização de operações de crédito, até 31 de dezembro daquele ano, em caráter extraordinário, junto ao Banco do Brasil, com recursos adiantados pelo Banco Central do Brasil, à conta e risco do Tesouro Nacional, para refinanciar Estados e Municípios. A concessão dos empréstimos estava condicionada ao pagamento do serviço da dívida interna e à cobertura do déficit relativo a despesas correntes de exercícios anteriores. Os entes mutuários deveriam apresentar plano de saneamento financeiro, a ser apreciado e homologado pelo Ministério da Fazenda. Os encargos seriam definidos pelo Conselho Monetário Nacional. As garantias seriam as quotas de repasses constitucionais. E as operações poderiam ser substituídas por títulos da dívida pública emitidos pelos Estados e Municípios, observados os limites das resoluções do Senado Federal.

---

[41] Em *Bancos estaduais: dos problemas crônicos ao PROES*¸ 2004, Cleofas Salviano Junior traça um quadro analítico das aplicações do RAET pelo Banco Central do Brasil entre 1987 e 2001, que somou a intervenção de 28 (vinte e oito) instituições financeiras. O autor relata que eram recorrentes nas instituições financeiras do país problemas na concessão de créditos, que estavam acima dos limites cadastrais das empresas, com empresas com restrições cadastrais, garantias insuficientes, concentração de riscos, liberação de recursos para empresas com sinais de insolvência ou em montante muito superior ao patrimônio líquido, concessões de créditos para liquidação de operações vencidas. Outros aspectos da atividade bancárias no País analisados pelo Banco Central do Brasil diziam respeito aos pareceres jurídico, econômico e financeiras dos departamentos dos bancos que eram insuficientes para aprovar as operações, o uso de demonstrativos financeiros dos devedores desatualizados e incompletos, o deferimento de créditos a clientes com restrições cadastrais e financeiras, os deferimentos de créditos com garantias insuficientes, depreciadas ou com gravames inscritos por outras instituições financeiras, as sucessivas renovações de operações visando esconder situações de inadimplência, a ineficácia da auditoria interna em apurar responsabilidades e corrigir desvios de conduta, os vícios de forma nos contratos de crédito que impossibilitavam o resgate do capital emprestado. Somavam-se os custos da rede, os vencimentos salariais acima da média, diversos benefícios indiretos, a estabilidade e a seguridade social, as agências bancárias deficitárias. Por fim, havia problemas nas práticas contábeis, que praticavam juros e correção monetária de operações fictícias, por terem seus devedores insolventes há muito tempo. Contabilmente, essas repactuações fictícias figuravam como ativos, lucros, para os bancos, o que gerava diferenças enormes entre o patrimônio líquido contábil do conjunto dos bancos estaduais e o patrimônio "saneado" por boa técnica bancária (SALVIANO JUNIOR, 2004, p. 34-43).

A situação dos bancos públicos estaduais seria agravada em razão da implementação de planos econômicos de combate à inflação, que paralisavam os ganhos inflacionários.

No bojo da implementação do Plano Cruzado, o Conselho editou a edição da Resolução CMN n.º 1.135, de 15 de maio de 1986, que determinou o congelamento[42] das operações de crédito realizadas por Estados, Municípios, e suas respectivas entidades da administração direta e indireta, com os bancos públicos estaduais, sob pena de congelamento de 100% (cem por cento) dos depósitos compulsórios. Em junho de 1986, foi criminalizada a tomada de empréstimo por controlador, pela Lei Federal n.º 7.492, conhecida como Lei do Colarinho Branco, como vimos na seção anterior.

Com a Resolução CMN n.º 1.524, de 22 de setembro de 1988, foi autorizada a concentração das atividades financeiras por meio da criação da figura do banco múltiplo, com vistas a aumentar a escala da poupança nacional, criar condições de financiamentos de longo prazo e aumentar a concorrência do setor para sua racionalização. Até a resolução, as instituições financeiras deveriam atuar por segmentos especializados, identificados conforme destinação prévia dos recursos captados, que vinham a ser: (i) créditos de curto e curtíssimo prazo, exercidos por Bancos Comerciais, Caixas Econômicas e Cooperativas de Crédito; (ii) crédito de médio e longo prazos, por Bancos de Investimento, Bancos de Desenvolvimento e Caixas Econômicas; (iv) crédito ao consumidor, por Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento; (v) crédito habitacional, por Caixas Econômicas, Associações de Poupança e Empréstimo, Companhias Hipotecárias e Sociedades de Crédito Imobiliário; (vi) intermediação de títulos e valores mobiliários, por Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Títulos e valores Mobiliários e Bancos de Investimento; (vii) arrendamento mercantil, por Sociedades de Arrendamento Mercantil.

Em dezembro de 1988, foi editada a Resolução CMN n.º 1.559, que estabeleceu o limite de 30% (trinta por cento) sobre o patrimônio líquido de diversificação de risco por cliente, limitando também que os dez maiores clientes não poderiam ser responsáveis, em conjunto, por mais de 30% (trinta por cento) das operações ativas da instituição.

[42] Com a Resolução CMN n.º 1.389, de 27 de agosto de 1987, o Conselho estabeleceu a variação da Obrigação do Tesouro Nacional – ORT como mecanismo de atualização dos saldos congelados.

3.7 O controle da inflação e alteração do padrão de financiamento

Com a implementação do Plano Cruzado e sua estratégia de congelamento de preços, as instituições financeiras sofreram com a perda dos lucros inflacionários. Em 1990, com a implementação do Plano Collor, que congelou a poupança, os bancos sentiram mais um revés em seus balanços.

O Conselho Monetário Nacional criou uma linha de crédito rotativo junto ao Banco Central do Brasil, válida pelo prazo de 30 (trinta) meses, com vistas a socorrer as instituições financeiras, por meio da Resolução CMN n.º 1.735, de 31 de julho de 1990, para criar uma linha de crédito para atender às instituições com dificuldades e acompanhar a sua conduta operacional, estabelecendo metas e parâmetros de funcionamento, pactuadas por meio da Carta Compromisso com o Conselho Administrativo e com os controladores das instituições financeiras. O programa de recuperação instaurado pela resolução previa (i) a desmobilização de ativos, com discriminação de bens e programação de alienação, e destinação dos recursos à amortização das operações; (ii) a reorganização administrativa, com redução de custos e de estruturas; (iii) a otimização da rede de agências, com encerramento das agências deficitárias; (iv) a demonstração da evolução patrimonial do banco; e (v) o contingenciamento de operações ativa, para amortização do crédito rotativo.

No mês seguinte, foi aprovada a Resolução CMN n.º 1.748, de 30 de agosto de 1990, por meio da qual se tentou equilibrar os balanços das instituições financeiras pela assunção, pelo Banco Central do Brasil, dos créditos considerados de difícil liquidação, que diziam respeito ao adiamento de pagamentos referentes a operações que manejassem valores em moeda estrangeira, a créditos vencidos, créditos referentes a empresas sob regime falimentar ou em liquidação extrajudicial, etc.. Esses créditos seriam transferidos para as contas de liquidação do Banco Central do Brasil, sob a condição de que as instituições financeiras ajuizassem as ações judiciais cabíveis para sua cobrança,

Em dezembro de 1990, foi editada a edição da Resolução CMN n.º 1.775, que facultou às instituições financeiras públicas a eliminação dos excessos aos limites estabelecidos pela Resolução CMN n.º 1.559, de 1988, até o prazo de 13 de dezembro de 1994, em razão de operações de crédito realizadas com os governos estaduais e com títulos da dívida pública estadual, com restrição a operações que ultrapassassem o limite. Também estabeleceu o mesmo prazo para liquidação dos empréstimos ao controlador, vedada a renovação. E vedou o empréstimo a empresas controladas (SALVIANO JUNIOR, 2004).

O constrangimento regulatório exercido pelo Conselho Monetário Nacional sobre a atividade dos bancos públicos estaduais orientou os Estados, a partir de 1991, a buscar financiamento por meio da dívida pública mobiliária. O cenário, todavia, não era favorável. Pairava no mercado a impressão de que os Estados não honrariam seus compromissos. A saída encontrada foi a compra dos títulos pelos Fundos de Liquidação da dívida pública e o adiamento da liquidação pelos Tesouros. Os bancos estaduais, por sua vez, em vista das perdas dos lucros inflacionários decorrentes do Plano Collor, também passaram a operar no mercado de títulos da dívida pública e a tomar crédito junto a bancos privados, em seguida a bancos públicos federais e, finalmente, junto ao Banco Central do Brasil (SALVIANO JUNIOR, 2004).

Com a implementação do Plano Real, inicialmente pela Medida Provisória n.º 542, de 30 de junho de 1994, posteriormente convertida na Lei Federal n.º 9.096, de 19 de junho de 1995, as receitas inflacionárias foram drasticamente reduzidas. Segundo dados do IBGE, as receitas inflacionárias das instituições financeiras chegaram a representar, nos anos 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, respectivamente, 4% (quatro por cento), 3,9% (três inteiros e noventa centésimos por cento), 4% (quatro por cento), 4,2% (quatro inteiros e vinte centésimos por cento), 2% (dois por cento), do Produto Interno Bruto – PIB brasileiro (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

Do ponto de vista da receita total dos bancos, as receitas de *"floating"* representavam 35,7% (trinta e cinco inteiros e setenta centésimos por cento) em 1990, 41,3% (quarenta e um inteiros e trinta centésimos por cento) em 1991, 41,9% (quarenta e um inteiros e noventa centésimos por cento) em 1992, 35,3% (trinta e cinco inteiros e trinta centésimos por cento) em 1993, e 20,4% (vinte inteiros e quarente centésimos por cento) em 1994, segundo dados da Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais – AMBIMA (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

A queda brusca das receitas de "floating" foi sentida em termos de participação no PIB, que representou 0,5% (cinquenta centésimos por cento) em 1995, 0,25% (cinte e cinco centésimos por cento) em 1996, e 0,15% (quinze centésimos por cento) em 1997. A participação das instituições financeiras no PIB caiu pela metade com a implementação do Plano Real: de 12,78% (doze inteiros e setenta e oito centésimos por cento) em 1990, 10,53% (dez inteiros e cinquenta e três centésimos por cento) em 1991, 12,13% (doze inteiros e treze centésimos por cento) em 1992, 15,61% (quinze inteiros e sessenta e um centésimos por cento) em 1993, 12,37% (doze inteiros e trinta e sete

centésimos por cento) em 1994, para 6,94% (seis inteiros e noventa e quatro centésimos por cento) em 1995 (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

Embora a autorização para a atividade de bancos múltiplos, em 1988, tivesse melhorado a administração do caixa das instituições financeiras, a importância das receitas inflacionarias no seu capital não foi diminuída. Contribuiu para o aumento do passivo dos bancos a implementação de diversos programas econômicos, e a fiscalização deficiente do Banco do Brasil para lidar com a complexidade dos bancos múltiplos e implementar os programas econômicos ao mesmo tempo (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

Em 26 de agosto de 1994, foi aprovada a Resolução CMN n.º 2.099, que implementou os termos do Acordo de Basileia, celebrado no âmbito do *Bank International Settlements – BIS*. A Resolução estabeleceu o prazo de oito meses para adequação às novas regras de capitalização das instituições financeiras, que focou na qualidade dos ativos do bancos, determinando o percentual mínimo de 8% (oito inteiros por cento) de capitalização com relação a base de ativos, para diminuição dos riscos de créditos. Esse esforço resultou na diminuição da oferta de crédito e pressionou a lucratividade das instituições financeiras, que estavam com passivos muito superiores a seus patrimônios. Esse percentual foi gradualmente aumentado até chegar a 11% (onze inteiros por cento), por meio da Resolução CMN n.º 2.692, de 1º de março de 2000 (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

Em 21 de dezembro de 1994, o prazo da renegociação da Resolução CMN n.º 1.775, de dezembro de 1990, foi prorrogado por 20 (vinte) anos, por meio da Resolução CMN n.º 2.127. Esta resolução facultou aos bancos públicos estaduais a cessão, a instituições não financeiras de direitos creditórios realizadas com órgãos ou entidades do correspondente governo (SALVIANO JUNIOR, 2004).

De outra parte, com a queda da inflação, os depósitos bancários aumentaram, o que empurrou o Sistema Financeiro Nacional para o mercado de crédito privado. Para que esse movimento não incorresse em aumento de liquidez e inflação, o Banco Central do Brasil aumentou alíquotas de recolhimento de depósito compulsório e majorou a taxa SELIC. No primeiro caso, diminuíram as margens para alavancar as operações de crédito, e no segundo, aumentou a inadimplência do mercado de crédito, que saiu de 6% (seis por cento) em junho de 1994 para 25% (vinte e cinco por cento) em julho de 1996. Houve uma queda na demanda por bens e serviços, com a implementação da

abertura econômica do plano, que resultou em inadimplência dos tomadores de crédito até então considerados bons pagadores. Entre 1994 e 1997, a taxa de inadimplência saltou de 5% (cinco por cento) para 15% (quinze por cento). Assim, as receitas esperadas de tarifação de serviços bancários e de oferta de crédito foram parcialmente frustradas, e estavam aquém da cobertura necessária diante da perda das receitas inflacionárias (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

Esses foram os elementos que constituíram uma crise de confiança no Sistema Financeiro Nacional, que afetou tanto instituições financeiras federais, quanto as estaduais e as privadas, e contaminou o mercado interbancário. Em dezembro de 1994, o Banespa e o Banerj, dois dos maiores bancos estaduais do Brasil à época, foram submetidos ao Regime de Administração Especial Temporária, com liberação do depósito compulsório dessas instituições. O processo que levaria o Banespa à privatização envolveu a transferência do controle da instituição para a União, em contrapartida à assunção da dívida mobiliária do Estado de São Paulo[43] por meio da substituição por títulos públicos federais. A privatização do Banespa serviria como marco para institucionalização do Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária – PROES, que estudaremos no Capítulo seguinte.

Com a crise dos bancos Econômico, Nacional e Bamerindus, foi lançado o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional - PROER, que incentivava a incorporação de instituições financeiras insolventes por outras instituições, para garantir a solidez do sistema financeiro nacional à luz dos princípios de Basileia. Essas dificuldades estimularam uma série de fusões bancárias, diminuindo o número de instituições de 241 para 201 entre 1994 e 1998 (SALVIANO JUNIOR, 2004).

Foram alvos de intervenção e RAET: os bancos Econômico e Mercantil (intervenção em 11 de agosto de 1995), Nacional (RAET em 18 de novembro de 1995), Banorte (intervenção em 24 de maio de 1996), Bamerindus (intervenção em 26 de março de 1997), Martinelli e Pontual (intervenção em 30 de outubro de 1998), Crefisul e Antonio Queiroz (liquidação extrajudicial em 23 de março de 1999). Houve corrida de depósito junto a instituições financeiras públicas federais e estrangeiras, o que agravou a situação dos bancos estaduais e das instituições privadas.

[43] Cerca de 90% (noventa por cento) dos títulos da dívida pública do Estado de São Paulo constavam no ativo do Banespa (SALVIANO JUNIOR, 2004).

Do ponto de vista da arrecadação, houve aumento real das receitas fiscais estaduais. Entre julho de 1994 e setembro de 1995, houve aumento de 28% (vinte e oito porcento) da arrecadação de ICMS e de 15% (quinze porcento) das transferências do Fundo de Participação dos Estados, considerando o período anterior. Os ganhos, todavia, foram direcionados a aumentos e vantagens salariais dos servidores, que se transformaram em aumentos reais, dado o controle inflacionário, o que aprofundou o crescimento vegetativo automático das folhas salariais dos estados. O resultado foi o aumento dos empréstimos bancários por meio de Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária, com taxas de juros elevadas[44].

Foi nesse contexto que a Lei Complementar n.º 82, de 27 de março de 1995 - vide Capítulo II -, que restringiu limites de despesas totais com pessoal ativo e inativo, foi aprovada, para contenção das despesas correntes do Estado.

Os problemas na estrutura de capital de caixa das instituições financeiras, com a alavancagem, os créditos de má qualidade, a má administração, o excesso de agências, a ineficiência de modo geral, que se arrastavam desde a década de 1980, ganharam maior relevância com a perda das receitas inflacionárias. Os problemas do setor público financeiro impactariam na funcionalidade dos tesouros estaduais, que, por sua vez, levariam a um ajuste em nível nacional, com a federalização das dívidas e a centralidade do endividamento em torno da União e de seu poder de emissão monetária (SALVIANO JUNIOR, 2004).

A ascensão da estabilidade monetária como bem público pressionaria ainda mais as reformas de âmbito fiscal que visassem o controle do gasto público em nível nacional, e perpassava a privatização dos bancos públicos estaduais e o saneamento dos tesouros estaduais e do Sistema Financeiro Nacional. Somou-se ainda o fato de que as receitas estavam menos indexadas que as despesas, o que, somado aos juros altos entre 1994 e 1995, aprofundaram a crise dos Tesouros Estaduais e forçaram o seu socorro junto ao Governo Federal. Assim, em contrapartida à adoção de medidas de ajuste fiscal, ao tratamento isonômico para todos os Estados da Federação, o refinanciamento das dívidas junto à União, dado que boa parte das dívidas tinha como origem financiamentos com a União e com instituições financeiras federais (SALVIANO JUNIOR, 2004).

Como mecanismo de garantia dos financiamentos promovidos pela União, foi aprovada a Emenda Constitucional n.º 3, de 17 de março de 1993, que excepcionou da

[44] Essa situação foi relatada no Voto do Conselho Monetário Nacional n.º 162, de 1995, que aprovou o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, que será estudado no próximo Capítulo.

vedação à retenção de repasses constitucionais o condicionamento dos repasse de recursos ao pagamento de seus créditos, por alteração do artigo 160, bem como acrescentou o parágrafo 4º, do artigo 167, para autorizar o condicionamento dos recursos tratados como objeto de Repartição de Receitas Tributárias pela Constituição Federal. Posteriormente, o condicionamento dos recursos seria reforçado para o adimplemento das Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária, com a alteração do inciso IV, artigo 167, inciso IV, por meio da Emenda Constitucional n.º 29, de 13 de setembro de 2000.

3.8 Conclusão

Neste capítulo, a dívida pública brasileira foi analisada por uma perspectiva histórica de longo prazo, a partir da interação entre as finanças públicas e as finanças privadas. Vimos que o financiamento público combinou a interação entre o endividamento público e o poder de emissão monetária, bem como um fluxo positivo de reservas internacionais. A estrutura institucional e jurídica que sustentou esse modelo de financiamento ganhou forma com a edição da Lei n.º 4.595, de 1964, e atendeu não só à União, como aos entes subnacionais.

Até a edição da Lei do Sistema Financeiro Nacional, o financiamento público era baseado na emissão monetária, sem controle sobre o processo de endividamento. No contexto de adesão ao Sistema Financeiro Internacional, formulado em Bretton Woods, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC, com mandato para preparar a criação de uma autoridade monetária no Brasil. Contudo, a confusão de funções monetárias e fiscais pelo Banco do Brasil S.A. impediria o controle monetário.

A Lei º 4.595, de 1964, vedaria expressamente o financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco do Brasil S.A. A sistemática estabelecida pela lei previa o financiamento do déficit fiscal pela tomada de crédito junto ao mercado de crédito público, que passou a ter eficácia com a instituição da correção monetária. O desenvolvimento desse mercado caberia ao Conselho Monetário Nacional, responsável pela formulação da política monetária, e ao Banco Central do Brasil, responsável pela execução da política monetária.

Entretanto, a lei não afastaria a confusão de funções monetárias, fiscais e de fomento, ao atribuir esses mandatos tanto ao Banco Central do Brasil, quanto ao Banco do

Brasil S.A.. A esse respeito, vimos que o serviço da dívida pública, a execução do orçamento fiscal e a custódia da Conta Única do Tesouro ficaram com o Banco do Brasil S.A., além do poder de realizar operações cambiais, em paralelo ao exercício do Banco Central do Brasil.

O financiamento por endividamento público federal e emissão monetária foi consolidado com a criação da Conta Movimento, já na implementação da lei. Essa conta entre o Banco do Brasil S.A. e o Banco Central do Brasil permitiu que os custos fiscais gerenciados pelo primeiro fossem financiados pela emissão a cargo do segundo. Dessa forma, os custos de financiamento por emissão monetária ficavam compreendidos no Orçamento Monetário, apartado das restrições do Orçamento Fiscal. Com a edição da Lei Complementar n.º 12, de 8 de novembro de 1971, foi conferido poder ao Conselho Monetário Nacional para autorizar o Banco Central do Brasil a subscrever títulos da dívida pública para financiar os déficits do Tesouro Nacional. Dessa forma, o Orçamento Fiscal foi duplamente subsidiado pelo Orçamento Monetário.

A vinculação do mercado de crédito público à engrenagem do financiamento federal serviu de lastro ao financiamento pelo endividamento mobiliário dos entes subnacionais, possibilitado pela conciliação das contas dos Tesouros estaduais, com as de seus bancos e dos Fundos de Liquidação da dívida pública. Além disso, esses entes e suas empresas tomavam empréstimos diretos com os bancos federais, com seus próprios bancos e com instituições estrangeiras, muitas vezes ultrapassando os limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional. Essa alavancagem era possível em razão da anuência do Banco Central do Brasil, que era responsável pela fiscalização do sistema. Do ponto de vista das instituições financeiras, as operações eram possibilitadas porque seus balanços contavam com percentuais elevados de receitas inflacionárias.

Esse complexo de financiamento público federal e subnacional era completado pelo financiamento externo. Com o Decreto-Lei n.º 1.312, de 1974, a política de financiamento externo foi atrelada aos projetos de desenvolvimento em âmbito federal e estadual, sob orientação dos Ministérios do Planejamento e da Fazenda. As disponibilidades de reservas internacionais eram mantidas junto ao Banco Central do Brasil, por força da Lei n.º 4.595, de 1964, e os repasses eram depositados nas instituições financeiras públicas e privadas. Dessa forma, combinou-se o poder de emissão do Banco com o fluxo de reservas internacionais oriundas dos empréstimos internacionais, lastreando toda a cadeia de créditos da economia nacional.

O equilíbrio dessas estruturas estabeleceu um padrão de financiamento do Estado brasileiro voltado para o desenvolvimento produtivo e social, que funcionou até o final da década 1970. Com reversão dos fluxos internacionais e a insuficiência de reservas para o serviço da balança de pagamentos, o financiamento público nacional se apoiou exclusivamente na emissão monetária. O quadro institucional baseado no poder de emissão monetária faria acelerar o processo inflacionário, em um contexto de desaceleração e recessão econômicas.

O Brasil passaria a década de 1980 a realizar reformas nas finanças públicas e privadas para contornar a crise da dívida externa e restabelecer o controle monetário. A situação chegou ao seu ápice com a declaração de moratória da dívida externa em 1987. Em 1986, a Conta Movimento foi extinta e a Secretaria do Tesouro Nacional foi criada, assumindo a administração da dívida pública, até então a cargo do Banco Central do Brasil. Em 1987, foi extinto o Orçamento Monetário e o endividamento público passou a ser controlado pelo Orçamento Fiscal, que passou contar com dotações sobre o serviço da dívida. Por meio do Decreto-Lei n.º 2.376, de 1987, estabeleceu-se uma nova interação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil, com a criação de regras de resultado, que destinariam as despesas da política monetária ao Orçamento Fiscal.

No âmbito estadual, o saneamento das contas públicas teve início com a fiscalização e regulação do Banco Central do Brasil sobre as instituições financeiras públicas. Foram editadas seguiras resoluções pelo Conselho Monetário Nacional no sentido de sanear os balanços dessas instituições e limitar o financiamento do Tesouros estaduais. Nesse sentido, foram aprovados o Decreto-Lei n.º 1.342, de 1987, que criou o Regime de Administração Especial Temporária – RAET, e a Lei Federal n.º 7.614, de 1987, que tipificou como crime os empréstimos aos controladores. Sem poder tomar crédito direto com seus próprios bancos e sem dispor do poder de emitir moeda, os Tesouros estaduais passaram a emitir títulos da dívida pública, o que aumentou seu passivo mobiliário.

As dificuldades das instituições públicas e privadas aumentavam à medida que os planos econômicos de controle inflacionário eram implementados no Brasil e suspendiam os ganhos inflacionários.

O golpe derradeiro no Sistema Financeiro Nacional veio com o êxito do controle inflacionário pela implementação do Plano Real, em julho de 1994, que minou as receitas inflacionárias dessas instituições. Para evitar uma crise sistêmica, o Banco Central

do Brasil foi acionado para socorrer essas instituições, o que daria azo à criação do Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária - PROES e do Programa de Reestruturação do Sistema Financeiro – PROER, que estudaremos no Capítulo IV.

Como boa parte dos passivos dos bancos estaduais decorria dos empréstimos e da dívida mobiliaria dos Tesouros estaduais, a perda das receitas inflacionárias tornou incontornável uma reforma fiscal dos Estados, cujos primeiros esforços se deram com a Emenda Constitucional n.º 3, de 1993, que autorizou a retenção de repasses constitucionais para garantia do pagamento das dívidas dos entes subnacionais com a União.

A ascensão da estabilidade monetária como bem público forçaria a revisão do modelo de financiamento do Estado brasileiro e do controle do gasto público. Um dos primeiros esforços se deu com a aprovação da Lei Complementar n.º 82, de 1995, que estabeleceu limites percentuais de despesas com pessoal, para todos os entes governamentais, tomando como base cálculo a receita líquida corrente dos entes governamentais.

Concomitantemente, a reforma fiscal de âmbito nacional perpassaria a assunção da dívida da federação pela União, que estudaremos no Capítulo IV, o que pavimentou a construção do ordenamento jurídico de controle do endividamento estudado no Capítulo II. Além disso, as políticas fiscal e monetária passaram a funcionar para a manutenção da estabilidade de preços, o que demandou um novo equilíbrio entre a moeda nacional e a moeda internacional, que foi elemento central do Plano Real. Sobre essa questão, trataremos no Capítulo V.

CAPÍTULO IV – CENTRALIDADE DO ENDIVIDAMENTO DA UNIÃO

Neste capítulo, estudaremos os programas de refinanciamento da dívida dos entes subnacionais junto à União, que representou a centralização do endividamento público federal e produziu um fluxo de pagamentos dos entes subnacionais à União, constitui receita de capital do orçamento federal e recebe o nome de superávit estrutural.

Os sucessivos programas de refinanciamento, iniciados ao final da década de 1980 e reformados até o período recente, demonstram uma patente insuficiência de financiamento público dos entes subnacionais, em especial após a privatização dos bancos públicos estaduais.

Como veremos, a esterilização da emissão de títulos da dívida mobiliária pelos Estados e Municípios, no curso do processo de refinanciamento com a União, reforçou o quadro de controle de endividamento e pressionou as fontes de financiamento desses entes.

Houve uma verdadeira subordinação do financiamento público brasileiro às finanças federais, que estão atreladas à manutenção da estabilidade monetária.

Este Capítulo prepara a discussão do último Capítulo desta tese, que procurará compreender como a interação dos instrumentos fiscais com os instrumentos monetários, que são compreendidos pelas regras jurídicas que regulam a compatibilidade entre fluxos e estoques da dívida pública federal, estabelecem uma dinâmica de manutenção da estabilidade monetária com os fluxos internacionais, e o que isso representa para os objetivos de estabilidade de preços e de desenvolvimento, no seio da ação estatal.

4.1 Programas de Refinanciamento das dívidas dos entes subnacionais pela União

O primeiro programa de refinanciamento dos Estados com a União se deu por meio da Lei Federal n.º 7.976, de 27 de dezembro de 1989, que autorizou a União Federal a refinanciar, pelo prazo de vinte anos e pagamento em parcelas, a dívida externa contraída pelos entes subnacionais e garantidos por ela, bem como os contratos de empréstimo externo realizadas até o ano de 1988 por órgãos da administração direta e indireta dos entes subnacionais. a lei estipulou que todos os contratos de financiamento e

refinanciamento seriam negociados a partir do ano de 1990 e iniciariam o pagamento do principal a partir do ano de 1995.

Em 30 de dezembro de 1991, foi aprovada a Lei Federal n.º 8.388, que autorizou que a dívida interna dos entes subnacionais, compreendidas a administração direta e indireta, decorrente de operações de crédito interno e de emissão de títulos mobiliários, fosse garantida e refinanciada pela União. A lei determinou que os entes contratantes adequassem seu endividamento aos limites dispostos nas resoluções editadas pelo Senado Federal. O serviço das dívidas também deveria obedecer aos limites estabelecidos pelo Senado Federal, e caso os ultrapassassem, o montante excedente poderia ser objeto de renegociação de refinanciamento por quarenta prestações trimestrais e consecutivas.

Além disso, a lei estabeleceu diretrizes para que a União promovesse a consolidação e o reescalonamento das dívidas dos entes subnacionais. Os saldos devedores dos entes com a União seriam refinanciados a partir de setembro de 1991. A amortização foi programada para oitenta prestações trimestrais e consecutivas, e abarcava as dívidas renegociadas no âmbito da Lei Federal n.º 7.976, de 27 de dezembro de 1989.

Uma condição para adesão ao refinanciamento da União foi a emissão de títulos públicos especiais pelos entes subnacionais, dados em garantia e com registro junto ao Sistema Especial de Liquidação e Custódia, sub custódia do Banco Central do Brasil, com poder liberatório sobre suas receitas próprias. Em caso de não pagamento, o Tesouro Nacional ficaria autorizado a executar a garantia, bem como fazer uso dos recursos das transferências constitucionais. O montante da dívida mobiliária dos entes subnacionais seria refinanciado com base no custo diário da dívida mobiliária federal, observados os limites de endividamento determinados pelo Senado Federal.

Os entes subnacionais que, a partir da adesão ao programa de refinanciamento e até 31 de dezembro de 1998, emitissem títulos públicos para financiamento de outras atividades, ressalvado o pagamento de precatórios, seriam punidos com o vencimento imediato de todos os contratos de refinanciamento.

Por fim, a lei dispôs que os custos desse refinanciamento fossem objeto de adequação na Lei de Diretrizes orçamentárias de 1992.

Em 1995, foi aprovada a Lei Federal n.º 8.727, que consolidou e reescalonou pela União as dívidas internas das administrações direta e indireta dos entes subnacionais, decorrentes de operações de crédito interno realizadas até 30 de setembro de

1991. A critério dos devedores, também poderiam ser refinanciadas as dívidas externas contraídas até junho de 1993, garantidas pela União, por meio da substituição de títulos da dívida externa emitidos pela União em conformidade com o acordo denominado "*Brazilian Investment Bond Exchange Agreement-BIBs*", firmado em 1988.

Dentre as dívidas que não poderiam ser objeto de refinanciamento por essa lei, constavam as dívidas refinanciadas no âmbito da Lei Federal n.º 7.976 e as decorrentes de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária.

A adesão ao programa estava condicionada à consolidação das dívidas da administração direta pela administração direta dos entes subnacionais. As prestações seriam pagas em 240 (duzentas e quarenta) parcelas mensais. Os saldos que ultrapassassem os limites estabelecidos pelo Senado Federal seriam acumulados para os meses seguintes, com refinanciamento em 120 (cento e vinte) prestações mensais cobradas a partir do vencimento das parcelas do refinanciado em 240 (duzentas e quarenta) parcelas.

Os recursos de repartição de receitas tributárias previstos pela Constituição Federal ficaram vinculados como garantias dessas dívidas, com execução em dez dias após o não pagamento de uma parcela. Em caso de inadimplemento dos entes subnacionais, a lei estabeleceu o prazo de noventa dias do vencimento da parcela para pagamento pela União.

O refinanciamento das empresas públicas dos entes subnacionais poderia ser realizado em separado. Os recursos e despesas decorrentes do programa de refinanciamento deveriam constar em lei orçamentária anual e estar em harmonia com as disposições da Lei de Diretrizes Orçamentárias.

Por meio da Lei Complementar n.º 156, de 2016, que veremos adiante, o artigo 12, da Lei Federal n.º 8.727, de 1993, foi alterado para constar a possibilidade de pagamento antecipado por meio de emissão de títulos da dívida mobiliária federal.

4.2 PROES - Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária

Como vimos no Capítulo III, a crise dos bancos públicos estaduais deu azo à criação do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária – PROES. O programa foi incialmente implementado pela Medida Provisória n.º 1.514, de 7 de agosto de 1996, que foi diversas vezes editada, enquanto avançava a implementação do programa e a privatização dos bancos estaduais, até a chegar à última edição com a Medida Provisória n.º 2.192-70, de 24 de agosto de 2001.

A ementa das medidas provisórias consignava que o PROES tinha como objetivo a redução dos bancos estaduais, preferencialmente por meio de privatização, extinção (fusão, incorporação ou cisão, ou qualquer outra reestruturação societária) ou transformação em instituição não financeira ou agência de fomento (instituições financeiras voltadas ao financiamento de aquisição de capital fixo ou de giro associados a projetos de desenvolvimento).

Dentre as ações previstas, a União poderia (i) adquirir o controle da instituição financeira exclusivamente para privatizá-la ou extingui-la; (ii) financiar a extinção ou a transformação, pelo controlador, em instituição não financeira ou agencia de fomento; (iii) financiar ajustes prévios imprescindíveis para a privatização da instituição financeira, ou prestar garantia a financiamento concedido pelo Banco Central do Brasil, nos termos do Conselho Monetário Nacional, com vistas ao cumprimento do PROES; (iv) adquirir créditos contratuais da instituição financeira constituídos até 31 de março de 1996 contra seu controlador e entidades por ele controladas, e refinanciar os créditos adquiridos, desde que o controlador assumisse todos os créditos com a instituição financeira controlada; (v) financiar parcialmente programa de saneamento de instituição financeira, que contemplasse capitalização e mudanças de gestão para profissionalização; (vi) prestar garantia a financiamento concedido pelo Banco Central do Brasil; e (vii) financiar a criação de agências de fomento estaduais, com contratos de financiamento ou refinanciamento a partir do programa.

Tanto a União como o Banco Central do Brasil foram autorizados a conceder financiamento no âmbito do PROES. Os financiamentos concedidos pela União deveriam ser pagos em 360 (trezentos e sessenta) parcelas mensais e sucessivas, calculadas com base na Tabela Price, com juros mensais de 6% (seis por cento) ao ano, sobre o valor do saldo devedor atualizado pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas. O serviço da dívida financiada junto ao PROES poderia ser incluído junto ao limite máximo de comprometimento da Receita Líquida Real – RLR, previsto pela Lei Federal n.º 9.496, de 1997, que dispõe sobre o Programa de Ajuste Fiscal dos Estados, que veremos adiante.

Os financiamentos concedidos pelo Banco Central do Brasil deveriam contar exclusivamente com garantia da União, e obrigatoriamente aceitar como garantia os títulos ou direitos relativos a operações de responsabilidade do Tesouro Nacional ou órgão da administração indireta, incluído os títulos da dívida pública mobiliária federal.

A iniciativa para aderir ao programa deveria partir dos Estados controladores, e necessitavam da aprovação prévia de leis específicas que atendessem aos requisitos do programa. Para cumprimento dos objetivos dos itens ‘iii’ e ‘iv’ do parágrafo anterior, os Estados deveriam ter as seguintes autorizações legislativas: (a) lei específica para privatização da instituição financeira dentro do prazo acordado com a União; (b) destinação dos recursos da privatização para pagamento dos itens ‘iii’ e ‘iv’ ou de dívida com a União, a critério desta; (c) depositar junto ao Banco Central do Brasil as ações de sua titularidade no capital da instituição financeira a ser privatizada.

À União caberia editar o decreto expropriatório das ações do capital social da instituição financeira, na forma do Decreto-lei n.º 2.231, de 1987. Era prerrogativa do Banco Central do Brasil decidir se uma pessoa jurídica exerceria a gestão sobre instituição financeira desapropriada ou comprada, ou se o próprio órgão a exerceria diretamente.

O pagamento da aquisição de controle societário e dos créditos, bem como o financiamento para reestruturação societária, incluída a extinção, ou saneamento, seriam realizados por meio de títulos da dívida pública mobiliária federal, com prazos de resgate e juros determinados pelo Ministério da Fazenda. Os títulos públicos em posse de instituições financeiras alvo do programa poderiam ser trocados por títulos do Banco Central do Brasil, de acordo com a regulamentação do Conselho Monetário Nacional. O atraso no pagamento implicaria, para o Estado devedor, o pagamento de encargos financeiros equivalentes ao custo médio de colocação de títulos públicos, acrescidos de mora de 1% (um por cento) ao mês, incidente sobre o montante atrasado, além das cominações legais e contratuais. A União poderia receber bens, direitos e ações, a preço de mercado, dos entes que tivessem aderido ao programa para fins de dação em pagamento.

Inicialmente, a Medida Provisória n.º 1.514, de 7 de agosto de 1996, previa em seu artigo 5º que, na hipótese dos itens ‘iv’ e ‘v’, a União ficava limitada a participar em cinquenta por cento dos recursos necessários, se não houvesse transferência de controle acionário ou se o Estado não promovesse a transformação de todas as suas controladas financeiras em instituições não financeiras ou de fomento. Ao Estado interessado, caberia a cobertura da outra metade dos recursos, além de ter de (d) quitar antecipadamente as dívidas do controlador e das entidades por ele controladas com a instituição financeira; (e) assumir as dívidas da instituição financeira junto a terceiros, existentes até 31 de março de 1996 e registradas em balanço, incluídos os passivos trabalhistas e de natureza atuarial; além de (f) realizar a capitalização da instituição financeira.

O Conselho Monetário Nacional foi o órgão designado para decidir sobre a viabilidade dos acordos do PROES, mediante aprovação prévia pelo Banco Central do Brasil, acerca do projeto de saneamento da instituição financeira, que necessariamente incluía sua capitalização e mudança em seu sistema de gestão capaz de assegurar sua profissionalização. Além disso, era requisito um parecer favorável da Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério da Fazenda, sobre a compatibilidade da situação fiscal do Estado controlador com o esforço exigido pelo projeto de saneamento da instituição financeira.

Os contratos de financiamento ou refinanciamento do programa deveriam ter como garantias ou contragarantias obrigatórias a vinculação de receitas próprias e das cotas referentes às transferências constitucionais previstas pelos artigos 155, 157 e 159, inciso I, alínea 'a', e inciso II, da Constituição Federal, bem como as ações representativas do controle acionário das instituições financeiras. Também deveriam ter cláusulas que autorizassem o Tesouro Nacional a sacar tais recursos em casos de inadimplência do Estado, que estabelecessem expressamente que os pagamentos não estariam condicionados a quaisquer limites estabelecidos em leis, resoluções ou regulamentos posteriores à celebração do contrato, e que pelo menos cinquenta por cento dos dividendos distribuídos pelas instituições financeiras fosse destinado à amortização das obrigações contratuais, quando se tratasse de não alienação ou de não transformação em agência de fomento.

A privatização das empresas adquiridas, expropriadas ou pertencentes ao Programa Nacional de Desestatização[45] seria feita por meio de ofertas públicas.

A Medida Provisória n.º 2.192-70, de 24 de agosto de 2001, acrescentou ao programa a hipótese de prorrogação de até 180 (cento e oitenta) dias ao Regime de Administração Especial Temporária – RAET, que estivesse em vigência sobre instituição financeira, além do prazo previsto pelo Decreto-lei n.º 2.321, de 1987, se houvesse adesão do Estado ao PROES, e acumulo de mais 540 (quinhentos e quarenta dias) se o Estado tiver igualmente aderido ao Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal, que será tratado abaixo.

Essa medida também acrescentou ao texto original a possibilidade de instituições financeiras federais assumirem os passivos das instituições financeiras estaduais. A equalização do diferencial do valor recebido da instituição financeira beneficiada e o valor a ser pago pelo Banco Central do Brasil pelos recursos concedidos

[45] O Programa Nacional de Desestatização foi implementado pela Lei Federal n.º 8.031, de 12 de abril de 1990, posteriormente revogada pela Lei nº 9.491, de 09 de setembro de 1997.

para o programa foi assumida pela União, por meio de emissão de títulos da dívida pública mobiliária federal. Essa operação funcionou como financiamento ao Estado controlador, que era o titular originário desse passivo, e o sujeitava aos termos de refinanciamento previstos pelo programa.

A medida provisória também determinou a harmonização dos contratos celebrados no âmbito do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, estabelecido pela Lei Federal n.º 9.496, de 11 de setembro de 1997, que estudaremos a seguir. Essa lei estipulou que fossem celebrados aditivos contratuais que harmonizassem os diferenciais de custos médios dos encargos dos contratos do PROES com instituições financeiras federais e do Programa. Nos aditivos, deveriam constar que o descumprimento de metas e compromissos fiscais estabelecidos no Programa, referentes aos limites de dívida consolidada e resultado primário, implicaria em amortização extraordinária correspondente a 0,20% (vinte décimos por cento) de um doze avos da receita corrente líquida, cobrada por seis meses.

O resultado do programa foi a transformação de 41 (quarenta e uma) instituições financeiras públicas estaduais em agências de fomento e a privatização de 9 (nove) bancos estaduais. A absorção da dívida pública dos Estados pela União resultou na emissão de R$ 61.000.000.000,00 (sessenta e um bilhões de reais) em títulos públicos federais, em parte abatido pelos recursos oriundos das privatizações e do financiamento (SALVIANO JUNIOR, 2004).

Com a vigência da Lei de Responsabilidade Fiscal, ficou expressamente proibido, conforme artigo 35, a realização de operação de crédito entre um ente e outro, seja por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependentes, entidades da administração direta, sob qualquer forma, inclusive novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente.

Essa vedação não se aplica às operações contraídas com instituições financeiras públicas pelos entes públicos, desde que não se destinem ao financiamento, direto ou indireto, de despesas correntes, e ao refinanciamento de dívidas não contraídas junto à própria instituição financeira. E também não alcança a compra de títulos da dívida mobiliária da União pelos outros entes.

4.3 PROER - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – PROER surgiu, como vimos, no contexto de controle da inflação e de crise das instituições financeiras, que perderam as receitas de lucros inflacionários. O PROER foi instituído por meio da edição da Medida Provisória n.º 1.179, em 3 de novembro de 1995, acompanhada pela Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.208. Após outras reedições, houve a conversão da medida provisória na Lei Federal n.º 9.710, de 19 de novembro de 1998.

O objetivo do programa foi assegurar a liquidez e a solvência do Sistema Financeiro Nacional e resguardar os interesses de titulares de créditos contra as instituições financeiras privadas, compreendidos os depositantes e os investidores, por meio da reorganização administrativa, operacional e societária das instituições financeiras nacionais autorizadas pelo Banco Central do Brasil.

A Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.208 previu a criação de linhas de assistência financeira vinculadas (i) a títulos e operações de responsabilidade do Tesouro Nacional e dos bancos públicos federais, (ii) às perdas decorrentes do processo de saneamento, (iii) aos gastos com redimensionamento e reorganização administrativa decorrentes de reestruturação e modernização de sistemas operacionais, (iv) à desimobilização de ativos de propriedade da instituição financeira participante, e (v) à reestrutura da carteira de ativos e do passivo da instituição financeira.

Também autorizou a liberação de recursos do depósito compulsório para aquisição de Certificados de Depósitos Bancários (CDB) de emissão das instituições participares do programa e flexibilizou os limites operacionais das instituições financeiras. O programa estabeleceu o diferimento dos gastos relativos a custos, despesas e outros encargos com a reestruturação, reorganização ou modernização das instituições participantes.

Com relação aos títulos públicos federais, foram utilizados os que estavam na carteira do banco participante como garantia às operações realizadas. Os créditos imobiliários foram cedidos à Caixa Econômica Federal, e outros créditos de boa qualidade foram vendidos a outras instituições.

Foi também utilizado o Fundo Garantidor de Crédito, criado por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.197, de 31 de agosto de 1995,

constituído como entidade privada sem fins lucrativos, com finalidade de administrar a proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras. O fundo foi utilizado para realizar operações de assistência e suporte financeiro junto às instituições financeiras, e, no caso do PROER, para assegurar depósitos bancários de até R$ 20.000,00 (vinte mil reais).

O fundo foi constituído a partir do patrimônio do Fundo de Garantia dos Depósitos e Letras Imobiliárias (FGDLI), criado pela Resolução CMN nº 1.861, de 28 de agosto de 1991, e da Reserva para Promoção da Estabilidade da Moeda e do Uso do Cheque, criada pela Resolução CMN nº 2.155, de 27 de abril de 1995, que foram extintos com a criação daquele. Compunham suas receitas o recolhimento de taxas especificas pelas as instituições financeiras.

O PROER também se valeu das medidas preventivas de proteção ao Sistema Financeiro Nacional vigentes. Coube ao Banco Central do Brasil, no papel de fiscalizador, exercer as hipóteses de intervenção para resguardar a liquidez e fortalecer o sistema.

As hipóteses de intervenção e liquidação extrajudicial existiam desde a Lei Federal n.º 6.024, 1974, e o Regime de Administração Especial Temporária – RAET, desde a edição do Decreto-lei n.º 2.321, de 1987, como vimos. Com a edição da Medida Provisória n.º 1.182, de 1995, convertida, após reedições, na Lei Federal n.º 9.447, de 1997, houve um fortalecimento desses instrumentos com a responsabilização solidária de controladores de instituições financeiras.

A Lei previu também a hipótese desapropriação das instituições financeiras privadas para privatização, na forma do Decreto-Lei n.º 2.231, de 1987, que autoriza a União a desapropriar instituições financeiras privadas e públicas não federais, para saneamento e posterior privatização.

A indisponibilidade de bens inalienáveis ou impenhoráveis do controlador, disposta na lei, não impedia a alienação de controle, fusão, cisão ou incorporação de instituição submetida a regime de intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária.

O Banco Central do Brasil ficava autorizado a capitalizar sociedade, transferir controle acionário, reorganizar estrutura social (incorporação, cisão ou fusão), com vistas a assegurar a normalidade da economia pública e resguardar os interesses dos depositantes e investidores. Em seguida, ficaria autorizado a adotar regime de intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária, podendo ser realizada por pessoa jurídica criada para essa finalidade.

O interventor, liquidante ou conselho diretor de instituição sob RAET poderia transferir bens, direitos e obrigações de uma sociedade para outra, alienar ou ceder bens e direitos a terceiros e acordar a assunção de obrigações por outra sociedade, proceder à constituição ou reorganização e sociedade ou sociedades para as quais fossem transferidos os direitos, bens e obrigações, no todo ou em parte, da instituição sob intervenção, liquidação extrajudicial ou RAET, com objetivo geral de continuação geral ou parcial da atividade.

Mesmo após a adoção das medidas saneadoras previstas acima, o inquérito de apuração de responsabilidades dos controladores, administradores e membros dos conselhos das instituições submetidas ao regime da Lei Federal n.º 6.024, 1974, e do Decreto-lei n.º 2.321, de 1987, teria continuidade.

O Banco Central do Brasil, uma vez instaurado processo administrativo contra instituição financeira, teve poderes para determinar, cautelarmente, pelo prazo de até 120 (cento e vinte) dias, o afastamento de indiciados da administração dos negócios da instituição, até a final apuração das responsabilidades, e impedir que os indiciados assumissem quaisquer outros cargos de direção ou administração de outras instituições financeiras ou atuasse como mandatários ou prepostos de diretores ou administradores, bem como impor restrições às atividades da instituição financeira. Ficou estabelecido que as controvérsias poderiam ser objeto de recurso junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

A alienação do controle de instituições financeiras cujas ações fossem desapropriadas pela União, por meio de publicação de decreto expropriatório com prazo de alienação, na forma do Decreto-lei n.º 2.231, de 1987, deveria ser realizada por meio de oferta pública. Após a desapropriações, o RAET era instaurado e vigeria até a efetiva transferência do controle acionário da instituição pela União. Enquanto estivessem sob propriedade da União, as instituições seriam regidas pelo regime privado.

A medida previu que os empréstimos realizados no âmbito do PROER poderiam ser aceitos como garantia, títulos ou direitos relativos a operações de responsabilidade do Tesouro Nacional ou de entidades da Administração Pública Federal indireta. Ressalvava a hipótese em que a garantia fosse representada por título da dívida pública mobiliária federal, desde que ultrapassem o montante garantido em vinte por cento.

A lei também estendeu a indisponibilidade de bens às pessoas físicas que fossem controladoras de bancos e atribuiu ao Banco Central do Brasil o desbloqueio de tais

bens, desde que servissem à manutenção da atividade econômica, ressalvados os bens inalienáveis e impenhoráveis. Essa cautela se dava sem prejuízo das possibilidades de reestruturação societária.

A lei reforçou a prerrogativa do Banco Central do Brasil para decretar a qualquer momento o RAET, dentro das hipóteses previstas pelo artigo 15, da Lei Federal n.º 6.024, de 1974 e do artigo 1º, do Decreto-lei n.º 2.231, de 1987. O artigo 3º da lei estabeleceu a responsabilização de agentes físicos ou jurídicos responsáveis por atos ou omissões em serviços de auditoria independente prestados às instituições sob RAET, intervenção ou liquidação extrajudicial.

Com a Lei Federal n.º 13.506, de 2017, as mencionadas medidas cautelares do Banco Central do Brasil foram revogadas.

O controle sobre as instituições que aderirem ao PROER junto ao Banco Central do Brasil ficou a cargo do Senado Federal, que receberia do órgão fiscalizadores informações sobre os motivos da solicitação, o valor da operação, os dados comparativos dos encargos financeiros cobrados no PROER e os encargos médios pagos pelo Banco Central do Brasil na colocação de títulos, e as garantias aceitas e seu valor em comparação com o empréstimo concedido.

A lei alterou a Lei Federal n.º 6.385, de 1976 – Leis das Sociedades Anônimas, para atribuir à Comissão de Valores Mobiliários a competência para expedir normas aplicáveis às companhias abertas, ressalvadas as instituições financeiras, que permaneceriam sob sujeição da Lei n.º 4.595, de 1964. A alteração inovou com a disposição expressa de responsabilização de empresas e pessoas físicas que realizassem serviços de auditoria contábil.

Os custos envolvidos na execução do programa foram cobertos com recursos do Banco Central do Brasil. Em primeiro lugar, foram utilizados recursos das contas de reserva bancária. As contas de Reserva Bancária são contas que as instituições financeiras mantêm junto ao Banco Central do Brasil. A reserva bancária funciona[46] como uma conta depósito à vista, que permitia saldo negativo, sem limites ou garantias, em prejuízo da autoridade monetária, cobrados a taxa SELIC. Eram compensados os

[46] Com a aprovação da Lei Federal n.º 10.214, em 2001, foi instituído o novo sistema de pagamentos brasileiro, que instaurou procedimentos de monitoramento de liquidação em tempo real, por meio de um sistema de transferências de reservas eletrônico, Com a lei, foi proibida a existência de saldo devedor a partir de 24 de junho de 2002. As operações de redesconto foram confinadas a um dia (intradia), com compra de títulos públicos pelo Banco Central do Brasil e recompra pelas instituições financeiras no mesmo dia, como medida de garantia de liquidez do fluxo de pagamentos.

resultados diários de pagamentos, liquidação de títulos da dívida pública mobiliária federal, cujos saldos negativos são cobertos pelo Banco Central do Brasil. À época do PROER, operavam em negativo e transferiam os custos das crises das instituições financeiras privadas ao balanço da autoridade monetária (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

Depois, foram utilizados recursos dos depósitos compulsórios, que são de titularidade das próprias instituições financeiras. Outro custo assumido se deu com a decretação de liquidação extrajudicial de algumas instituições, que produzia o efeito de liberação de garantias financiadas junto ao PROER e conduzia o Banco Central do Brasil à condição de credor concorrente da massa falida. Os prejuízos foram cobertos pelo Tesouro Nacional por meio da emissão de títulos da dívida pública mobiliária federal. A contabilização total dos custos do programa dependeria da recuperação de créditos, da realização dos ativos da massa falida, do pagamento de credores e do envolvimento dos bens dos controladores *sub judice* (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

A dívidas das instituições financeiras privadas que aderiram ao PROER girava em torno de R$ 20.359.046.000,00 (vinte bilhões, trezentos e cinquenta e nove milhões e quarenta e seis mil reais), que foi o montante de recursos liberados pelo Banco Central do Brasil pelo programa, e R$ 11.377.702.000,00 (onze bilhões, trezentos e setenta e sete milhões e setecentos e dois mil reais) em saldo devedor de Conta de Reserva Bancária junto ao Banco Central do Brasil, o que totalizava, à época da liquidação, cerca de R$ 31 bilhões (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

Dentre os custos indiretos, figuraram as isenções tributárias e, com a expansão da base monetária pela persistência de contas Reservas Bancárias negativas, as emissões de títulos públicos federais para enxugamento do excesso de liquidez, o que motivou o aporte de títulos públicos federais pelo Tesouro Nacional ao Banco Central do Brasil, cujos balanços demonstravam resultados negativos.

Houve redução de 22% (vinte e dois inteiros por cento) das instituições bancárias no Brasil entre 1994 e 2000, com 35% (trinta e cinco inteiros por cento) no setor privado, e 44% (quarenta e quatro por cento) no setor público. A entrada de bancos estrangeiros ocupou um terço do mercado de crédito (BRASIL, CONGRESSO NACIONAL, 2002).

4.4 Programa de Apoio À Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados - PAF

Com a Lei Federal n.º 9.496, de 11 de setembro de 1997, foram estabelecidos os novos critérios de consolidação, assunção e refinanciamento da dívida pública mobiliária e contratual dos Estados e do Distrito Federal pela União.

O chamado Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados estabeleceu o prazo de até 31 de maio de 2000, prorrogável por 90 (noventa) dias[47], para que a União (i) assumisse a dívida pública mobiliária dos Estados e do Distrito Federal constituídas até 31 de março de 1996 e, após essa data, as que constituíssem rolagem de dívidas anteriores, entre outras obrigações financeiras decorrentes de operações de crédito interno e externo relativas a despesas de investimento exigíveis até 31 de dezembro de 1994; (ii) os empréstimos tomados por esses entes junto à Caixa Econômica Federal, bem como outras dívidas com refinanciamento pela União, (iii) compensasse os crédito assumidos com eventuais créditos de natureza contábil, líquidos, certos e exigíveis, detidos pelas unidades da Federação contra a União; (iv) assumisse a dívida pública mobiliária emitida pelos Estados e pelo Distrito Federal até 13 de dezembro de 1995, para pagamento de precatórios judiciais.

Foram excetuadas do programa as dívidas decorrentes de obrigações originárias de contratos de natureza mercantil, de operações de crédito com organismos financeiros internacionais, a dívida já refinanciada pela União – excetuadas as do item "i", a dívida mobiliária em poder do próprio emissor, incluídas as que estivessem em posse de fundo de liquidez ou que tivessem sido colocadas no mercado após 31 de dezembro de 1998.

Os créditos obtidos com o PROES, depositados em fundos de liquidez, poderiam, a critério do Ministério da Fazenda, ser incorporados ao saldo devedor dos contratos de reestruturação de dívidas celebrados no âmbito do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados. A incorporação ao programa de ajuste teria como regra de transição da diferença de remuneração entre o programa de ajuste e o fundo de liquidez a aplicação da taxa média Selic.

O programa previa como objetivos (i) o cumprimento de metas ou compromissos quanto à dívida financeira em relação à receita líquida real – que foi

[47] A prorrogação ficou condicionada à decisão fundamentada do Ministro da Fazenda, desde que previamente firmado acordo entre o Governo Federal e Estadual no âmbito do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, e pela existência prévia de autorizações legislativas estaduais para celebração dos contratos previstos.

posteriormente substituído pelo conceito de ‘dívida consolidada’ pela Lei Complementar n.º 156, de 2016 -; (ii) o resultado primário calculado pela diferença entre receitas e despesas não financeiras; despesas com pessoal; receitas de arrecadação própria; (iii) a privatização, permissão ou concessão de serviços públicos, reforma administrativa e patrimonial - posteriormente substituída pelo conceito de ‘gestão pública’ pela Lei Complementar n.º 156, de 2016; e (iv) a realização de despesas de investimentos determinado sobre a receita real líquida - posteriormente substituída pelo conceito de ‘disponibilidade de caixa’ pela Lei Complementar n.º 156, de 2016.

O prazo dos contratos de refinanciamento foi estipulado em 360 (trezentos e sessenta) prestações mensais e sucessivas, calculadas com base na Tabela Price, com juros calculados e debitado mensalmente à taxa mínima de 6% (seis por cento) ao ano, sobre o salvo devedor atualizado. A atualização monetária seria calculada com base na variação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna – IGP-DI, calculado pela Fundação Getúlio Vargas. Esses critérios foram igualmente aplicados para amortização extraordinária.

Durante a vigência dos contratos do Programa, o ente aderente não poderia emitir novos títulos da dívida pública no mercado interno, exceto para pagamento de precatórios, e somente poderia contrair novas dívidas desde que adequadas ao programa, além de não poder atribuir a suas instituições financeiras a administração de títulos de dívida pública estadual e municipal junto a centrais de liquidação e custódia de valores mobiliários.

Inicialmente, o parágrafo 6º, do artigo 3º, da Lei Federal n.º 9.496, de 1997, previa que, em caso de inobservância das metas e objetivos do programa, os encargos do programa seriam substituídos pelos valores relativos ao custo médio de captação da dívida mobiliária federal, que vinha a ser a taxa SELIC, acrescido de 1% (um por cento) ao ano e com aumento de 4% (quatro por cento) do comprometimento da Receita Líquida Real para pagamento do serviço da dívida.

A Medida Provisória n.º 2.192-70, de 24 de agosto de 2001, que consolidou o PROES, alterou o dispositivo para estender a sanção à hipótese de não estabelecimento do programa ou período em que perdurar o descumprimento, e incluiu o parágrafo 7º, para estabelecer hipótese de revisão da sanção pelo Ministério da Fazenda, mediante justificativa fundamentada pelo Estado contratante. Posteriormente, a Medida Provisória

n.º 801, de 2017, alterou a redação do parágrafo para dispensar a justificativa do Estado e atribuir o critério de revisão exclusivamente ao Ministério da Fazenda.

O montante acumulado entre a adesão ao programa e a efetiva implementação, desde que firmados até 31 de dezembro de 1998, poderia ser parcelado em até 36 (trinta e seis) prestações mensais consecutivas, com encargos equivalentes à taxa SELIC, com vencimento da primeira parcela após o cumprimento das parcelas do contrato, limitada a última prestação à 30 de novembro de 2002 e dentro do limite de Receita Líquida Real para serviço da dívida refinanciada estabelecido no contrato. O limite comprometido no contrato de refinanciamento não poderia ser reduzido nem aplicado a outras dívidas que não estivessem relacionadas ao Programa. Se houvesse saldo devedor, ele poderia ser parcelado em 120 (cento e vinte) parcelas mensais, no valor mínimo e a partir do vencimento da última parcela.

O cálculo do limite compreendia a dedução de (i) despesas realizadas no mês anterior pelo refinanciado, correspondente aos serviços das dívidas financiadas com base na Lei Federal n.º 7.976, de 1989 e da dívida externa contratada até 30 de setembro de 1991, compreendidas as dívidas da administração indireta formalmente assumida até 31 de dezembro de 1991 e das instituições financeiras estaduais junto ao Banco Central do Brasil formalmente assumidas até 15 de junho de 1988, que foram incluídas pela Medida Provisória que consolidou o PROES, (ii) das dívidas refinanciadas relativas ao Sistema de Seguridade Social, (iii) das dívidas parcelas junto ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS formalizadas até 31 de março de 1996, (iv) das despesas referente ao principal, juros e encargos e comissão de agente das dívidas refinanciadas no âmbito da Lei Federal n.º 8.727, de 1993 e da dívida mobiliária refinanciada no âmbito do Programa.

O pagamento dos valores que ultrapassassem os limites de Receita Líquida Real seria postergado para o momento em que o serviço da dívida refinanciada fosse inferior ao limite, incidindo sobre eles o pagamento dos encargos contratuais. Até que esses valores fossem pagos, o limite de Receita Líquida Real deveria ser mantido.

O atraso nos pagamentos incorria na aplicação de juros de mora de 1% (um por cento) ao mês sobre o valor atrasado, sem prejuízo da execução de garantias, que poderiam ser as receitas próprias previstas das transferências constitucionais sobre Imposto de Renda e Imposto de Produtos Industrializados.

A União poderia receber dos entes aderentes ao Programa os bens, direitos e ações como forma de amortização extraordinária. O saldo remanescente registrado até 30

de novembro de 1998 poderia ser parcelado em até 36 (trinta e seis) parcelas, com encargos equivalentes à taxa SELIC, com vencimento após o pagamento da última parcela do contrato de refinanciamento principal.

Os Estados podiam utilizar o saldo da atualização monetária da cota constitucional de Imposto de Produtos Industrializados – Exportação para realizar amortização extraordinária, desde que existisse autorização legislativa para isso e fossem respeitados os repasses aos Municípios.

O acompanhamento, controle e gerenciamento dos contratos poderia ser realizado por instituição financeira contratada pelo Ministério da Fazenda. Cabia ao órgão encaminhar à Comissão de Finanças da Câmara dos Deputados e do Senado Federal a cópia dos contratos celebrados.

A União poderia securitizar as obrigações assumidas ou emitir títulos da dívida pública mobiliária federal para obter recursos ao cumprimento do PAF.

A receita do Programa deveriam ser integralmente destinadas ao abatimento da dívida pública mobiliária federal.

4.5 Assunção da dívida mobiliária dos Municípios pela União

Por meio da Medida Provisória n.º 2.118-35/01, de 24 de maio de 2001, foram instituídos os termos de consolidação, assunção e refinanciamento da dívida mobiliária dos Municípios pela União.

A União foi autorizada a assumir as seguintes responsabilidades de operações realizadas, até dia 31 de janeiro de 1999, pelos Municípios, compreendidas as dívidas da Administração Indireta: (i) dívidas junto a instituições financeiras nacionais ou estrangeiras, decorrentes de cessão de crédito ou de contratos firmados até 31 de janeiro de 2001, inclusive decorrentes de conversão de ARO em dívida consolidada; (ii) dívida mobiliária interna e externa instituída até dezembro de 1995 ou que, constituída após essa data, consubstanciasse simples rolagem de dívida mobiliária anterior; (iii) dívidas oriundas de ARO contraídas até 31 de janeiro de 1999; (iv) dívidas de operações de créditos realizadas junto a instituição financeira federal, ou estadual ou de fundos e programa governamentais constituídos.

Os contratos de refinanciamento deveriam prever que o Município só poderia emitir novos títulos da dívida pública mobiliária interna ou externa, após a integral

liquidação da dívida refinanciada pelo programa, e somente poderia contrair novas dívidas, incluídas as AROs, caso a dívida financeira total do Município fosse inferior à Receita Líquida Real anual.

Foram excepcionadas das limitações as operações de crédito realizadas por meio de programas federais, destinados à modernização e aparelhamento da administração dos Municípios junto à Caixa Econômica Federal, bem como os empréstimos ou financiamentos junto a organismos financeiros multilaterais e instituições de fomento e cooperação ligadas a governos estrangeiros, que tivessem avaliação positiva de agência financiadora, ou contraídas junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, desde que contratados dentro do prazo de um ano contado de 30 de junho de 1999 e destinados exclusivamente à complementação de programas vigentes. O Banco do Brasil S.A. ficou designado para celebração, acompanhamento e controle dos contratos de assunção e refinanciamento junto aos Municípios.

O serviço das dívidas mencionadas no parágrafo anterior estava compreendido na hipótese de refinanciamento pela União, com prazo de cento e oitenta meses, com prestações mensais e consecutivas, com vencimento da primeira na data de celebração do contrato, bem como encargos equivalentes aos custos de captação da dívida mobiliária federal interna mensurados pela taxa SELC, acrescidos de juros moratórios de um por cento ao ano, em caso de inadimplemento. A prestação relativa ao serviço das dívidas poderia ser de até 50% (cinquenta por cento) do valor da primeira prestação, a depender do montante efetivamente desembolsado pelos Municípios.

As dívidas não abrangidas pelo programa, no tocante à assunção e ao refinanciamento, seriam as já tratadas pela Lei Federal n.º 7.976, de 1989, e Lei Federal n.º 8.727, de 1993, as dívidas externas relativas à renegociação no âmbito do Plano Brasileiro de Financiamento da Dívida Externa, as dívidas contraídas com instituições financeiras que não tivessem realizado desembolso até 31 de janeiro de 1999, as dívidas externas junto a organismos multilaterais ou agências governamentais de crédito estrangeiras.

No prazo de vencimento, a União ficou autorizada a prover recursos necessários ao pagamento de dívidas com instituições financeiras federais ou estaduais, ou agências de fomento.

As dívidas dos Municípios poderiam ser refinanciadas pela União pelo prazo de até trezentas e setenta prestações mensais e sucessivas, calculadas com base na Tabela Price, e juros calculados e debitados mensalmente à taxa de 9% (nove por cento) ao

ano, sobre o saldo devedor atualizado, e atualização monetária baseada no Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getúlio Vargas.

As garantias seriam constituídas pelas receitas próprias e pelos recursos do Fundo de Participação dos Municípios.

O limite de comprometimento da Receita Líquida Real – RLR seria de 13% (treze por cento), para atendimento das obrigações correspondentes ao serviço da dívida refinanciada (despesas de capital). Se houvesse descumprimento das obrigações pactuadas, haveria substituição dos índices de 9% e 13% mencionados acima pela taxa SELIC acrescida de 1% (um por cento) ao ano, com limite de RLR de 17% (dezessete por cento) já na próxima prestação. A impontualidade no pagamento era sancionada com atualização da prestação pela taxa SELIC, sem observância do limite de RLR.

O conceito de RLR compreende a receita realizada nos últimos doze meses anteriores ao mês em que for apurado, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de anulação de restos a pagar, de alienação de bens, de transferências vinculadas a qualquer título, de transferências voluntárias ou doações recebidas com fim específico de atender despesas de capital. São contabilizadas as receitas dos percentuais de arrecadação Estadual destinados aos Municípios. O superávit financeiro das autarquias e fundações, excluídas as obrigações de caráter previdenciário, é considerado como receita realizada para o cálculo da RLR.

O limite de RLR é calculado com dedução das despesas efetivamente realizadas no mês anterior pelo Município. Compõem essas despesas o serviços de pagamento das dívidas refinanciadas com base na Lei Federal n.º 7.976, de 1989, da dívida externa contratada até 31 de janeiro de 1999 e a compreendida no Plano Brasileiro de Financiamento da Dívida Externa, o parcelamento de dívidas com o Sistema de Seguridade Social, as dívidas parceladas junto ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS, formalizadas até 31 de janeiro de 1999, comissão do agente, incidente sobre as prestações da Lei Federal n.º 8.727, de 1993, e a dívida de crédito mobiliário refinanciadas por esta última. As despesas com principal, juros e demais encargos, excetuadas as comissões de agente, decorrentes da Lei Federal n.º 8.727, de 1993, também poderiam ser deduzidas para o cálculo da RLR.

O limite poderia ser revisto para dois pontos percentuais acima, portanto para 15% (quinze por cento), para os Municípios que, em 1º de janeiro de 2000, não tivessem adequado suas despesas com pessoal aos limites pela legislação vigente, ou não

tivessem implantado contribuição previdenciária para servidores ativos e inativos, com alíquota média de, no mínimo, 11% (onze por cento) da remuneração total, ou que não tivessem limitado suas despesas com aposentados e pensionistas, na forma da legislação em vigor.

Os valores que forem objeto de dedução poderiam ter seu pagamento postergado, com incidência de encargos financeiros dos contratos quando o valor fosse inferior ao limite. O eventual saldo devedor que ultrapassasse o limite poderia ser refinanciado nas mesmas condições previstas pela Medida Provisória, em até 120 (cento e vinte) meses, a contar a partir da última prestação do contrato de refinanciamento.

As taxas de juros poderiam ser reduzidas a 7,5% (sete e meio por cento) se o Município amortizasse extraordinariamente o valor equivalente a 10% (dez por cento) do saldo devedor atualizado da dívida assumida ou refinanciada pela União, ou a 6% (seis por cento) caso a amortização equivalesse a 20% (vinte por cento) do saldo devedor do montante assumido ou refinanciado pela União. A amortização extraordinária não se aplicava ao limite de comprometimento da Receita Líquida Real e ao cálculo desta.

Foram compreendidas também as dívidas dos Municípios com a União contraídas até 31 de janeiro de 1999, excetuadas as relativas a impostos e contribuições.

Os juros de assunção ou refinanciamento, inicialmente previstos para 9% (nove por cento) poderiam ter taxas de refinanciamento mais vantajosas caso realizassem amortização extraordinária no prazo de até trinta meses após a adesão ao programa. Nesse caso, as taxas seriam de 7,5% (sete e meio porcento), caso a amortização alcançasse 10% (dez por cento) do montante, ou 6% (seis por cento), caso equivalesse a 20% (vinte por cento) do montante. Em caso de não cumprimento da amortização no prazo previsto, a taxa retornaria aos 9% (nove por cento), para o não cumprimento dos 10% (dez por cento) sobre o saldo atualizado, e 7% (sete por cento), para o não cumprimento dos 20% (vinte por cento) que alcançasse, ao menos, os 10% (dez por cento) do saldo atualizado.

A União poderia assumir ou refinanciar os títulos públicos municipais emitidos para pagamentos de precatórios, com prazo de 120 (cento e vinte) meses, e prestações mensais, ressalvados os títulos que estivessem em posse do próprio emissor ou tivessem sido emitidos após 31 de dezembro de 1998. Também assumiria as obrigações decorrentes do programa mediante a emissão de títulos da dívida mobiliária federal. Os recursos destinados pelos Municípios à União para cumprimento do programa seriam destinados integralmente à amortização da dívida pública federal.

4.6 Superávit Primário Estrutural

Com a consolidação do refinanciamento das dívidas dos Estados e Municípios junto à União, que envolveu a substituição dos contratos de empréstimo pelos títulos públicos da dívida mobiliária federal interna emitidos aos credores, foi criado o conceito de superávit estrutural, que diz respeito ao fluxo de pagamentos das parcelas do refinanciamento e representa o esforço conjunto dos entes subnacionais para o pagamento da dívida assumida pela União (PEDRAS, 2009, PORTUGAL, 2016).

O piso do pagamento foi determinado como 13% (treze por cento) da receita corrente líquida, o que se previa alcançasse aproximadamente 1% (um inteiro por cento) do Produto Interno Bruto, em termos de fluxo de pagamentos.

Entre os anos de 2000 e 2010, o percentual do superávit primário estrutural foi de 0,79% (setenta e nove centésimos por cento) do Produto Interno Bruto (PORTUGAL, 2016).

No âmbito do Orçamento Geral da União, o superávit estrutural é registrado como receita de capital, como vimos no Capítulo I.

4.7 Novos critérios de indexação de contratos de refinanciamento da dívida com a União

Após treze anos de estabilização das finanças dos entes subnacionais, foi aprovada, em 25 de novembro de 2014, a Lei Complementar n.º 148, que harmonizou os critérios de indexação dos contratos de financiamento e refinanciamento celebrados entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, compreendendo os programa estudados acima, estabelecidos por meio da Lei Federal n.º 9.496, de 1997 – Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, Medida Provisória n.º 2.185-35, de 2001, que tratou da assunção das dívidas dos Municípios pela União, e pela Medida Provisória n.º 2.192-70, de 2001, que instituiu o PROES.

A justificativa do projeto que deu origem a essa lei sustentava que os índices de remuneração da dívida dos entes subnacionais junto à União refletiam condições macroeconômicas que não estavam mais vigentes.

O motivo principal era o fato de que os índices adotados à época do refinanciamento, compostos pelo IGP-DI e pela taxa de correção monetária, eram mais vantajosos que a taxa Selic do período, o que representava um subsídio da União junto aos

entes contratantes. Com a redução da taxa Selic na primeira metade da década de 2010, o índice dos contratos se tornou mais oneroso que o financiamento da própria União.

Para se ter uma ideia, a justificativa ilustra a inversão da lógica do financiamento com os seguintes dados: em 1997, os saldos devedores eram atualizados pelo IGP-DI, à época em torno de 7,48% (sete inteiros e quarenta e oito centésimos por cento), acrescido de taxa de juros de 6% (seis por cento) ao ano, 7,5% (sete inteiros e cinquenta centésimos por cento) ao ano e 9% (nove por cento) ao ano, ao passo que a taxa SELIC alcançava o percentual de 24,79% (vinte e quatro inteiros e setenta e nove porcento). Ou seja, um diferencial de 9,31% (nove inteiros e trinta e um centésimos por cento).

Em 2011, com a redução da taxa SELIC para 9,78% (nove inteiros e setenta e oito centésimos por cento), o índice do refinanciamento dos entes subnacionais girou em torno de 17,98% (dezessete inteiros e noventa e oito centésimos por cento) e 21,32% (vinte e um inteiros e trinta e dois centésimos por cento), o que inverteu o refinanciamento dos Estados e Municípios em financiamento da União, em torno de 11,54% (onze inteiros e cinquenta e quatro centésimos por cento).

Para corrigir a distorção, a proposta propunha substituir o IGP-DI, que compreende o impacto da variação cambial sobre os preços, pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, em razão da menor volatilidade deste índice, que não mensura a variação cambial.

As condições previstas nessa lei complementar retroagiram a 1º de janeiro de 2013. Foram estabelecidas as seguintes condições: (i) juros calculados e debitados mensalmente à taxa nominal de 4% (quatro por cento) ao ano sobre o saldo devedor atualizado; (ii) atualização monetária calculada mensalmente com base na variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, apurado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. Os encargos ficaram limitados à taxa referencial ao Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC aplicados aos títulos da dívida pública mobiliária federal. A apuração se dá variação mensal da soma do IPCA mais 4% ao ano e da variação da taxa SELIC.

A medida representou um benefício maior aos Municípios, cujos índices anteriores eram superiores aos juros dos refinanciamentos dos Estados.

Na prática, os Municípios foram mais beneficiados que os Estados, poA União ficou obrigada a conceder descontos sobre os saldos devedores, no montante

resultante da diferença entre o montante do saldo devedor existente em 1º de janeiro de 2013 e o apurado utilizando a variação da taxa SELIC desde a assinatura dos contratos. Ficou a seu cargo a celebração dos aditamentos contratuais até 31 de janeiro de 2016, independentemente de regulamentação, com obrigação de ressarcir aos devedores os valores eventualmente pagos a maior.

A lei instaurou o Programa de Acompanhamento Fiscal, sob gestão do Ministério da Fazenda, que veio a substituir o Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal, e abrangia os Estados e os Municípios das capitais. O programa, que deve ser autorizado por lei própria dos referidos entes subnacionais, deve conter, além de objetivos específicos para cada Unidade da Federação, metas e compromissos quanto ao montante da dívida consolidada, ao resultado primário, à despesa com pessoal, às receitas de arrecadação própria, à gestão pública e à disponibilidade de caixa.

Caso alcance as metas quanto à dívida consolidada e o resultado fiscal, o ente é considerado adimplente em relação ao programa, inclusive se desrespeitar as metas quanto aos outros parâmetros. A situação de adimplemento autoriza a realização de operações de crédito previstas pelo programa. Caso descumpra aquelas metas, a avaliação pode ser revista pelo Ministério da Fazenda, desde que seja apresentada justificativa fundamentada.

A manutenção do programa se dá, no caso dos Municípios, enquanto houver contrato celebrado no âmbito Medida Provisória n.º 2.185-35, ou por no mínimo cinco exercícios financeiros, a partir da adesão aos termos da Lei complementar. Os Municípios das Capitais que tiverem aderido ao programa devem celebrar aditivo contratual aos contratos celebrados no âmbito da Medida Provisória n.º 2.185-35, para que seja estipulada amortização extraordinária em caso de inadimplemento, no valor correspondente a 0,20% (vinte centésimos por cento) de um doze avos da receita corrente líquida correspondente ao exercício imediatamente anterior ao de referência, por seis meses, sem prejuízos de outras penalidades contratualmente previstas.

No caso dos Estados, a manutenção do programa ocorre, no mínimo, por 5 (cinco) anos, a partir da contratação da operação de crédito prevista pelo programa.

Cabe ao Ministério da Fazenda verificar se os entes aderentes ao programa estão cumprimento os limites de contratação de operações de crédito junto a instituições financeiras, de acordo com o disposto pelo artigo 32 da Lei Complementar n.º 101, de 2000 – LRF.

A lei reforçou a vedação aos Estados, Distrito Federal e Municípios o poder de emitir títulos da dívida pública mobiliária.

4.8 Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal

Em 22 de março de 2016, a Presidência da República enviou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei de Complementar n.º 252, que resultou na aprovação da Lei Complementar n.º 156, de 29 de dezembro de 2016, para estabelecer o Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal e medidas de estímulo ao reequilíbrio fiscal.

A aprovação do projeto contou com um amplo pacto federativo. Em vinte de junho de 2016, reuniram-se em Brasília os governadores dos Estados, os vice governadores e os respectivos secretários da Fazenda com o Ministro da Fazenda, para pactuar um acordo federativo de renegociação da dívida pública com a União. Salvo Tocantins e Piauí, o restante dos Estados e o Distrito Federal se encontravam em situação deficitária e necessitavam renegociar os termos de pagamento das dívidas para adequação aos critérios da Lei de Responsabilidade Fiscal.

À época, o montante das dívidas alcançava a cifra de R$ 427.000.000.000,00 (quatrocentos e vinte e sete bilhões de reais), dos quais os valores mais relevantes eram de R$ 205.000.000.000 (duzentos e cinco bilhões de reais) devidos pelo Estado de São Paulo, R$ 70.000.000.000,00 (setenta bilhões de reais) pelo Estado de Minas Gerais, R$ 52.000.000.000,00 (cinquenta e dois bilhões de reais) pelo Estado do Rio de Janeiro e R$ 48.000.000.000,00 (quarenta e oito bilhões de reais) pelo Estado do Rio Grande do Sul.

Os termos do acordo foram consolidados na aprovação da Lei Complementar n.º 156, de 28 de dezembro de 2016. A contraproposta à aprovação do acordo foi o apoio dos Governadores à aprovação da Proposta de Emenda Constitucional n.º 241/55, que posteriormente foi aprovada como Emenda Constitucional n.º 95, em 29 de dezembro de 2016, que estudamos no Capítulo II, e dispôs sobre a limitação de despesas correntes primárias e incluiu os gastos dos Estados e o Distrito Federal. Porquanto a alteração da Constituição Federal não alcançasse os Estados e o Distrito Federal, seu conteúdo compõe o Plano de Auxílio da Lei Complementar n.º 156, de 2016.

Na exposição de motivos do Projeto de Lei Complementar n.º 252, ficou consignada a exposição de motivos encaminhada pelo Ministério da Fazenda à Presidência

da República. Nela, constou que o motivo do auxílio dos Estados estava na queda de arrecadação provocada pela retração da economia brasileira a partir de 2014, o que abrira um descompasso com a expansão de despesas obrigatórias. O pano de fundo da crise dos Estados teria início com a Crise Internacional de 2008, que se propagou pela economia mundial e atingiu o crescimento da economia chinesa. Esse fator teria provocado a queda dos preços das commodities, diminuindo o fluxo de reservas da economia brasileira, o que resultou em desaceleração da economia e queda da arrecadação do Poder Público.

Em vista da velocidade dos efeitos da crise internacional sobre as contas públicas nacionais, o projeto propunha a alteração da Lei de Responsabilidade Fiscal para que as travas orçamentárias com despesas obrigatórias fossem flexibilizadas, porque em contexto de desaceleração econômica, essas categorias ofereceriam obstáculos ao cumprimento de metas fiscais. Embora a LRF dispusesse que a Lei de Diretrizes Orçamentárias seria o instrumento de classificação das despesas obrigatórias, o projeto entendia que deveria haver um mecanismo mais eficiente de limitação de empenho, para que não houvesse paralisação dos serviços essenciais do Estado.

A proposta consistia basicamente em três eixos: (i) conceder melhores condições ao montante da dívida refinanciada junto à União, (ii) alteração da Lei de Responsabilidade Fiscal para aumentar o monitoramento da performance financeira dos Estados, modificar a contabilidade, e aplicar, em etapas, os mesmos mecanismos previstos pela Emenda Constitucional n.º 95, de 2016; (iii) modificar os dispositivos sobre garantias, contidos na LRF, para estimular os bancos comerciais a conceder garantias em operações de exportação, e criar garantias para investimentos brasileiros no exterior; (iv) autorizar o Banco Central do Brasil a contrair depósitos voluntários dos bancos comerciais para enxugar a liquidez do sistema, como alternativa à realização de operações compromissadas, de modo a não produzir impacto sobre o endividamento bruto do Estado.

No tocante à LRF, a ideia seria alterar o mecanismo de contingenciamento previsto pelo artigo 9º, para que, uma vez constatada a impossibilidade de cumprimento da meta fiscal, fosse decretado Regime Especial de Contingenciamento, pelo Poder Executivo, com amplo poder de contingenciamento das despesas públicas, estabelecendo um novo quadro de prioridades. A medida funcionaria como uma espécie de suspensão temporária da LDO, na tentativa de readequar equilíbrio fiscal e manutenção dos serviços públicos. Em caso de frustração do cumprimento da meta fiscal pelo Regime Especial de

Contingenciamento, caberia ao Poder Executivo se pronunciar junto ao Poder Legislativo sobre as razões do descumprimento.

Outra alteração proposta foi a limitação do crescimento da despesa primária a um índice aplicado sobre o crescimento do Produto Interno Bruto anualmente, formalizado no Plano Plurianual, com revisão quadrienal. A razão para a constituição desse mecanismo seria a suposta pressão dos direitos previstos na Constituição Federal para expansão das despesas do Estado, quando em contexto de crescimento da economia. A ideia seria criar uma aciclicidade do gasto público.

Dessa forma, a programação do Plano Plurianual definiria um limite de gasto público, e a Lei de Diretrizes Orçamentárias estabeleceria três etapas automáticas e sucessivas de contenção de gastos. Caso uma etapa não fosse suficiente, a seguinte seria acionada. A primeira, a segunda e a terceira etapa compreenderiam as seguintes medidas:

1ª etapa:

(i) vedação da criação de cargos, empregos e funções ou alteração da estrutura de carreiras, que impliquem aumento de despesa; suspensão da admissão ou contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas a reposição decorrente de aposentadoria ou falecimento, aquelas que não impliquem em aumento de gastos e as temporárias para atender ao interesse público; vedação de concessão de aumentos de remuneração de servidores acima do índice de inflação oficial prevista; não concessão de aumento real para as despesas de custeio, exceto despesa obrigatória, e discricionárias em geral; redução em pelo menos dez por cento das despesas com cargos de livre provimento.

2ª etapa:

(ii) vedação de aumentos nominais de remuneração dos servidores públicos, ressalvado o disposto no inciso X do art. 37 da Constituição Federal; vedação da ampliação de despesa com subsídio ou subvenção em relação ao valor empenhado no ano anterior, exceto se a ampliação for decorrente de operações já contratadas; não concessão de aumento nominal para a despesas de

custeio, exceto despesa obrigatória, e discricionárias em geral; e nova redução de pelo menos dez por cento das despesas com cargos de livre provimento.

3ª etapa:

(iii) reajuste do salário mínimo limitado à reposição da inflação; redução em até 30% dos gastos com servidores públicos decorrentes de parcelas indenizatórias e vantagens de natureza transitória; e implementação de programas de desligamento voluntário e licença incentivada de servidores e empregados, que representem redução de despesa.

Contabilmente, a ideia também seria alterar a LRF para apurar as despesas com pessoal de forma bruta e não líquida, aumentando a base de cálculo para a restrição de despesas.

Desse conjunto de propostas, avançaram somente as relativas às condições de refinanciamento dos Estados.

A lei complementar autorizou a extensão do prazo de pagamento das dívidas refinanciadas junto à União, por meio de celebração de aditivo contratual, por 240 (duzentos e quarenta) meses (20 anos), dos contratos de refinanciamento celebrados com os Estados e o Distrito Federal no âmbito da Lei Federal n.º 9.496, de 11 de setembro de 1997 – PAF, e dos contratos de abertura de crédito sob amparo da Medida Provisória n.º 2.192-70, de 24 de agosto de 2001 – PROES.

Considerando o prazo inicial do contrato original e a extensão concedida, a lei limita o prazo total de pagamento a 360 (trezentos e sessenta) meses (trinta anos), contado a partir da celebração do contrato original. Se o ente for beneficiário dos dois programas, PAF e PROES, o prazo contará do primeiro contrato celebrado. O objeto do refinanciamento é o saldo devedor atualizado, incluída a soma dos saldos devedores dos dois programas, quando for o caso.

As prestações mensais são calculadas com base na Tabela Price.

São dispensados todos os limites de contratação junto à União, inclusive os relativos a contratação de operações de crédito previstos pelo artigo 32 da Lei Complementar n.º 101, de 2000 – LRF.

A condição para adesão ao programa é a desistência de ações judiciais que tenham por objeto o questionamento ao cumprimento dos contratos celebrados no âmbito do PAF e do PROES.

O prazo para celebração dos contratos de refinanciamento é de um ano após a publicação da lei complementar.

As dívidas contraídas junto a instituições públicas federais, com utilização de recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, até 31 de dezembro de 2015, podem ser renegociadas com a dispensa dos limites de operações de crédito e de concessão de garantias previstos pela Lei de Responsabilidade Fiscal, nos artigos 32 e 40.

Como forma de carência, a União teve autorização para reduzir extraordinariamente a prestação mensal das dívidas refinanciadas no âmbito da lei complementar, obedecida a prioridade de destinação dos recursos ao pagamento do serviço da dívida, com aplicação do restante em amortização do principal. A redução extraordinária da prestação mensal poderia alcançar 100% (cem por cento) no período de julho a dezembro de 2016; entre janeiro de 2017 e junho de 2018, a referida redução seria de 97,73% (noventa e quatro inteiros e setenta e três centésimos por cento), em janeiro de 2017, com reduções graduais mensais de 5,5% (cinco inteiros e cinquenta centésimos por cento), até alcançar 5,26% (cinco inteiros e vinte e seis centésimos por cento) em junho de 2018. Ao todo, essa carência representaria, até junho de 2018, uma reprogramação de pagamento de R$ 50.000.000.000,00 (cinquenta bilhões de reais) para pagamento ao final do contrato. O montante total das reduções ficou limitado a R$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) por Estado.

No período que perdurar as reduções extraordinárias de prestações mensais, não incidem encargos por inadimplemento sobre os percentuais temporariamente anistiados, assim como o Estado ou Distrito federal não se sujeita a registro em cadastro restritivo em razão da redução. O saldo dessas reduções deve ser integrado ao saldo atualizado em julho de 2018.

Nos dois anos subsequentes à assinatura do termo aditivo, a lei complementar estabeleceu a limitação ao crescimento anual das despesas primárias correntes à variação da inflação, aferida anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumido Amplo - IPCA, excetuadas as transferências constitucionais a Municípios e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público – PASEP, e realizadas as

contrapartidas do Acordo Federativo de 20 de junho de 2016. O descumprimento da limitação implica na revogação do prazo adicional de 240 (duzentos e quarenta) meses e das reduções extraordinárias das parcelas mensais, com devolução dos valores reduzidos.

A lei complementar também produziu efeitos sobre as dívidas refinanciadas no âmbito da Lei Federal n.º 8.727, de 5 de novembro de 1993. Parte dos procedimentos com relação à essa Lei Federal foram incluídos na Lei complementar 156, de 28 de dezembro de 2016, pela Lei Complementar n.º 159, de 19 de maio de 2017, que estudaremos a seguir.

Dentre as hipóteses previstas, estava a autorização para a União quitar as obrigações assumidas no âmbito da Lei Federal n.º 8.727, de 5 de novembro de 1993, que envolviam recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS perante a Caixa Econômica Federal, por meio da cessão definitiva dos direitos creditórios derivados das operações firmadas com os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, e suas respectivas entidades de administração indireta. Concomitantemente, o Estado, Distrito Federal ou Município deve celebrar com o agente operador do FGTS a repactuação da totalidade das dívidas contraídas com o fundo até 1º de junho de 2001.

Houve previsão para que as dívidas refinanciadas nos termos da Lei Federal n.º 8.727, de 5 de novembro de 1993, que tinham a União como titular dos créditos ou foram adquiridos por ela, sejam objeto de aditamento contratual com extensão do prazo de pagamento por até 240 (duzentos e quarenta) meses, considerado o prazo remanescente. Houve também dispensa das limitações sobre operações de crédito e oferta de garantias, estipuladas pela Lei de Responsabilidade Fiscal. A condição para sua renegociação também foi a desistência de ações judiciais que tivessem por objeto o questionamento ao cumprimento dos contratos celebrados no âmbito da referida lei federal.

Por fim, a União foi autorizada a oferecer garantias às operações de crédito, desde que ofertadas contragarantias por meio de receitas próprias e recursos previstos pelos artigos 155, 156, 157 e 158, alíneas ‘a’ e ‘b’ do inciso I, e o inciso II, caput, do artigo 159, da Constituição Federal, observadas as limitações previstas pelas resoluções do Senado Federal e dispensadas as limitações da Lei de Responsabilidade Fiscal.

4.9 Regime de Recuperação Fiscal dos Estados e do Distrito Federal

Com vistas a constituir um arranjo federativo em torno do tratamento constitucional das finanças públicas, com fundamento no Capítulo das Finanças Públicas, da Constituição Federal, foi aprovada a Lei Complementar n.º 159, de 19 de maio de 2017, que instituiu o Regime de Recuperação Fiscal dos Estados e do Distrito Federal, sob orientação dos princípios da sustentabilidade econômico financeira, da equidade intergeracional, da transparência das contas públicas, da confiança nas demonstrações financeiras, da celeridade das decisões e da solidariedade entre os Poderes e os órgãos das administração pública.

O regime prevê a adesão de Estado ou do Distrito Federal por meio da apresentação de um Plano de Recuperação, que contenha a ação planejada, coordenada e transparente de todos os Poderes, órgãos, entidades e fundos do ente aderente, para retomar o equilíbrio das contas públicas por meio da correção de desvios, implementação de medidas emergenciais e reformas institucionais.

O Plano de Recuperação é formado por um diagnóstico sobre o desequilíbrio financeiro e um conjunto de leis que detalhem medidas de ajuste, com previsão de impactos e prazos. Dentre os conteúdos necessários, devem constar (i) autorizações legais para privatização de empresas do setor financeiro, de energia, saneamento e outros, com utilização dos recursos para quitação de passivos; (ii) adequação do Regime Próprio de Previdência Social às novas regras previdenciárias contidas na Lei Federal n.º 13.135, de 17 de junho de 2015; (iii) redução dos incentivos e benefícios de natureza tributária a, no mínimo, 10% (dez por cento) ao ano, ressalvados os concedidos por prazo certo ou fundamentados nos termos da alínea ‘g’, inciso XII, do parágrafo 2º, do artigo 155, da Constituição Federal; (iv) revisão do regime jurídico único dos servidores estaduais, com supressão de benefícios e vantagens não previstos pelo regime do servidores da União, ou aprovação de lei de responsabilidade fiscal estadual com regras limitadoras ao crescimento de despesas obrigatórias; (v) instituição de regime de previdência complementar, se for o caso; (vi) proibição de saques de depósitos judiciais, enquanto não houver recomposição do saldo mínimo do fundo de reserva; (vii) autorização para realização de leilões de pagamentos, com programação prevista e com prioridade às obrigações inscritas como restos a pagar ou inadimplidas.

Na prática, o programa foi uma versão suavizada das propostas contidas na Exposição de Motivos do Projeto de Lei Complementar n.º 252, de 2016, que culminou

com a aprovação da Lei Complementar n.º 156, de 2016. Isso porque o Regime Especial de Contingenciamento, previsto naquela Exposição de Motivos, tinha um limite e uma aplicação automática do controle de despesas, a partir da modificação do Plano Plurianual e da Lei de Diretrizes Orçamentárias. No caso do Regime de Recuperação Fiscal, a adesão é voluntária e mantém relativa autonomia dos entes contratantes, com possibilidade de negociação caso a caso com o Ministério da Fazenda.

A vigência do plano pode ser de até 36 (trinta e seis) meses, com possibilidade de uma prorrogação por igual período.

O ente é considerado habilitado para aderir ao regime se preencher, cumulativamente, os seguintes requisitos: (i) se a receita corrente líquida anual for menor que a dívida consolidada ao final do exercício financeiro anterior ao do período de adesão ao regime; (ii) se as despesas liquidadas com pessoal representarem 70% (setenta por cento) da receita corrente líquida aferida no exercício anterior à adesão ao regime; (iii) se o valor total das obrigações contraídas for maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação; (iv) se desistir de todas as ações judiciais que questionem o pagamento de dívidas. Se o Estado já tiver aderido ao regime e tiver descumprido, ficará inabilitado até o próximo mandato de Governador.

Uma vez preenchidos esses requisitos, o Estado ou o Distrito Federal podem celebrar pré acordo com o Ministério da Fazenda. O pré acordo deve conter a manifestação de interesse do Estado, o atendimento dos requisitos de habilitação, a demonstração de capacidade do plano proposto para o equilíbrio das contas públicas, e o compromisso do Governo Federal para homologar o Regime de Recuperação Fiscal, uma vez verificado que as leis estaduais do Plano de Recuperação já estão em vigor.

O Ministério da Fazenda é o órgão responsável por verificar os requisitos de habilitação, bem como a implementação das leis e medidas previstas no Plano de Recuperação. Cabe também ao Ministério emitir pronunciamento favorável ao Plano de Recuperação apreciado, se verificado o atendimento de todas as exigências. O parecer deve ser enviado ao Presidente da República, que tem é o responsável por homologar o plano e dar vigência ao Regime de Recuperação Fiscal, com instauração do Conselho de Supervisão.

O Conselho de Supervisão foi criado especificamente para o acompanhamento do Regime de Recuperação Fiscal. Segundo a lei, é composto por 3 (três) membros titulares, e suplentes, que tenham experiência profissional e conhecimento

técnico nas áreas de gestão de finanças públicas, recuperação judicial de empresas, gestão financeira ou recuperação fiscal de entes públicos.

Os três membros e seus respectivos suplentes são indicados pelo Ministério da Fazenda, pelo Tribunal de Contas da União e pelo Estado. O conselho deve se reportar mensalmente ao Ministério da Fazenda por meio de relatório resumido sobre o plano de recuperação e eventuais irregularidades.

Suas atribuições se voltam ao monitoramento do cumprimento do plano, recomendações de providencias e de alterações, analises de desvios de finalidade, convocação de audiências públicas, acompanhamento direto das contas públicas do Estado, contratar consulta técnica, recomendar a revisão ou a suspensão de contratos ao Estado, notificar autoridades para esclarecimentos sobre eventuais irregularidades, e apresentar relatório conclusivo em até 60 (sessenta) dias do término da vigência do plano.

Enquanto perdurar o Regime de Recuperação Fiscal, os Estados ficam proibidos de praticar atos que resultem em aumentos de despesas, nos mesmos conteúdos da Emenda Constitucional n.º 95, de 2016. Os entes ficam proibidos de realizar operações de crédito e receber ou conceder garantia, que não estejam compreendidas pelo Regime de Recuperação Fiscal.

A lei conferiu autorização para a União conceder, por meio de contrato aditivo individualizado por contrato, redução extraordinária integral, por até 36 (trinta e seis) meses, das prestações decorrentes dos contratos de dívidas administrados pela Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda, por prazo igual ou inferior à vigência do Regime de Recuperação Fiscal. Caso haja prorrogação de prazo do regime, a lei determina que as prestações sejam majoradas de forma progressiva e linear até atingir o valor integral. Quanto às prestações que não forem pagas à União, elas passam a integrar o saldo da dívida, com incidência dos encargos previstos no contrato.

Os limites sobre operações de crédito previstos pela Lei de Responsabilidade Fiscal são dispensados quando realizadas junto à União. As garantias prestadas pelo Estado devem ser as receitas previstas pelo artigo 155 e os recursos do artigo 157 e 159, caput, alínea ‘a’ do inciso I e inciso II, da Constituição Federal.

As operações de crédito autorizadas pelo Regime de Recuperação Fiscal devem ter por finalidade (i) o financiamento de programa de desligamento voluntário de pessoal; (ii) financiamento de auditoria do sistema de processamento da folha de pagamento de ativos e inativos; (iii) financiamento dos leilões de pagamentos de

obrigações inscritas em restos a pagar ou inadimplidas; (iv) reestruturação de dívidas com o sistema financeiro; (v) modernização da administração fazendária; (vi) antecipação de receita de privatização de empresas – com autorização para que o credor indique diretor ao corpo diretivo da empresa; (vii) demais hipóteses previstas no Plano de Recuperação. Em caso de desvio de finalidade, as linhas são suspensas até o cumprimento integral do regime.

As garantias dessas operações serão feitas pela União, desde que apresentadas as contragarantias já citadas, além do penhor sobre ações de empresas privatizadas, dispensados os limites previstos pela Lei de Responsabilidade Fiscal e respeitados os limites das Resoluções do Senado Federal. A execução das contragarantias pela União é vedada quando o ente for inadimplente com instituições financeiras privadas ou com organizações multilaterais contratadas antes da adesão ao regime. O montante inadimplido deve integrar o saldo devedor, com incidência dos encargos contratuais, e cobrados após o prazo de redução extraordinária das prestações.

Durante a vigência do Regime de Recuperação Fiscal, ficam suspensos os mecanismos de recondução aos limites previstos pela Lei de Responsabilidade Fiscal, no tocante às despesas totais com pessoal, adequação da dívida consolidada e mobiliária, operações de crédito, operações de crédito por antecipação de receita orçamentária e inscrição de restos a pagar, bem como a verificação de exigências para realização de transferências voluntárias, desde que não existam débitos junto ao Sistema de Seguridade Social. Vigem os mecanismos previstos pelo Regime.

O encerramento do regime ocorre quando as metas do Plano de Recuperação forem integralmente cumpridas. A certificação de encerramento é feita por homologação do Presidente da República, instruído por parecer do Ministério da Fazenda. Também pode haver homologação por decurso do prazo de vigência do regime. Outra causa extintiva do regime é o descumprimento do Estado sobre as disposições da lei complementar. Neste caso, a extinção é decretada por ato do Presidente da República. A extinção do regime implica no retorno às condições contratuais vigentes antes de sua implementação.

4.10 Conclusão

Neste Capítulo, tratamos dos programas de refinanciamento ofertados pela União aos entes subnacionais, para sanear o excesso de endividamento que se arrastava desde a década de 1980. Os programas foram implementados em consonância com a política de controle da inflação do final da década e início dos anos 1990, que representou, para os entes subnacionais, a insolvência de seus bancos e um enorme passivo acumulado pelos Tesouros estaduais.

A década de 1990, foi, como vimos, um laboratório de reformas financeiras que procuraram combater o déficit fiscal pela restrição do aumento das despesas primárias e pelo controle do endividamento público. A dívida pública mobiliária federal serviu como instrumento central para essa reorganização, por absorver as dívidas dos entes subnacionais.

A contrapartida exigida pela União foi a submissão desses entes às novas regras de controle fiscal e de endividamento. No início da década de 2000, a estrutura do endividamento federativo foi consolidada com a criação do superávit estrutural, que tem percentual relevante do Produto Interno Bruto do país. Ao longo dessa década, houve um considerável abatimento do estoque de dívidas federativas. Esse êxito foi logrado porque os programas de refinanciamento federal pavimentaram o caminho para a consolidação do ordenamento jurídico de controle e monitoramento de gastos e de endividamento, que se concretizou com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, como vimos no Capítulo II.

Dentre as contrapartidas mais importantes assumidas pelos entes subnacionais, destacamos a progressiva vedação ao endividamento mobiliário, que tornou o mercado de crédito público operado por instrumentos de dívida mobiliária uma exclusividade da União. Inicialmente autorizado excepcionalmente para o refinanciamento da dívida oriunda dos precatórios, esse poder foi totalmente esterilizado conforme o avanço dos programas. Quanto ao endividamento contratual, houve limitação ao percentual de receitas líquidas dos entes, o que funcionou como trava para a formação de estoques de dívidas e manutenção do equilíbrio do fluxo de pagamento dessas dívidas.

A hierarquia federativa que se estabeleceu pelas formas contratuais de endividamento e pelo monopólio do endividamento mobiliário pela União transformou a dívida pública federal mobiliária na interface mais sensível da racionalidade que coordena as Finanças Públicas e as Finanças Privadas.

Os anos 2000, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, seriam de relativa estabilidade financeira no país. As receitas dos entes das três esferas de governo aumentariam. O endividamento dos entes subnacionais foi exercido dentro dos limites estipulados sobre o montante de receita líquida corrente. O seu desrespeito, como vimos no Capítulo II, tornou-se crime contra as finanças públicas. As despesas também cresceram de forma controlada.

A saúde financeira dos entes subnacionais refletia uma melhora na macroeconômica do país, que implicou na diminuição do custo de financiamento federal, expresso pela queda da taxa SELIC. Esse contexto motivou, em 2014, a revisão dos índices de remuneração dos saldos das dívidas dos entes subnacionais, pela aprovação da Lei Complementar n.º 148.

Entre 2014 e 2016, esse cenário foi rapidamente revertido, dando início a um processo de desaceleração e recessão econômicas, que solapou a curva de arrecadação dos entes governamentais e criou um descompasso com as despesas contraídas ao longo da última década e meia, a despeito dos controles previstos no ordenamento. Nesse contexto, os limites ao endividamento funcionaram como uma verdadeira trava à solução autônoma.

A causa da crise econômica, segundo as fontes oficiais que analisamos na seção "*4.8 Plano de Auxílios aos Estados e ao Distrito Federal*", seria a transmissão da Crise Financeira Internacional de 2008, que teria provocado a desaceleração do crescimento da economia chinesa, com consequente diminuição dos preços das commodities no mercado internacional, o que afetou o fluxo de moeda internacional para a economia brasileira e desencadeou, a partir de 2014, a crise econômica nacional.

As receitas de todos os entes foram deprimidas, o que motivou tanto a aprovação da Emenda Constitucional n.º 95, de 2016, que estudamos no Capítulo II, para controle da expansão dos gastos da União, e a aprovação do referido Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal, por meio da Lei Complementar n.º 158, de 2016, para recuperar os entes subnacionais. Os limites ao endividamento da Lei de Responsabilidade Fiscal e das Resoluções do Senado Federal foram suspensos, e substituídos por limites estabelecidos diretamente pelo Ministério da Fazenda, por meio dos Planos de Auxilio.

Essa análise nos permite passar ao próximo Capítulo, em que estudaremos como a dívida pública mobiliária federal exerceu e exerce papel central para a estabilidade do regime fiscal no Brasil, bem como para a manutenção da estabilidade de preços. O que

nós chamamos no Capítulo I de *racionalidade das Finanças Públicas e Privadas* será melhor demonstrado nesta última etapa.

Veremos como os instrumentos de manejo da dívida pública e do mercado de crédito público passaram a funcionar a partir da implementação do Plano Real e como se deu essa evolução até o presente. O estudo nos revelará como a liquidez monetária nacional guarda relação com a liquidez monetária internacional, e que essa relação é refletida na formação de estoques e fluxos da dívida pública federal. As reflexões do último capítulo consolidam a tese deste trabalho.

CAPÍTULO V – DÍVIDA PÚBLICA E GESTÃO DA LIQUIDEZ

Neste capitulo, estudaremos como a dívida pública mobiliária federal está inserida entre os circuitos ditados pelas racionalidades monetária, cambial e orçamentária, e como esses circuitos interagem. Esse é o quadro em que delimitaremos o que chamamos até que de racionalidade entre Finanças Públicas e Privadas.

O objetivo do Capítulo é demonstrar, com base no desenvolvimento histórico recente, como as alterações no quadro da liquidez internacional alteraram a racionalidade intrínseca a essas três esferas jurídicas, o que foi expresso na dinâmica intrínseca da dívida pública.

Esses argumentos embasam a tese de que a racionalidade orçamentária foi inicialmente subordinada à racionalidade monetária. E que as alterações na liquidez internacional, refletidas na política cambial, criaram um circuito de autonomização orçamentária, que deslocou a verticalidade da relação entre orçamento e política monetária.

Na primeira etapa, veremos como a moldura jurídica da política monetária subordina a racionalidade orçamentária à manutenção da sustentabilidade da dívida pública, o que chamamos de orçamento enjaulado. Veremos como a dinâmica monetária conduz a um endividamento público crescente para evitar que o excesso de liquidez impacte o valor real do mercado monetário. E que a abertura de margens orçamentárias depende de uma política de crescimento que supere as necessidades de financiamento do Estado, embora não seja suficiente para inverter a subordinação orçamentária à monetária.

Na sequência, tomaremos a implementação do Plano Real, em 1994, como ponto de partida para compreender os fundamentos do novo regime monetário, essencialmente baseado em uma âncora cambial. Veremos como esse fundamento logrou exercer o controle monetário ao viabilizar a concorrência internacional, e como ele foi levado ao limite com a reversão dos fluxos de capitais, em 1999, quando se deu o rompimento da moldura jurídica forjada na primeira etapa do Plano Real.

A reversão dos fluxos demonstrou que o novo regime monetário, mais do que adotar o regime cambial como âncora, serviu como âncora do regime de livre circulação de capitais por meio do crescimento do endividamento interno.

Com o período de influxo de capitais, a partir de 2003, motivado em parte pelo aumento dos preços das commodities no mercado internacional, haveria um alívio da ancoragem da dívida pública ao regime de livre circulação de capitais. O aumento da

liquidez internacional conduziria a outro tipo de endividamento, desta vez baseado no controle do excesso de liquidez interna. Essa dinâmica consoante à liquidez monetária internacional foi especialmente aprofundada a partir de 2008, quando irrompeu a Crise Financeira Internacional. Nesse ínterim, foi aberta uma janela histórica para compra de reservas internacionais, que, embora implicasse em aumento do endividamento para enxugamento do excesso de liquidez, possibilitou um deslocamento da lógica de subordinação do orçamento público à política orçamentária, que chamamos de orçamento desenjaulado.

Na terceira etapa, trataremos da moldura jurídica que conectou a política cambial à política orçamentária, sem alterar os fundamentos da política monetária. Veremos como as regras de balanço e resultado do Banco Central do Brasil, assim como o tratamento orçamentário dos recursos das políticas monetária e cambial, possibilitaram uma interação entre as políticas cambial e orçamentária, que resultou na autonomização do orçamento face às constrições da política monetária.

Isso porque as Finanças Públicas passaram a ter uma nova interação com o regime de liberdade de capitais: a relação entre reservas cambiais e variação cambial fez com que a fuga de capitais desencadeasse um mecanismo de transferência de recursos ao orçamento público. Denominamos esse fenômeno de orçamento desenjaulado.

Terminamos a seção com as medidas que visam reenjaulá-lo, isto é, reconduzir a racionalidade orçamentária à racionalidade aos estritos preceitos da política monetária. O que, a nosso ver, não resolve o problema de gestão da liquidez.

5.1 Gestão da Liquidez: o circuito da Política Monetária

Vimos que a Lei n.º 4.595, de 1964, criou e atribuiu ao Banco Central do Brasil o mandato de execução da política monetária, no quadro do Sistema Financeiro Nacional. Esse mandamento foi posteriormente reforçado pela Constituição Federal de 1988, que tratou expressamente sobre a responsabilidade do Banco sobre a emissão de moeda, de competência exclusiva da União Federal.

Os termos básicos da relação entre a União Federal e o Banco foram disciplinados nos parágrafos do artigo 164. No parágrafo 1º, está disposta a vedação à concessão direta ou indireta de empréstimos do Banco Central do Brasil ao Tesouro

Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira. Em outras palavras, o dispositivo vedou o financiamento público por emissão monetária.

O parágrafo 2º autoriza o Banco Central do Brasil a comprar e vender títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para regular a emissão de moedas e taxa de juros, conferindo ao mercado de crédito público o prestígio de principal instrumento de controle monetário. Esse comando fortalece a sistemática de financiamento público e controle monetário pensada pela Lei n.º 4.595, de 1964, sem apoio do financiamento por emissão monetária.

E o parágrafo 3º determina que as disponibilidades de caixa do Tesouro Nacional devem ser depositadas no Banco Central do Brasil, em prestígio ao Princípio da Unidade de Tesouraria. Trata-se da Conta Única do Tesouro Nacional, que pudemos tratar no Capítulo II.

A Lei de Responsabilidade fiscal também disciplina a atuação do Banco Central do Brasil. Segundo o parágrafo 2º, do artigo 39, da LRF, a Autoridade Monetária só pode comprar diretamente os títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional caso se destine ao refinanciamento da dívida pública mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira, vedada compra por outra razão.

Essa norma complementa a vedação do financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central do Brasil, contida no parágrafo 2º, do artigo 164, ao impossibilitar que este compre os títulos daquele, quando não se tratar de refinanciamento. Por outro lado, ela ressalva a hipótese de refinanciamento, para disciplinar os efeitos do pagamento da dívida pública sobre a liquidez monetária.

Explicamos. Quando os títulos da dívida pública mobiliária federal vencem, cabe ao Tesouro Nacional optar por pagá-los ou por prorrogar o vencimento.

Na hipótese de pagamento dos títulos públicos pelo Tesouro Nacional -que, do ponto de vista da política monetária, é denominada resgate, e, do ponto de vista orçamentário, é denominada amortização -, há o aumento da liquidez monetária em posse das instituições privadas. Essa amortização cria para o Banco Central do Brasil a necessidade de vender títulos da dívida pública federal para enxugar o excesso de liquidez, de forma a manter o controle sobre a base monetária e a estabilidade de preços. Os títulos lançados pelo Banco Central do Brasil são, por sua vez, emitidos pelo próprio Tesouro Nacional. Assim, o pagamento do título vencido gera a necessidade de lançamento de novos títulos da dívida pública mobiliária federal. Dessa forma, o endividamento bruto se

mantém constante, porque ao lado da amortização, há a emissão de novos títulos no mercado. Trata-se de uma substituição indireta de títulos da dívida pública.

Com a hipótese de refinanciamento ocorre uma substituição direta de títulos da dívida pública. No vencimento de uma carteira, outra carteira é emitida para substituir os títulos vincendos, prorrogando seu prazo. Pela perspectiva da política monetária, denomina-se tal operação como "rolamento". A operação é realizada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil, que compra os títulos do Tesouro por meio de leilão direto e aplicação de taxas de juros médias, em contrapartida ao cancelamento dos títulos vincendos.

Uma outra forma de refinanciamento indireto ocorre quando o Banco Central do Brasil assume a operação, antecipando a liquidação de outros títulos junto ao mercado e utilizando os títulos livres de sua carteira para realizar a rolagem, tanto sobre o principal quanto sobre o pagamento de juros. Esse é o mecanismo autorizado pelo artigo 39, parágrafo 2º, da LRF. Essa autorização cria uma brecha entre o controle orçamentário e monetário. Isso porque a lei orçamentária tem rubrica limitadora sobre o refinanciamento, que não se aplica sobre a autonomia do Banco Central do Brasil de dispor sobre sua carteira livre. Essa brecha tem impacto sobre a formação do superávit primário, porque, ao menos no que diz respeito ao exercício fiscal, retira do montante de despesas de capital o que o Banco Central do Brasil consegue assumir por conta própria (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Como vemos, a gestão da dívida pública, que envolve o pagamento de principal e juros, bem como o refinanciamento, produz efeitos para gestão da política monetária. A se considerar que o pagamento do principal e dos juros produzem liquidez que necessita ser esterilizada por meio da emissão de mais títulos da dívida pública, é de se que questionar se há forma de diminui-la ou se a trajetória do estoque e do fluxo seguem em perspectiva ascendente. Essa questão iremos responder nas seções seguintes, quando trataremos da relação da dívida com o Produto Interno Bruto. Para o momento, falta ainda completar o tratamento legal da atuação do Banco Central do Brasil e dos instrumentos à sua disposição para execução da política monetária.

Seguindo. No sentido inverso, o financiamento do Tesouro Nacional ao Banco Central do Brasil por meio da compra de títulos públicos na carteira da Autoridade Monetária também é vedado, conforme o parágrafo 4º, do artigo 39, da LRF. O parágrafo ressalva a hipótese de pagamento para reduzir a dívida mobiliária. Mas o Tesouro Nacional

também pode cancelar os títulos livres que estão na carteira do Banco, o que não gera impacto sobre a liquidez monetária. Conforme veremos nas seções seguintes, há todo um regramento de cobertura dos saldos negativos do Banco Central do Brasil, que estabelece a capitalização da Autoridade Monetária pelo Tesouro Nacional por meio de emissão de títulos da dívida pública e não por recursos orçamentários.

A LRF resguardou a substituição de títulos da dívida mobiliária dos entes subnacionais pelos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional aos programas de refinanciamento da dívida federativa abertos pela União. A regra foi consolidada pelo inciso II, do artigo 39, que vedou a permuta de título de ente da Federação por título da dívida pública mobiliária, realizada, ainda que temporariamente, por intermédio de instituição financeira ou não.

Como forma de completar a especialização das funções fiscais e monetárias em autoridades diversas, a LRF vedou, no artigo 34, a emissão de títulos próprios pelo Banco Central do Brasil, a partir de 2002. Com isso, os títulos emitidos pelo Banco Central do Brasil em razão dos programas de refinanciamento e saneamento do Sistema Financeiro Nacional, como vimos nos Capítulos III e IV, foram absorvidos pela dívida consolidada da União, sob responsabilidade da Autoridade Fiscal, conforme o parágrafo 2º, do artigo 29, da LRF.

Essa regra atrelou a política monetária ao financiamento do Estado, uma vez que os mesmos instrumentos de financiamento público servem igualmente à execução da política monetária. Com a Lei Federal n.º 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, foram consolidados os tipos de títulos da dívida pública passíveis de emissão pelo Tesouro Nacional. As finalidades previstas compreendiam (i) a cobertura de déficits orçamentários e a realização de Operações de Crédito por Antecipação de Receita Orçamentária; (ii) permuta para aquisição de empresas no Programa Nacional de Desestatização; (iii) permuta com títulos da dívida internacional brasileira; (iv) permuta por títulos em poder do Banco Central do Brasil; (v) permuta por créditos objeto de securitização de obrigações da União; (vi) permuta por dívidas assumidas ou reconhecidas pela União; (vii) assegurar o Banco Central do Brasil de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas para executar a política monetária; e (viii) realizar operações com empresas públicas federais e relacionadas ao programa de financiamento a exportações.

São três os tipos de títulos emitidos: para emissão de curto e médio prazos (i) as Letras do Tesouro Nacional – LTN e (ii) as Letras Financeiras do Tesouro – LFT;

para emissão de médio e longo prazos, (iii) as Notas do Tesouro Nacional – NTN. Cada um desses títulos pode ter séries específicas. Sua colocação pode ser feita de forma direta ou por meio de oferta pública, de acordo com as finalidades previstas pela lei. A lei também autoriza a emissão de certificados para finalidades previstas em lei. O Decreto Federal n.º 3.859, de 4 de julho de 2001, regulamentou a lei e dispôs sobre as séries dos títulos públicos e sobre os certificados. Foram previstos três tipos de certificado: (i) Certificado Financeiro do Tesouro – CFT, (ii) Certificado do Tesouro Nacional – CTN, e (iii) Certificados da Dívida Pública Mobiliária Federal – Instituto Nacional do Seguro Social – CDP/INSS, emitidos para amortização ou quitação de dívidas previdenciárias.

Cabe ao Ministro da Fazenda a competência para disciplinar as formas de operacionalização de emissão, registro e resgate dos títulos da dívida pública emitidos pela Secretaria do Tesouro Nacional, bem como a celebração de convênios, ajustes ou contratos para emissão, colocação e resgate dos títulos públicos.

Com a edição do Decreto Federal n.º 4.643, de 24 de março de 2003, foi consolidada a transferência da administração da dívida pública interna e externa do Banco Central do Brasil para o Ministério da Fazenda, que passou a organizar exclusivamente as emissões.

O Decreto Federal n.º 9.003, de 31 de março de 2017, dispôs sobre as competências da Secretaria do Tesouro Nacional, que vem a ser o órgão central dos Sistemas de Administração Financeira Federal e de Contabilidade Federal. Dentre as competências discriminadas, destacamos: (i) a elaboração da programação financeira mensal e anual do Tesouro Nacional, (ii) o gerenciamento da Conta Única do Tesouro Nacional; (iii) o controle sobre o equilíbrio financeiro do Tesouro Nacional; (iv) o controle sobre as obrigações financeiras da União e o gerenciamento da conta em moeda estrangeira; (v) a administração das dívidas mobiliária e contratual, interna e externa, de responsabilidade direta ou indireta do Tesouro Nacional; (vi) o planejamento, a execução e a avaliação, dos aspectos orçamentário, financeiro e contábil, dos financiamentos, as subvenções econômicas, as indenizações e as restituições relativas às Operações Oficiais de Crédito e aos Encargos Financeiros da União, os recursos sob a responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional destinados ao fomento de programas sociais e atividades produtivas no País e no exterior; entre outros.

O decreto atribuiu à Subsecretaria da Dívida Pública, subordinada à Secretaria do Tesouro Nacional, competência para (i) elaborar o planejamento de curto,

médio e longo prazos da dívida pública federal, incluídos os riscos e custos, a projeção dos limites de endividamento da União, a elaboração de análises macroeconômicas e a proposição de operações com ativos e passivos que possam melhorar o seu perfil; (ii) conduzir as estratégias de financiamento interno e externo da União, incluídas as contratações de operações de crédito para financiamento de projetos ou aquisição de bens e serviços; (iii) elaborar a proposta de orçamento da dívida pública; (iv) produzir e publicar informações sobre as operações da dívida pública federal; (v) coordenar as relações com os participantes dos mercados financeiros nacional e internacional, bem como formadores de opinião, imprensa, agências de classificação de risco e órgãos de governo no que se refere à dívida pública federal e assessorar autoridades de governo quanto à abordagem desse tema; (vi) fomentar o mercado de capitais, além de acompanhar e propor, no âmbito de suas competências, normas reguladoras e disciplinadoras do mercado de títulos públicos; e (vii) analisar a concessão de garantias da União em operações de crédito externo ou interno, a serem celebradas pela União na forma da legislação aplicável, entre outros.

A divisão de competências que vimos até aqui estabelecem as regras básicas de interação entre a Autoridade Fiscal e a Autoridade Monetária. O mandato da política monetária, todavia, é concretizado dentro de um quadro regulatório que envolve a compreensão dos instrumentos à disposição do Banco Central do Brasil, bem como a formulação e orientação pelos órgãos competentes.

Passamos à próxima seção para analisar quais são esses instrumentos.

5.1.1 Instrumentos de Política Monetária

Os instrumentos que o Banco Central do Brasil utiliza para a execução da política monetária são: (i) redesconto; (ii) reservas compulsórias, (iii) mercado aberto.

O redesconto é o instrumento monetário que torna o Banco Central do Brasil o banco dos bancos. Para atuarem no mercado financeiro, as instituições financeiras devem se habilitar junto ao Banco Central do Brasil. Essa habilitação cria uma conta junto à Autoridade Monetária denominada Conta de Reserva Bancária. São autorizados os bancos comerciais, bancos múltiplos, bancos de investimento, caixas econômicas, distribuidoras e corretoras de títulos e valores mobiliários, entidades operadoras de serviços de compensação e liquidação, fundos de investimentos e instituições do Sistema Financeiro Nacional.

Durante o processamento dos pagamentos do sistema financeiro, a eventual ausência temporária de recursos das instituições financeiras é compensada com recursos do próprio Banco Central do Brasil. A liquidação de obrigações junto a terceiros assumida pelo Banco Central constitui uma operação de empréstimo, sobre a qual incidem os juros praticados pelo Banco. O intuito do redesconto é diminuir a inadimplência e o risco de crédito (BORGES, 2010).

São duas as formas de redesconto: (i) a aquisição, pelo Banco Central do Brasil, de títulos e valores mobiliários, créditos ou direitos creditórios de titularidade da instituição financeira em conta de "Reserva Bancária", com compromisso de recompra pela instituição e pagamento a maior incluindo remuneração; e (ii) a apresentação antecipada com redesconto antecipado de títulos das instituições financeira perante o Banco Central do Brasil, com posterior recompra com remuneração dos títulos, após a liquidação da obrigação (BORGES, 2010).

A principal função do redesconto é garantir a liquidez do sistema de pagamentos. Mas ele também serve como instrumento de política monetária. A taxa de redesconto cobrada pelo Banco Central do Brasil determina as margens de crédito praticadas pelas instituições financeiras. Trata-se de instrumento que induz a atividade bancária, mas não obriga as instituições financeiras a tomarem crédito junto ao Banco. Com o redesconto, diminuem-se o risco de liquidez do sistema de pagamentos e o risco de descasamento entre ativos e passivos das atividades bancárias (BORGES, 2010).

Outro instrumento diz respeito à determinação das reservas compulsórias, que servem para regular a prática bancária de criação de moeda escritural lastreada pelos depósitos à vista. Estes constituem um passivo operacional dos bancos por não serem sacados integralmente e servem de base para a concessão de empréstimos. O objetivo do instrumento é controlar a massa monetária em circulação, pela determinação de um percentual de recolhimento compulsório sobre os valores depositados nos bancos comerciais. O aumento do percentual compulsório reduz a capacidade de empréstimos e de criação de moeda escritural, e a diminuição, aumenta essa capacidade. Controla-se assim a multiplicação do crédito privado e seus efeitos. Os valores são depositados nas Contas de Reservas Bancárias (BORGES, 2010).

O terceiro instrumento ver a ser o Mercado Aberto. Cabe ao Banco Central do Brasil negociar os títulos da dívida mobiliária emitidos pelo Tesouro Nacional tanto para financiar os déficits orçamentários, quanto para controlar o nível de liquidez dos

bancos privados no curto e curtíssimo prazo. A taxa de juros SELIC é o índice utilizado para a compra e venda de títulos da dívida pública. A liquidação e os ajustes são feitos nas contas das reservas bancárias das instituições privadas junto ao Banco Central do Brasil.

O mecanismo funciona da seguinte maneira: ao comprar os títulos mobiliários de posse do mercado, o Banco Central do Brasil aumenta a liquidez do sistema, ao vender os títulos públicos, ele diminui a liquidez.

Essa prática tem efeito sobre o endividamento bruto do Governo, por envolver a emissão e o pagamento dos títulos da dívida pública. Para que se mantenha certa estabilidade no endividamento, o Tesouro Nacional aporta junto à Autoridade Monetária um volume superior às necessidades de cobertura de déficits. Com base nessa carteira livre, o Banco Central do Brasil controla a liquidez monetária no curto e no curtíssimo prazo. São as chamadas operações compromissadas. Elas são realizadas tanto pelo Banco Central do Brasil como pelas instituições financeiras. O instrumento garante uma maior eficiência alocativa dos volumes monetários.

O exercício das operações compromissadas abre margem para que o Governo realize o abatimento do estoque de dívida, sem necessitar emitir mais títulos. Uma vez que os títulos da carteira livre do Banco Central do Brasil, que já estão contabilizados pela dívida bruta, são utilizados para o enxugamento.

A atual regulação das operações compromissadas tem amparo na Resolução CMN n.º 2.950, de 17 de abril de 2002, aprovada pelo Conselho Monetário Nacional. O instrumento foi criado pela Resolução CMN n.º 366, de 9 de abril de 1976, com registro no Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC.

Pela disciplina vigente, são duas as espécies de operações compromissadas. A primeira diz respeito às operações com compromisso de recompra com vencimento em data futura, lastreadas por títulos que têm data de vencimento superior ou igual ao vencimento da operação. Nelas, o vendedor assume o compromisso de recomprar o título, e o comprador de revender o título. A segunda modalidade diz respeito às operações com compromisso de revenda com vencimento em data futura, anterior ou igual à do vencimento do título objeto da operação. O comprador assume o compromisso de revender de forma conjugada com o compromisso do vendedor de recomprar. As duas espécies são desdobráveis em duas modalidades: as que os títulos permanecem sob titularidade do vendedor ou comprador, e as que os títulos não permanecem sob titularidade de nenhum dos contratantes.

São quatro modalidades liquidação: (i) no mesmo dia, (ii) em data preestabelecida, (iii) a qualquer tempo até prazo determinado, e (iv) a critério exclusivo do comprador, em data determinada ou dentro do prazo estabelecido.

Podem ser utilizados como lastro de Operações Compromissadas os seguintes títulos: (i) títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central do Brasil; (ii) créditos securitizados pelo Tesouro Nacional; (iii) títulos da Dívida Agrária de emissão do Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária - Incra; (iv) títulos estaduais e municipais; (v) certificados de depósito bancário; (vi) cédulas de crédito bancário; (vii) certificados de cédulas de crédito bancário; (viii) letras de câmbio de aceite de instituições financeiras; (ix) letras hipotecárias; (x) letras de crédito imobiliário; (xi) cédulas de crédito imobiliário; (xii) debêntures, (xiii) cédulas de debêntures; (xiv) notas promissórias de emissão das sociedades por ações, destinadas a oferta pública; (xv) certificados de recebíveis imobiliários; e (xvi) outros títulos que venham a ser autorizados pelo Banco Central do Brasil.

As instituições que podem realizar operações compromissadas podem ser banco múltiplo, banco comercial, banco de investimento, banco de desenvolvimento, sociedade de crédito, financiamento e investimento, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários, sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários e da Caixa Econômica Federal, e devem estar habilitadas junto ao Banco Central do Brasil. Os limites operacionais tomam por base de cálculo o Patrimônio de Referência da instituição e variam a depender do tipo de título que lastreia a operação.

Entre as instituições financeiras privadas, as compromissadas servem para que as com maior liquidez emprestem a outras com necessidade de recursos, com um rendimento pré fixado e lastro em títulos da dívida pública mobiliária federal. As operações são fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil, que recebe a documentação diária enviada pelas instituições participantes (LEISTER, MEDEIROS, 2016, p. 148).

Quanto ao Banco Central do Brasil, são lançados títulos com remuneração à taxa SELIC, com prazos de recompra de (i) um dia, para cobertura de descasamento de liquidez monetária, (ii) entre 15 (quinze) e 45 (quarenta e cinco) dias úteis, para cobertura de descasamento entre ativos e passivos, e (iii) 90 (noventa) a 180 (cento e oitenta) dias corridos, quando não há problema de desequilíbrio estrutural.

As operações compromissadas não alteram o conceito da dívida bruta, porque esse conceito contabiliza todos os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. No

entanto, por aumentar o volume de títulos efetivamente utilizados pelo Banco Central do Brasil, elas impactam o conceito de Dívida Líquida do Setor Público, que onera o orçamento fiscal com majoração das despesas correntes.

5.1.2 Quadro regulatório: Metas de Inflação e Taxa de Juros

A política monetária executada pelo Banco Central do Brasil é formulada pelo Conselho Monetário Nacional e serve essencialmente ao controle da base monetária e do sistema de preços. Uma vez que o agregado monetário está distribuído entre as finanças públicas e privadas, o mandato da política monetária, ao determinar a liquidez monetária do sistema, exerce um papel alocativo entre essas duas esferas. A lastro da política monetária alcança a estrutura de juros do mercado de crédito privado, bem como os níveis de emprego, produção, consumo, preços e transações internacionais.

Em 21 de junho de 1999, houve um aperfeiçoamento institucional dos mecanismos de transparência e publicidade da formulação da política monetária com a edição do Decreto Federal n.º 3.088, que estabeleceu a sistemática de metas de inflação como diretriz para a fixação do regime de política monetária. Veremos na seção 5.2 deste Capítulo as razões que levaram à construção do sistema de metas de inflação.

As metas seriam representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação. Ao Conselho Monetário Nacional coube escolher o índice e determinar a meta de inflação, mediante proposta do Ministro da Fazenda. Ao Banco Central do Brasil coube executar a política necessária para o seu cumprimento.

O calendário de fixação das metas de inflação foi estabelecido da seguinte forma: (i) até 30 de junho de 1999 para os anos 1999, 2000 e 2001; (ii) até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente ao anterior para os anos de 2002 e seguintes. Com o Decreto Federal n.º 9.083, de 28 de junho de 2017, foi estabelecido novo calendário, que alterou o prazo do item “ii” acima com limitação até 2018; e previu (iii) até 30 de junho de 2017, meta para os anos de 2019 e 2020; e (iv) até 30 de junho de cada terceiro ano imediatamente anterior para os anos de 2021 e seguintes.

O decreto incumbiu o Banco Central do Brasil de publicar, ao final de cada trimestre, Relatório de Inflação sobre o desempenho do regime de metas, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

A meta é considerada cumprida quando a variação acumulada de inflação, medida entre janeiro e dezembro do ano calendário, situar-se na faixa do respectivo intervalo de tolerância. O descumprimento da meta é explicado pelo Presidente do Banco Central do Brasil, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, com descrição detalhada das causas de descumprimento, das providências adotadas para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos, bem como o prazo previsto para seu efeito.

Sob essa orientação, o Banco Central do Brasil estabelece suas metas de atuação no mercado de crédito público e determina a taxa de juros, que vem a ser o principal mecanismo de política monetária. A taxa de juros conduz as expectativas do mercado e determina as taxas praticadas pelo mercado, os preços dos ativos financeiros, estabelece uma âncora para o mercado de crédito e influencia a taxa de câmbio. Nesse quadro, influencia o investimento privado, o consumo e as exportações, determinando, dessa forma, a demanda agregada e seu impacto inflacionário.

Assim, quando a expectativa de inflação supera a meta de inflação, a política monetária é orientada no sentido de reduzir a demanda agregada ou reduzir os efeitos de eventuais choques de oferta. Como a taxa de juros SELIC é igualmente uma meta, a Autoridade Monetária, para que alcance seus objetivos, coloca títulos públicos no mercado.

A política de juros da Autoridade Monetária é anterior ao sistema de metas da inflação e já continha a preocupação de transparecer e informar o mercado sobre os rumos da política monetária.

O esforço remonta a 20 de junho de 1996, quando o Banco Central do Brasil aprovou a Circular BCB n.º 2.698, que criou o Comitê de Política Monetária – COPOM, com atribuição de estabelecer as diretrizes da política monetária e determinar, à época, a denominada Taxa Básica do Banco Central do Brasil – TBC. Com a Circular BCB n.º 2.711, de 28 de agosto de 1996, acrescentou-se ao objetivo do Comitê a determinação da Taxa de Assistência do Banco Central – TBAN. Em 03 de março de 1999, a TBC e a TBAN foram extintas por meio da Circular BCB n.º 2.868, que criou a Taxa SELIC, cujo cálculo ficou determinado como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC para títulos federais. O Comitê passou, então, a determinar a meta para a Taxa SELIC e seu viés de alta ou de baixa, com vigência entre o primeiro dia útil e a próxima decisão do Comitê.

O comitê é composto pelo presidente do banco, pelos diretores, que têm direito a voto, e pelos membros sem direito a voto, que são os chefes de departamentos. Aos chefes de departamento, cabe à função de fazer considerações sobre a situação econômica do País[48]. Ao Presidente do Banco Central do Brasil cabe o voto de qualidade.

Inicialmente, foi estabelecido que o comitê se reuniria mensalmente. O atual regulamento do Comitê, aprovado por meio da Circular BCB n.º 3.297, de 31 de outubro de 2005, determina que sejam realizadas oito reuniões ordinárias ao ano, e autoriza a convocação de reuniões extraordinárias pelo Presidente. As reuniões ordinárias são divididas em duas sessões: as primeiras são realizadas às terças feiras, com apresentações técnicas de conjuntura econômica; e as segundas nas quartas feiras seguintes, destinadas às decisões sobre as diretrizes da política monetária. Além dos membros do Comitê, podem participar o Chefe de Gabinete do Presidente, o Assessor de Imprensa e outros servidores autorizados pelo Presidente. As atas das reuniões devem ser divulgadas no prazo de seis dias úteis após a sua realização, com discriminação do voto nominal. O calendário de reuniões é divulgado até o final de junho do ano anterior.

5.1.3 Orçamento Enjaulado: a Sustentabilidade da Dívida Pública

Compreendida a moldura jurídica da política monetária, passamos a tratar, nesta seção, como a gestão de liquidez impacta os estoques e fluxo da dívida pública e estabelece os termos de sua sustentabilidade. Conforme será demonstrado, a sustentabilidade da dívida pública subordina o exercício orçamentário à formação contínua de superávits primários, o que cria uma racionalidade restritiva sobre a ação estatal.

Primeiramente, cabe explicitar que o principal *locus* de transmissão da dívida pública mobiliária federal vem a ser o mercado de crédito público. Os títulos são vendidos por meio de duas estruturas de distribuição: o mercado primário e o mercado secundário.

---

[48] Conforme a Circular BCB n.º 3.593, de 16 de maio de 2012, atualmente vigente, cabe ao Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – DEBAN informar sobre as condições de liquidez e de funcionamento do sistema bancário; ao Departamento de Operações de Mercado Aberto – DEMAB cabe informar sobre o mercado monetário e operações de mercado aberto; ao Departamento Econômico – DEPEC cabe informar sobre a conjuntura econômica doméstica; ao Departamento de Estudos e Pesquisa – DEPEP cabe apresentar avaliação prospectiva das tendências da inflação; ao Departamento de Reservas Internacionais – DEPIN cabe informar sobre os mercados financeiros internacionais e de câmbio; ao Departamento de Assuntos Internacionais – DERIN cabe informar sobre a conjuntura econômica internacional; ao Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais – GERIN cabe apresentar as expectativas de mercado para variáveis econômicas.

No mercado primário, operam as instituições financeiras que detêm conta de reserva bancária junto ao Banco Central do Brasil. Essas instituições pagam pelos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, por meio de desconto no saldo da conta de reserva bancária. Os títulos são registrados sob titularidade dessas instituições na chamada Conta de Custódia.

Essas instituições também são chamadas de "dealers", por exercerem a intermediação com o mercado secundário, ou mercado de balcão, onde se encontram os clientes finais. Elas são responsáveis estabelecer os preços dos títulos públicos federais e promover a sua liquidez e distribuição. Antes de emitir títulos, o Tesouro Nacional consulta os *dealers* para definir os lotes que serão ofertados em leilão, em termos de tipo de instrumento, rentabilidade e prazo desejados pelos investidores (PEDRAS, VENCESLAU, 2009).

Os leilões primários dos títulos públicos federais são realizados pelo Sistema Especial de Liquidação e Custódia – SELIC, do Banco Central do Brasil, que faz a custódia e a liquidação dos títulos emitidos. O SELIC foi criado pela Circular BCB n.º 466, de 11 de outubro de 1979, para realizar liquidação diária com compensação nas reservas bancárias. Desde 1996, tem funcionamento eletrônico. Com a Lei Federal n.º 10.214, de 27 de março de 2001, que instituiu o Sistema Brasileiro de Pagamentos – SPB, a liquidação dos títulos nas contas de reserva bancária passou a ser feito pelo valor bruto em tempo real. O mecanismo é executado pelo Sistema de Transferência de Reserva, que realiza a conciliação diária dos fundos.

Para lançamento de um lote de títulos, a Secretaria do Tesouro Nacional leva em conta a estrutura do estoque da dívida pública, considerados os prazos de vencimento, os tipos de títulos lançados, os índices de remuneração, a composição e os limites de endividamento no curto e no longo prazo. Esse estudo traça um perfil do estoque e permite compreender o fluxo de pagamentos. Cada lançamento é considerado, portanto, à luz dos riscos percebidos entre os compromissos assumidos e a capacidade de pagamento do Tesouro Nacional (SILVA, ALVES, 2009).

São dois conceitos adotados para compreensão do perfil da dívida: prazo médio e prazo de vida média. O primeiro é adotado pelo Brasil e considera o pagamento do principal e dos juros do estoque de dívida e traça uma média de fluxo de pagamentos, para se ter um maior controle temporal em termos sistêmicos. O segundo considera apenas o pagamento do principal, e é adotado pelas economias desenvolvidas. A maturação do perfil

da dívida considera o vencimento de curto prazo (doze meses) e no médio e no longo prazos, que podem alcançar décadas (SILVA, CAPUTO, BAGHDASSARIAN, 2009).

Em termos de riscos, são considerados os riscos (i) de mercado, (ii) de refinanciamento, (iii) orçamentário e (iv) de demanda.

O risco de mercado considera a volatilidade de indicadores de mercado, como câmbio, juros e inflação, que têm impacto direto sobre os preços dos ativos financeiros, incluídos os do estoque da dívida pública. Esse tipo de risco demanda a indexação de um fator de correção, para que as variações de marcação de mercado não deteriorem os ativos (SILVA, CAPUTO, BAGHDASSARIAN, 2009).

O risco de refinanciamento diz respeito à percepção sobre a capacidade de pagamento do Governo no momento de pagamento ou refinanciamento da dívida pública. Esse conceito leva em consideração o prazo médio da dívida pública e o fluxo de pagamentos, seja a partir do vencimento de curto prazo (doze meses), seja de médio e longo prazos. Para cada período, são projetadas as necessidades de caixa no presente e no futuro para garantia da liquidez da dívida pública (SILVA, CAPUTO, BAGHDASSARIAN, 2009).

O risco orçamentário diz respeito aos limites traçados pela lei orçamentária e a eventuais choques que forcem a um fluxo maior e imponham a revisão do limite legal. A esse respeito, o perfil da dívida também é determinante para se calcular a suscetibilidade do estoque da dívida a variações macroeconômicas que alterem o fluxo de pagamentos. Esse tipo de risco transfere a decisão para o Congresso Nacional, que é quem detém a prerrogativa de alterar as regras orçamentárias e os limites do endividamento (SILVA, CAPUTO, BAGHDASSARIAN, 2009).

Nesse ponto, a sustentabilidade da dívida pública depende da sustentabilidade da política fiscal, que deve ser exercida sem prejuízo ao exercício da política monetária. As restrições orçamentárias presentes e futuras, percebidas no superávit presente e nos projetados, não podem afetar o fluxo de pagamentos da dívida pública. Por outro lado, a possibilidade de abundância de recursos também deve ser contida para que a liquidação do estoque não seja antecipada, provocando o que se denomina como monetização da dívida pública (COSTA, 2009a).

O efeito da monetização da dívida pública estimula a corrida por ativos reais ou em moeda estrangeira. Desse modo, a demanda interna por títulos da dívida pública diminui e cria riscos ao financiamento do Estado. Essa a razão para que, com a

amortização da dívida pública e o aumento da liquidez, as taxas de juros sejam majoradas para promover o enxugamento do excesso de moedas. Essa lógica reforça a dinâmica de endividamento ascendente.

De um lado, tem-se que o risco de não pagamento, como por exemplo os processos de reestruturação unilateral da dívida, refletem em uma depreciação relativa do ativo ou mesmo absoluta. De outro lado, tem-se que a monetização da dívida produz a depreciação relativa dos ativos – reduz o seu valor real -, uma vez que o cenário de excesso de liquidez diminui a eficácia dos mecanismos de indexação dos estoques para manutenção do valor real (COSTA, 2009a).

Dentro dessa perspectiva, define-se o risco de demanda. No curto prazo, define-se, por uma perspectiva microeconômica, o risco de demanda como a expectativa do público quanto ao exercício da política de monetária praticada pelo Governo, no tocante aos juros de curto prazo e nos lotes programados para leilão. Desta forma, é realizado o apreçamento, que leva em conta o risco de refinanciamento, que dispõe sobre o fluxo de pagamentos e a manutenção do valor real dos ativos no momento presente. Como os títulos do Tesouro Nacional gozam de credibilidade, o risco de não pagamento é baixo e afasta o risco de demanda. A combinação dessas expectativas é determinante para que a taxa de juros SELIC ancore os riscos de juros e garantias de operações da dívida pública e do mercado privado, e sirvam para o controle da liquidez (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Por uma perspectiva macroeconômica, que envolve variáveis mais amplas e um horizonte temporal maior, a sustentabilidade da dívida pública tem relação com as projeções de arrecadação e a manutenção da relação estoque e fluxo de pagamento que mantenham o valor real dos ativos. O cálculo consiste em trazer a presente o fluxo futuro de pagamentos para liquidação de todo o estoque e calcular seu custo médio (COSTA, 2009a).

Em vista dessas considerações, a política de superávit primário anual ocupa lugar central para sustentabilidade da dívida pública e para manutenção do financiamento público. O pagamento anual de obrigações correntes, amortização e juros da dívida, torna-se uma medida estrutural para o funcionamento do mercado monetário, por determinar o compromisso da política governamental com a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo.

Esse conceito leva à noção da dívida pública enquanto agregado ao Produto Interno Bruto, que vem a ser fonte dos recursos que serão destinados ao seu pagamento. A

divisão da dívida pública pelo PIB indica a solvência da dívida pública nacional. Se a taxa de desconto da dívida pública for menor que a taxa de crescimento do PIB, o déficit público, ao longo do tempo, pode tender a decrescer e, para evitar o acúmulo de capital, aumenta-se a renda da economia em geral. Se a taxa de desconto é, porém, superior à taxa de crescimento da economia, o déficit público tende a aumentar o estoque de dívida pública (COSTA, 2009a).

Em outras palavras, quando o ritmo de crescimento da economia é superior às necessidades de financiamento do Setor Público, em termos de amortização e serviço, surge um excesso de monetário que desafia a eficiência de capital. Esse excesso abre margem para o incremento da política de crescimento econômico. Se, porém, o serviço e a amortização da dívida pública superam o ritmo de crescimento econômico, o Estado é impactado pela insuficiência arrecadatória e adentra uma trajetória de endividamento para financiamento do déficit público. Essa tendência, caso não seja revertida pelo incremento do processo de crescimento, leva ao aumento do déficit público e do endividamento. Nesse cenário, a política monetária enjaula a atividade estatal para que seja mantida a eficiência de capital no âmbito do mercado monetário.

Como a cada momento histórico o agregado monetário é diferente, a própria realização de superávit primário também varia no tempo. Isso implica que a projeção futura de superávit precisa conter um fator de desconto de variação temporal. Essa noção é compreendida pelo conceito de taxa ajustada de risco, que leva em conta a essa variação temporal, e funciona como um desconto sobre o esforço fiscal. Em vista dessa percepção temporal, temos que, em tempos de recessão econômica, o esforço fiscal tem valor real maior que em tempos de crescimento, porque a taxa de desconto é menor. Disso decorre que a dívida pública se torna mais barata em tempos de recessão que em tempos de crescimento, porque é maior o seu abatimento real no cenário de restrição (COSTA, 2009a).

Em termos de sustentabilidade fiscal, o ideal seria que a relação entre a dívida e o Produto Interno Bruto fossem mantidas constantes. Isso demandaria, contudo, a permanente realização de superávits primários que mantivessem esse equilíbrio, atrelando o gasto público ao serviço do endividamento. Contudo, a manutenção desse equilíbrio impediria o descasamento temporal entre gasto e financiamento, que vem a ser a margem para a formação de agregado econômico e desconto da dívida pública (COSTA, 2009a). Isto é, uma política de sustentabilidade fiscal estática e equilibrada não autorizaria, ao

menos teoricamente, a formulação de uma agenda de crescimento econômico vigoroso que pudesse desenjaular as finanças públicas da dinâmica do mercado monetário

A sustentabilidade da dívida pública é também denominada política de "BenchMark". Esse conceito compreende uma relação de estoque e fluxo de pagamento de longo prazo, com adoção de prazos alongados e remuneração préfixada, que possibilita uma maior previsibilidade e permite maiores margens de planejamento financeiro e orçamentário do Governo. Essa política tende a equilibrar a formação de superávits primários e controlar o déficit público, atenuando a rota de endividamento do Estado. Por outro lado, como vimos, reduz as margens para uma política de crescimento econômico.

Dessa forma, as políticas que mantém a sustentabilidade da dívida pública e a preservação de seu custo médio podem ter, com vistas a manter o valor real dos ativos em estoque da dívida pública, um efeito social perverso, porque mantém o vetor do superávit primário, sob a forma de ajustes fiscais e pela diminuição das margens de execução de políticas que aumentem os agregados econômicos (COSTAS, 2009a).

Como se vê, a gestão de dívida pública carrega em si um enjaulamento das finanças públicas. Seja porque o abatimento da dívida pública envolve um novo endividamento para enxugamento da liquidez, seja porque o investimento público aumenta a liquidez monetária e demanda enxugamento por meio do endividamento público, seja porque os efeitos do controle monetário podem minar o processo de crescimento econômico, forçando o endividamento público para cobertura de déficits. A dinâmica de endividamento crescente faz com que o estatuto jurídico subordine o orçamento público à racionalidade da política monetária.

Ocorre que o fenômeno da liquidez monetária extravasa o campo de regulação das políticas orçamentária e monetária. Ele também é fortemente influenciado pela política cambial, que expressa a regulação da liquidez monetária nacional em face da liquidez internacional. Essa interação entre liquidez monetária nacional e internacional torna o quadro do enjaulamento monetário instável, podendo inverter a relação de subordinação orçamentária e monetária.

Conforme veremos na seção seguinte, a estabilidade da liquidez monetária nacional a partir de 1994 foi estruturada a partir de um contexto de liquidez internacional, que garantiu a subordinação orçamentário ao quadro da regulação monetária. Contudo, as vicissitudes da liquidez internacional criaram um circuito de conexão entre as políticas orçamentária e cambial, que autonomizou o orçamento das restrições da política monetária.

É o que passamos a analisar.

5.2 Gestão da Liquidez: o circuito da Política Cambial

Vimos no Capítulo II que, pela Constituição Federal, a competência para administrar e legislar sobre as reservas cambiais é exclusiva da União, sendo seu depósito, pela Lei n.º 4.595, de 1964, obrigatoriamente constituído junto ao Banco Central do Brasil.

Desde a implementação do Plano Real, em 1994, a dívida pública federal mobiliária ocupou papel central na gestão da liquidez monetária. O êxito do Plano Real no controle da inflação estabeleceu um marco no processo de alteração do padrão de financiamento do Estado brasileiro, iniciado na década de 1980, que estava baseado na emissão monetária e no endividamento público ilimitado.

Junto às medidas de liberalização financeira e comercial, de privatização de empresas públicas e redução da atuação do Estado na economia, a dívida pública mobiliária federal permitiu absorver o estoque da dívida pública dos entes subnacionais, racionalizando o fluxo de pagamentos estruturalmente e desmontando o financiamento autônomo dos Tesouros estaduais com seus bancos. Nos Capítulos anteriores, vimos como esse processo envolveu uma ampla revisão do regime fiscal, que tivera início no ano de 1986, e que se consolidou com a construção de um forte ordenamento de controle e monitoramento do gasto e do endividamento públicos, bem como de esterilização do financiamento monetário.

Por outro lado, a dívida pública federal mobiliária serviu, no Plano Real, como efetivo instrumento de manutenção de um novo padrão de valor entre a moeda nacional e a moeda internacional, fundamento chave do novo regime monetário. Sobre esse alicerce, o Plano Real viabilizou as aberturas comercial e financeira e sua eficácia como mecanismos de controle da inflação.

Nesta seção, veremos como a relação entre a moeda nacional e a moeda internacional estabeleceu uma racionalidade para o financiamento do Estado brasileiro, e como o estatuto jurídico da dívida pública refletiu, ao longo das últimas décadas, as tensões dessa relação.

Nesse sentido, veremos quais foram as normas que institucionalizaram o novo regime monetário e seu vínculo com uma âncora cambial. Veremos que esses fundamentos são muito cedo abalados com a reversão do fluxo internacional de reservas, o

que abriu uma nova rodada de empréstimos externos junto ao Fundo Monetário Internacional.

Em um segundo momento, veremos como a estabilização dos fluxos monetários internacionais, durante a década de 2000, abriu brechas para a diminuição do serviço da dívida pública interna e permitiu o pagamento da dívida externa. Esse contexto desafogou as finanças públicas e abriu espaço para a atuação do Estado na economia.

Na terceira etapa, veremos como a formação de um relevante estoque de reservas internacionais criou uma proteção aos impactos da reversão dos fluxos. A proteção cambial reverberou sobre as contas públicas, deslocando a subordinação orçamentária à racionalidade monetária.

5.2.1 Plano Real: Dívida pública como ancora cambial

A implementação do Plano Real foi precedida por três medidas relevantes. A primeira delas se deu um ano antes, denominada Programa de Ação Imediata, que compreendeu diversas medidas que visavam o aperfeiçoamento dos mecanismos de arrecadação, de controle de gastos, controle dos bancos estaduais, renegociação das dívidas dos entes subnacionais e privatização. A ideia era racionalizar as contas públicas e aumentar o seu saldo.

A segunda medida se deu no início do ano 1994, com a criação do Fundo Social de Emergência, por meio da Emenda Constitucional de Revisão n.º 1, de 1º de março daquele ano, que alterou os artigos 71, 72 e 73, do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o que posteriormente seria conhecido como Desvinculação das Receitas da União, para facilitar o cumprimento dos patamares constitucionais de investimento em saúde, educação e previdência social. Essa medida possibilitou que 20% (vinte por cento) das receitas tributárias pudessem ser destinadas ao ajuste fiscal.

A terceira medida objetivou a desindexação da economia brasileira, para abrir caminho para a conversão do regime monetário. Criou-se, por meio da Medida Provisória n.º 482, de 1º de março de 1994, posteriormente convertida na Lei Federal n.º 8.880, de 27 de maio de 1994, a Unidade Real de Valor – URV, que serviu exclusivamente de padrão de valor monetário para a conversão das obrigações contraídas em Cruzeiro Real em Real. Como unidade de conta, a URV permitiu a conversão de contratos, preços,

salários, tributos e taxa de câmbio ao Real, programado para ser lançado em 1º de julho daquele ano.

A indexação da economia era vista como um dos mecanismos de inércia inflacionária. A URV estabeleceria um único padrão de indexação, com atualização diária de acordo com a inflação, que romperia com o mecanismo inercial e estabeleceria um padrão de previsibilidade de ajustes de preços para toda a economia. (SOARES, 2006).

Em 30 de junho de 1994, foi editada a Medida Provisória n.º 542, posteriormente convertida na Lei Federal n.º 9.069, de 19 de junho de 1995, que concretizou a conversão do regime monetário para a nova unidade monetária, o Real. A lei determinou que o Banco Central do Brasil passasse a realizar a emissão monetária mediante prévia vinculação às reservas internacionais denominadas ou conversíveis em dólares norte americanos. A relação entre o Real e Dólar foi estabelecida como de um para um.

A nova indexação e a paridade fixada entre Real e Dólar tiveram efeito exitoso sobre o controle de preços. Por um lado, houve aumento da concorrência de mercadorias internacionais, cujos preços foram barateados com a nova paridade. Por outro lado, a paridade também barateou determinados custos de produção de setores que importavam insumos e matérias primas, o que veio a baratear os preços de determinados produtos nacionais. Por fim, houve a neutralização das receitas inflacionárias, o que induziu a um maior controle do gasto público e diminuiu o impacto do gasto público sobre a liquidez monetária (SOARES, 2006).

O equilíbrio monetário passou então a ser determinado por dois fatores: a gestão da dívida pública mobiliária federal e a manutenção do equilíbrio cambial.

A gestão da dívida pública passou a requerer, como vimos na seção anterior, uma forte disciplina fiscal para manutenção dos superávits primários, que se destinariam ao funcionamento dos fluxos e estoques da dívida pública. O controle da liquidez sistêmica e, consequentemente, da estabilidade de preços, dependiam da manutenção do valor real dos ativos constituintes da dívida pública e do permanente exercício de enxugamento do excesso de liquidez.

Além do controle da base monetária, a dívida pública também funcionou como ancora cambial ao estimular o ingresso de capitais por meio do aumento da taxa de juros interna. Como a paridade do Real com o Dólar pressionou a balança de pagamentos,

o aumento dos juros internos atraiu o investimento externo de natureza especulativa, o que aumentava a oferta de divisas para cobertura dos déficits da balança de pagamentos.

Outra engrenagem que procurava combinar a interação da dívida pública com a manutenção da paridade cambial foi a criação do Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal, por meio da Lei Federal n.º 9.069, de 1995, que instituiu o Plano Real, que tinha natureza contábil e teve o patrimônio constituído por ações das empresas incluídas no programa de privatização da União. A gestão do fundo ficou subordinada ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. O fundo permitiu a vinculação das receitas das privatizações à amortização e ao pagamento de juros da dívida pública mobiliária federal. Por essa forma, garantia-se o estímulo ao ingresso de capitais estrangeiros pela alienação patrimonial e o compromisso de sustentação da dívida pública.

Essa dinâmica orientou a política cambial executada pelo Banco Central do Brasil. No dia 30 de junho de 1994, véspera da implementação do Real, foi aprovada a Resolução BCB n.º 2.087, que estabeleceu que a atuação do Banco no mercado de câmbio teria como finalidade comprar dólares para garantir a venda a R$1,00 (um real). Em agosto, o fluxo de capitais seria revertido em razão da Crise Mexicana, que teve causa na supervalorização do câmbio, com efeito no aumento das importações e, consequentemente, do déficit na balança de pagamentos. Para garantir a paridade cambial e não inviabilizar o mecanismo de controle de preços, o Banco Central do Brasil aprovou a Resolução BCB n.º 2.110, de 20 de setembro de 1994, que autorizou o Banco a comprar dólares e vendê-los a valor menor que a paridade estabelecida, o que representou uma espécie de financiamento aos agentes econômicos que haviam contraído obrigações na moeda estrangeira e estavam pressionados pela escassez de divisas, em razão da fuga de capitais. Em 30 de janeiro de 1996, foi aprovada a Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.234, que estabeleceu um intervalo de variação cambial, que serviria de margem para atuação do Banco Central do Brasil atuar no mercado cambial e garantir um nível de estabilidade cambial.

Como é possível depreender das dinâmicas descritas acima, a moldura jurídica do Plano Real procurava manter o controle da inflação pelo aumento do endividamento público, regulado pelo exercício da taxa de juros. Essa lógica subordinava a política orçamentária à política monetária, que por sua vez, estava subordinada à política

cambial, que, por sua vez, estava subordinada ao fluxo de capitais internacionais, uma variável fora do controle do Poder Público.

Essa disciplina jurídica, que combinava endividamento público com paridade cambial, encontraria limites nos choques de fluxos capitais provocados pelas Crises Asiática, em 1997, e Russa, em 1998, que reverteriam, de forma mais agressiva, o fluxo de capitais e inviabilizariam a manutenção da paridade cambial.

5.2.2 O tripé macroeconômico

Segundo a Análise de Mercado de Câmbio, publicada pelo Banco Central do Brasil, em 1999, a reversão dos fluxos de capitais, em virtude da Crise Russa, foi de tal forma impactante que reduziu as reservas internacionais brasileiras de US$ 74,7 (setenta e quatro bilhões e setecentos milhões de dólares) para US$ 28,9 (vinte e oito bilhões e novecentos milhões de dólares), entre os meses de abril e setembro de 1998. Não obstante o esforço do Banco Central do Brasil de comprar e vender ao mercado interno, no trimestre, um montante próximo de US$ 30.000.000.000,00 (trinta bilhões de dólares), bem como do Tesouro Nacional, que aumentou o endividamento público em estoque e fluxo, com majoração da taxa Selic para tentar reter a saída de capitais.

O colapso da paridade cambial era iminente. E com ele, da política de controle inflacionário. De acordo com o documento do Banco Central do Brasil, quatro eram as alternativas à disposição. A primeira seria promover oficialmente uma maxidesvalorização do câmbio, estabelecendo uma nova paridade cambial a partir do volume de divisas disponível. A segunda seria restringir o fluxo de capitais, como foco na restrição às importações e às remessas financeiras. A terceira seria declarar unilateralmente a moratória da dívida pública externa, em prejuízo dos credores privados, como fizera o Governo russo. A quarta seria apostar que o processo eleitoral demonstraria estabilidade política e continuidade da política fiscal, com o que se esperava reverter a saída de capitais.

A quarta opção foi adotada, mas a aposta não foi vencida pelo governo. Um cenário conturbado, que envolvia especulações sobre a revisão de acordo com o Fundo Monetário Internacional, a moratória do Estado de Minas Gerais e a substituição do Ministro da Fazenda e do presidente do Banco Central do Brasil contribuíram para o cenário de desconfiança e fuga de capitais.

Em 15 de janeiro de 1999, o Banco Central do Brasil publicou o Comunicado n.º 6.563, para informar que deixaria de atuar no mercado de câmbio. No dia 18 de janeiro, foi publicado o Comunicado n.º 6.565, em que foi informado que Autoridade Monetária deixaria de atuar para determinar a taxa de câmbio, que a partir dali seria livremente determinada pelo mercado.

No regime de cambio livre, a taxa cambial varia de acordo com os fluxos de pagamentos das balanças comercial e de pagamentos. Não há estabilidade da taxa, que é livremente determinada pela oferta e demanda do mercado. O Governo realiza compras e vendas diárias a fim de honrar seus compromissos e, de forma indireta, influenciar a política de exportação e de investimentos (COSTA, 2009c).

A adoção do regime de câmbio livre decretou o fim da primeira etapa do Plano Real. A partir daí, a política de controle inflacionário passou a se sustentar na combinação do câmbio livre, do sistema de metas de inflação, que vimos na seção anterior, e da formação de superávits fiscais, formando o que se denominou tripé econômico.

As reservas cambiais sofreriam mais um ataque especulativo em virtude da eleição de 2002. Para conter a fuga de capitais, foram emitidos títulos da dívida pública indexados à variação cambial, o que tornava a composição da dívida pública ainda mais suscetível aos efeitos do processo especulativo.

A partir de 2003, o fluxo cambial se estabilizaria. O crescimento da economia chinesa promoveria o aumento dos preços da commodities, o que favoreceria as balanças comercial e financeira brasileiras. Esse contexto abriria espaço para a desindexação cambial da dívida pública brasileira por meio do pagamento antecipado da dívida externa. Como o pagamento antecipado da dívida pública externa envolveu a compra de dólares pelo Banco Central do Brasil junto ao mercado de câmbio, houve aumento da liquidez interna, que exigiu aumento do endividamento interno para enxugamento da liquidez.

Em 2005, foi realizado o pagamento de US$ 1.700.000.000,00 (um bilhão e setecentos milhões de dólares) da dívida contratual com o Clube de Paris, e US$ 20.400.000.000,00 (vinte bilhões e quatrocentos milhões de dólares) com o Fundo Monetário Internacional. A partir de 2006, o país deixou de emitir títulos da dívida soberana para remunerar a dívida externa e realizou a compra antecipada da dívida mobiliária externa, em montante que alcançou o valor de US$ 35.000.000.000,00 (trinta e cinco bilhões de dólares). A amortização antecipada produziu uma diminuição do fluxo de

juros da dívida externa que deveriam ser pagos até 2040, o que desonerou as contas públicas em US$ 13.800.000.000,00 (treze bilhões e oitocentos milhões de dólares) anuais (CARVALHO, MORAIS, 2009).

5.2.3 Compra de reservas internacionais e impactos sobre a liquidez

Na Nota à Imprensa, de 06 de janeiro de 2004, o Banco Central do Brasil tratou da política de compra de reservas cambiais adotada a partir da estabilização conquistada no ano de 2003. Ao final de 2003, o montante de reservas líquidas tinha sido de US$ 17.300.000.000,00 (dezessete bilhões e trezentos milhões de dólares). O valor era considerado positivo, em razão da escassez enfrentada no ano anterior. A política de compra de divisas se voltava ao pagamento do principal e dos juros da dívida externa renegociada após a moratória da década de 1980. O segundo objetivo da política era de recompor as reservas do país. A nota registrava que o Banco não perseguiria nenhuma meta com tal política, sendo pautado pela liquidez momentânea do mercado. Também não procuraria influenciar a taxa de câmbio, tampouco criar volatilidade. O objetivo seria de adequar o montante de reservas ao exercício do regime de metas de inflação.

Em 08 de maio de 2009, o Banco Central do Brasil publicou uma nova Nota à Imprensa, que tratou igualmente da política de reservas. Àquela altura, o Banco comemorava o êxito da política de compra de reservas internacionais, cujo montante fora suficiente para a economia nacional suportar a mais grave crise econômica desde 1929, que irrompeu em 2008, na economia norte americana. Em razão das medidas adotadas nas economias centrais, que aumentaram a liquidez para resgatar as instituições em crise, o Banco Central do Brasil anunciou, por meio dessa nota, que continuaria a comprar mais reservas cambiais, sem estipular metas e de acordo com a liquidez do momento.

A partir de 2009, o Banco iniciou a publicação anual do Relatório de Gestão das Reservas Internacionais. Os relatórios registram que as reservas internacionais subiram de US$ 36.000.000.000,00 (trinta e seis bilhões de dólares), em janeiro 2002, para US$ 206.800.000.000,00 (duzentos e seis bilhões e oitocentos milhões de dólares), em dezembro de 2008. Nos anos seguintes, a evolução das reservas cambiais apresentou os seguintes valores, em bilhões de dólares norte americanos: (i) US$ 239,05 bilhões, em 2009; (ii) US$ 288,57 bilhões, em 2010; (iii) US$ 288,57 bilhões, em 2011; (iv) US$ 352,01 bilhões, em 2012; (v) US$ 375,79 bilhões, em 2013; (vi) US$ 374,05 bilhões, em

2014; (vii) US$ 368,74bilhões, em 2015; (viii) US$ 372,22 bilhões, em 2016; (ix) US$ 381,97 bilhões, em 2017. Esse montante representa cerca de 25% (vinte e cinco por cento) do Produto Interno Bruto.

A progressão do estoque e o rendimento das reservas correspondeu, ao longo desses anos, à gestão da liquidez executada pelas Autoridades Monetárias das economias centrais, em especial, da Reserva Federal dos Estados Unidos, no sentido de debelar os efeitos da Crise de 2008.

Do ponto de vista da dívida pública, é possível compreender que os fluxos de capitais, sejam eles positivos ou negativos, importam em aumento do endividamento. Vimos que, até 2002, as fugas de capitais aumentaram o endividamento interno e provocaram a majoração da taxa de juros, na tentativa de conter o movimento e fornecer recursos para o cumprimento da balança de pagamentos. Quando esse fluxo se inverteu e criou uma tendência positiva, o ingresso de capitais produziu aumento da liquidez interna, o que demandou que a Autoridade Monetária enxugasse o excesso de liquidez.

A política de compra de reservas internacionais está inserida nessa dinâmica. Quando o Banco Central do Brasil realiza compra de reservas internacionais junto às instituições financeiras, ele aumenta a liquidez dessas instituições. Para neutralizar o efeito sobre o volume de moeda em circulação, a Autoridade Monetária lança títulos da dívida pública para enxugar o excesso. Esse expediente aumenta o passivo em títulos públicos e aumenta o endividamento bruto do governo (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

As operações compromissadas também são utilizadas para enxugar o excesso de liquidez, que se denomina “efeito de esterilização”. Na seção anterior, vimos que essas operações são realizadas com a carteira livre do Banco Central do Brasil, o que não altera o conceito da Dívida Bruta do Governo Geral – DGBB. Contudo, a sua realização aumenta o serviço despendido com política monetária, que é coberto como despesas correntes do Governo. No Brasil, as operações compromissadas alcançam o percentual de 15% (quinze por cento) do Produto Interno Bruto (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Outro aspecto a ser considerado da política de compra de reservas está no fato de que, embora o estoque afaste o risco de default por quebra da balança de pagamentos, os riscos cambiais não são neutralizados. Isso porque o fundamento do livre fluxo de capitais é mantido com marcação da taxa cambial a mercado. Assim, a despeito da constituição de reservas cambiais pelo Governo, a economia nacional permanece exposta

aos efeitos dos fluxos cambiais, que são influenciados pela política monetária de outros países.

No intuito de preservar as reservas acumuladas e, ao mesmo tempo, proteger a economia nacional da variação cambial, o Banco Central do Brasil realiza as operações com derivativos[49] cambiais, especificamente com "swaps", que consistem em uma securitização dos negócios jurídicos realizados em moeda estrangeira.

A securitização cambial permite proteger a balança de pagamentos sem abrir mão do estoque de reserva. A lógica dos "swaps" é que a Autoridade Monetária assuma os riscos da variação cambial sobre os negócios jurídicos privados realizados com moeda internacional, como os empréstimos ou contratos de compra e venda de mercadorias realizados pelos agentes privados nacionais.

A Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.873, de 26 de julho de 2001, definia "swap" como operações realizadas para liquidação em data futura que

---

[49] Segundo Yasbek (2009), derivativos são uma categoria de instrumento financeiro que tem o valor determinado pelo preço de um determinado ativo. Servem para obter proteção contra oscilações de preços de diversos ativos, como por exemplo o comércio de produtos primários, ou mesmo variação de índices, sendo um negócio jurídico atípico, um contrato "diferencial". Suas cláusulas contratuais estipulam preços para uma data futura, e o pagamento se realiza pela diferença entre o preço pactuado com o preço praticado pelo mercado no momento do pagamento. Não se entrega o bem que lastreia a operação, paga-se a diferença de preços do bem. Esse seria um mecanismo de proteção – em inglês, "hedge" - ao risco de oscilação de preços ou índices. Atuam no mercado de derivativos não somente os agentes econômicos que procuram proteção, como também os agentes que procuram ganhos especulativos das oscilações de mercado e os arbitradores, que atuam para a distribuição e liquidação desses instrumentos financeiros e ganham a intermediação. São quatro os instrumentos derivativos fundamentais: os contratos a termo, os futuros, os swaps ou derivativos cambiais, e as opções. Os contratos a termo servem para fixar um preço de um determinado bem, que servirá de referência para pagamento futuro, a partir da subtração do preço de mercado na data de término do contrato. O que se transfere não é o preço do bem, mas a diferença entre o preço fixado e preço de mercado na data do pagamento. que será entregue em data futura, desconsiderando-se a oscilação de preço do bem até a data de entrega. Sua função como derivativo está em celebrar um contrato que paga a diferença entre o preço fixado e o preço de mercado na data de entrega do bem. Assim, o preço fixado no contrato serve como posição de mercado e não o preço pago, que vem a ser a diferença. O contrato vincula as partes e fixam as posições, o que dificulta a cessão de direitos quando há perdas consideráveis em perspectiva. De forma a contornar a rigidez do contrato a termo, existem os contratos de futuros, que são contratos padronizados pelas câmaras de liquidação e custódia, que estabelecem termos, quantidades e formas de pagamento sobre a variação de preços, fragmentando em diversos contratos fungíveis lastreados no contrato do ativo original. Não há pactuação direta entre o dono do ativo que lastreia a operação e o contratante, o que permite a cessão de direitos entre os contratantes. O pagamento é intermediado pela casa de custódia, que faz a liquidação dos termos avençados diariamente. Os contratantes que operam na posição comprada devem depositar garantias junto às câmaras de liquidação. O preço avençado é contraposto ao preço de mercado ao final de cada dia, com pagamento dessa diferença diariamente, até a data de entrega do bem. A soma dos ajustes equivale à proteção pretendida. Podem ser considerados também variações cambiais e de outros índices, como juros. Outra modalidade de instrumento de derivativo são "swaps", que são pactuações de troca de resultados financeiros com liquidação em data futura, sempre com a adoção de duas variáveis: uma posição ganha com a variação de um índice, a outra posição ganha com a variação do outro índice. Por fim, o instrumento das opções negociadas permite que uma das partes fique com a opção de cumprir ou não determinadas cláusulas contratuais, como por exemplo o direito de comprar uma mercadoria ou de vende-la, por um preço inicialmente ajustado, ou pode simplesmente não exercer a opção até o término do contrato, quando cessam as disposições. Como são passíveis de padronização, são negociados em bolsa.

impliquem na troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais. Posteriormente, a resolução foi revogada pela Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 3.505, de 26 de outubro de 2007, que apenas tratou das formas de negociação do "swap", sem defini-lo. O Banco Central do Brasil tem autorização para realizar "Swap" pela edição da Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.939, de 26 de março de 2002, e pela Circular do Banco Central do Brasil n.º 3.099, da mesma data, que o autorizaram a realizar as operações de "swap".

Na operação, o Banco Central do Brasil ganha com a variação da taxa Selic, e os contratantes ganham com a variação cambial. O pagamento é feito em moeda nacional, o que preserva o estoque de reservas. Se há valorização do câmbio, ganha o Banco Central do Brasil, se há desvalorização do câmbio, ganha o contratante.

A princípio, assim como as operações compromissadas, as operações de swap cambial são realizadas com a carteira livre do Banco Centra do Brasil, o que não produz impactos no endividamento bruto. Contudo, essas políticas podem esgotar a carteira e demandar maior emissão de títulos da dívida pública.

Com a política de compra de reservas cambiais e o aumento do influxo de capitais, houve necessidade de mais aportes de títulos junto ao Banco Central do Brasil, para conter o excesso de liquidez. Dessa forma, o endividamento bruto assumiu uma trajetória ascendente por razões puramente cambiais e monetárias, sem estímulo do financiamento público. Essa dinâmica desafiou a capacidade fiscal de manutenção dos valores dos ativos do estoque da dívida pública e estabeleceu um quadro de liquidez, que, veremos na seção seguinte, tem motivado reformas nos circuitos orçamentário, monetário e cambial.

Dessa forma, a política de aquisição de reservas internacionais cria dois tipos de custos: (i) que geram serviço da dívida pública pela realização de operações compromissadas e (ii) decorrentes das operações com derivativos. Essas duas operações consomem o estoque de títulos livres do Banco Central do Brasil e exigem um aporte maior, o que aumenta o endividamento bruto do Governo. Por outro lado, como o prazo de liquidação de tais operações é mais curto, o seu custo aumenta o conceito líquido da dívida pública, e majora os gastos orçamentários com o serviço da dívida pública. Além disso, o pagamento dos "swaps" aumenta a liquidez do sistema, o que força a realização de operações compromissadas.

Entre 2010 e 2014, houve aumento da exposição cambial da economia nacional de R$ 400.000.000.000,00 (quatrocentos bilhões de reais) para R$ 1.000.000.000.000,00 (um trilhão de reais), o que gerou necessidade dos swaps (GALLO, 2016). Com queda de preços das commodities, o fluxo da balança de pagamentos deteriorou e aumentou a exposição ao risco cambial. Entre 2013 e 2016, o Banco Central do Brasil assumiu uma posição passiva nas operações de "swap" no montante de US$ 105.600.000.000,00 (cento e cinco bilhões e seiscentos milhões de dólares). A estabilização da política monetária da Reserva Federal dos Estados Unidos, a partir de 2016, permitiu que esse estoque fosse reduzido a US$ 26.000.000.000,00 (vinte e seis bilhões de dólares).

5.3 Gestão da Liquidez: o circuito da Política Orçamentária

As considerações da seção anterior demonstraram que há um sentido de subordinação entre a política orçamentária, monetária e cambial, cuja expressão se dá na gestão dos estoques e fluxos da dívida pública federal mobiliária. Desde 1994, o mecanismo de controle inflacionário está fundado no funcionamento da dívida pública como âncora de um regime de liberdade de circulação de capitais.

Essa ancoragem pressupõe enjaulamento da política orçamentária para a formação permanente de superávits primários, que garantem o valor real do estoque da dívida pública e controlam o excesso de liquidez. Contudo, a capacidade fiscal é desafiada pela aceleração do endividamento motivado por razões monetárias e cambiais, que vimos na seção anterior, foram causados pelo aumento do influxo de capitais e pela política de compra de reservas internacionais.

Por outro lado, a política de compra de reservas internacionais a partir de 2004, em um contexto de aumento da liquidez internacional que se exacerbou a partir de 2008, a vibração entre as políticas orçamentária, monetária e cambial mudou de sentido, e provocou o desenjaulamento da política orçamentária, conforme veremos nesta seção.

Para compreendermos esse fenômeno, é preciso estudar detidamente a intersecção da política orçamentária e monetária a partir das regras que disciplinam a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil.

Em uma primeira etapa, veremos como são compostos e interagem os balanços do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil. Na segunda etapa, veremos

como as regras que disciplinam a conciliação dos balanços estão juridicamente estabelecidas. Na terceira etapa, veremos como a política de compra de reservas cambiais alterou a disciplina jurídica dos resultados do balanço do Banco Central do Brasil e provocou o que denominamos aqui de desejaulamento orçamentário. A seção termina com análise do projeto de lei em fase de aprovação que procura neutralizar a autonomia orçamentária provocada pela alteração das regras de resultado consoantes à política de compra de reservas internacionais.

5.3.1 Balaços do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil

Os efeitos que procuramos estudar nesta seção envolvem uma noção prévia sobre a composição dos balanços do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil.

No Balanço do Tesouro Nacional, constam os seguintes haveres junto ao Banco Central do Brasil: depósitos líquidos na Conta Única do Tesouro e haveres internos líquidos. O passivo é composto pelos títulos aportados junto ao Banco e os que estão em posse do mercado, bem como as obrigações da dívida externa.

Balancete do Tesouro

Ativo (A)	Passivo (P)
- Depósitos do Tesouro Nacional no Banco Central do Brasil – Conta Única do Tesouro - Haveres internos líquidos	- Títulos do Tesouro Nacional no Banco Central do Brasil (tTN) - Títulos do Tesouro Nacional fora do Banco Central do Brasil - Dívida Externa
	Patrimônio Líquido (PL)

Na contraface, há o balanço do Banco Central do Brasil.

O balanço do Banco Central do Brasil traz uma nítida compreensão das funções alocativas da política monetária. O exercício das funções monetárias, como emissor de moeda, bancos dos bancos e banqueiro do Governo, figuram no balanço da instituição e ora resultam em déficits, ora em lucros. Nele, as operações realizadas para execução da política monetária são compreendidas como ativos e passivos, e são apuradas

pelo regime de competência, isto é, não estão condicionados à realização financeira dos ativos.

O reflexo da gestão da liquidez monetária nacional e internacional é percebido na composição desse balanço. Portanto, esta é uma chave de compreensão desta tese.

Vejamos como se dá essa composição.

Balancete do Banco Central do Brasil

Ativo (A)	Passivo (P)
Reservas Internacionais (RI) Títulos do Tesouro Nacional (tTN) Empréstimos ao setor privado (Esp)	Papel-moeda emitida (PM) Reservas Bancárias (RB) Demais recursos (DR)
	Patrimônio Líquido (PL)

A base monetária emitida pelo Banco Central do Brasil consta em seu balanço como passivo, mas não produz efeitos sobre o resultado. Por base monetária, deve-se compreender a soma do papel emitido em circulação e os depósitos das reservas bancárias. Não há juros que incidam sobre a base monetária. Esses recursos são utilizados pelo Banco Central do Brasil em operações que geram lucros. As chamadas receitas de senhoriagem, que vimos na seção "*3.2 Financiamento público por emissão monetária*", do Capítulo III, decorrem da consistência da base monetária manejada pela Autoridade Monetária (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Como banqueiro do Governo, a Autoridade Monetária faz a custódia das reservas internacionais, que garantem o serviço do balanço de pagamentos. O montante de titularidade do Banco Central do Brasil consta em seu balanço como ativo. Essas reservas são aplicadas em títulos da dívida de outros países, portanto rendem a taxa de juros externas. Para fins de apuração de balanço, seu valor é determinado pela variação cambial. Se há apreciação cambial, elas sofrem uma desvalorização relativa. Se há depreciação cambial, elas sofrem uma valorização relativa (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Como Banco dos bancos, constam os ativos decorrentes de empréstimos, realizados por meio do redesconto (Empréstimos ao Setor Privado), e os passivos decorrentes de depósitos compulsórios e voluntários dos bancos comerciais (Reservas Bancárias) (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Para as operações de mercado aberto (open Market), são utilizados os títulos da dívida pública mobiliária emitidos pelo Tesouro Nacional. No balanço do Banco, constam tanto como ativos (Títulos do Tesouro Nacional), quanto como passivos (Demais Recursos no Passivo), em observância ao Princípio das Partidas Dobradas, porque geram créditos e débitos correspondentes, que se anulam e não têm efeito no resultado contábil. As operações compromissadas e os "swaps" cambiais estão compreendidos nessa rubrica, bem como a Conta Única do Tesouro Nacional (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Vimos que a aquisição de reservas internacionais tem como contraparte a realização de operações compromissadas para esterilização do excesso de liquidez. Do ponto de vista contábil, o custo das compromissadas é anulado pela figuração das reservas no ativo do balanço. Isso faz com que o custo das compromissadas não transpareça no balanço, embora haja efetivo aumento da Dívida Líquida. Trata-se do que se denomina "taxa implícita" da política de compra de reservas cambiais, que é calculado pela diferença do rendimento à taxa SELIC, utilizado nas compromissadas, e do rendimento das reservas internacionais no mercado internacional (CHACHAMOVITZ, 2016).

Com relação à variação cambial, o balanço do Banco Central do Brasil é afetado de dois modos. O primeiro é sobre a apuração contábil do volume de reservas. O segundo ocorre com os "swaps" cambiais, que não oneram as reservas, mas estabelece um custo indexado pela variação cambial. No balanço, as reservas internacionais também anulam os passivos lastreados em derivativos cambiais, porque a variação cambial também impacta sobre o ativo do Banco. Mas assim como ocorre com as compromissadas, a variação cambial aumenta da Dívida Líquida na realização dos "swaps" cambiais. Esse custo também cria uma taxa implícita, resultante da diferença entre o rendimento das taxas de juros externas que rendem sobre as reservas internacionais e os custos dos swaps.

No caso das reservas, enquanto elas são mantidas em aplicações fora do país, não há resultado líquido. Por outro lado, a realização de operações compromissadas e de derivativos cambiais geram desembolso efetivo e diário pelo Banco Central do Brasil, que constam no orçamento como gastos com juros do setor público.

Os resultados do Banco Central do Brasil são determinados portanto pela natureza dos ativos e passivos que compõem o seu balanço. São decorrentes de juros ativos e passivos, e de variação cambial. Os juros internacionais sobre as reservas, os juros das carteiras de títulos, os juros dos empréstimos de redesconto e a variação cambial compõem os índices que alteram o patrimônio do Banco (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

O impacto da composição do balanço é sentido do ponto de vista orçamentário com as regras que disciplinam a transferência de resultados entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil.

Vejamos como essas regras estão estabelecidas.

5.3.2 Resultado do Banco Central

Em geral, os resultados positivos de um Banco Central podem ter quatro destinos: incorporação ao próprio patrimônio, formação de reservas, transferências ao Tesouro e, se for um banco privado, distribuição de lucros e dividendos. As contas de reserva funcionam como forma de retenção de resultados positivos para compensação de eventuais e futuros resultados negativos.

Os resultados negativos podem ser cobertos por uma compensação de itens do balanço, que reduz o patrimônio líquido do Banco. A emissão monetária também serve como expediente de cobertura de déficits, em prejuízo do controle monetário. Outra forma de cobertura de déficits se dá pelas transferências do Governo. Neste caso, mantém-se o equilíbrio patrimonial do Banco em contrapartida ao aumento do endividamento do Governo – a percepção de endividamento aumenta no conceito de DGBB, porque considera os títulos colocados pelo Tesouro Nacional, mas não afeta o conceito de DLSP, que considera os títulos utilizados (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

A Lei n.º 4.595, de 1964, que criou o Banco Central do Brasil como autarquia pública, estabeleceu, no parágrafo 1º, do artigo 8º, que o resultado seria incorporado ao seu patrimônio. O Decreto Lei n.º 1.638, de 1978, determinou que, sobre o resultado das operações cambiais, incidisse o percentual de 75% (setenta e cinco por cento) para formação de reserva monetária do próprio Banco.

No contexto das reformas enunciadas em 1986, que estudamos no Capítulo III, e puseram fim ao financiamento por emissão monetária, foi editado o Decreto Lei n.º 2.376, 25 de novembro de 1987, que alterou a sistemática do artigo 8º, da Lei n.º 4.595, de 1964. Foram revogadas as contas de reserva e foi determinada a transferência do resultado do banco ao Tesouro Nacional, apurando-se receitas e despesas pelo regime de competência. O Decreto-Lei também determinou que, a partir de 1º de janeiro de 1988, as receitas e despesas do Banco seriam apuradas pelo regime de competência e o seu

resultado seria transferido ao Tesouro Nacional, após a compensação de eventuais prejuízos de exercícios anteriores.

Com a Lei Federal n.º 7.862, de 30 de outubro de 1989, alterou-se a regra novamente, para que somente os resultados positivos do banco fossem transferidos ao Tesouro Nacional, após a apuração semestral do balanço, no prazo de até o décimo dia útil do mês subsequente de apuração. A lei determinava que os recursos transferidos deveriam ser utilizados para a amortização da dívida pública federal. Nada dispôs sobre o resultado negativo, que deveria ser descontado do patrimônio do Banco.

Essa lei marca o início da subordinação orçamentária à política monetária. A conversão dos recursos do resultado positivo para a amortização da dívida pública tinha como pressuposto a ideia de que a atividade estatal pressionaria a liquidez monetária. Daí que o lucro da política monetária, que estava apoiada no endividamento do Governo, uma vez o que os instrumentos de política monetária eram os mesmos de financiamento do Estado, deveria ser revertido ao controle do excesso monetário (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Com a Lei Federal n.º 9.069, de 29 de junho de 1995, que institui o Plano Real, houve nova alteração. Acrescentou-se o parágrafo primeiro, ao artigo 8º, da Lei nº 4.595, de 1964, em que se explicitou que a amortização da dívida pública mobiliária federal compreendia não só o principal, como os juros. A regra deu prioridade ao abatimento dos títulos do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil, como forma de liquidação dos ativos. A lei também criou um período excepcional, para o segundo semestre do ano de 1994, de transferência mensal do resultado do banco para o Tesouro Nacional, para amortização da dívida pública mobiliária em poder do Banco Central do Brasil

A Medida Provisória n.º nº 1.789, de 29 de dezembro de 1998, que foi reeditada até a Medida Provisória n.º 2.179-36, de 24 de agosto de 2001, atualmente vigente e consoante à Lei de Responsabilidade Fiscal, reforçou a disciplina da relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil.

A apuração do resultado foi inicialmente programada para ser anual, com simetria no tratamento dos prazos dos resultados positivo e negativo. Posteriormente foi alterada para ser semestral, com início do primeiro em 1º de janeiro e término em 30 de junho, e início do segundo em 1º de julho e término em 31 de dezembro.

Ao final, estabeleceu-se uma assimetria de prazos: caso o balanço seja positivo, constitui-se obrigação do Banco Central do Brasil com o Tesouro Nacional, com dever de pagamento até o décimo dia útil após a aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional; caso o balanço seja negativo, constitui-se obrigação do Tesouro Nacional com o Banco Central do Brasil, que deve realizar pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional. Isto é, se positivo, há transferência semestral, se negativo, a cobertura é anual.

A medida previu a constituição de reservas em percentual máximo de 25% (vinte e cinco por cento) sobre os recursos transferidos pelo Banco Central do Brasil ao Tesouro Nacional, para destinação exclusiva ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, com dever de amortizar prioritariamente a dívida existente junto ao Banco Central do Brasil.

A Medida também estabeleceu a transferência, ao Tesouro Nacional, dos créditos do Banco Central do Brasil referentes aos contratos com Estados da Federação, Estados estrangeiros e decorrentes de acertos com o Instituto Nacional de Seguridade Social – INSS, bem como títulos públicos considerados inadequados para o exercício da política monetária e cambial.

Com a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, ficou disciplinado, pelo artigo 7º, que o resultado do Banco Central do Brasil seria apurado após a constituição ou reversão de reservas, que constituem receita do Tesouro Nacional, e seriam transferidos até o decimo dia subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

O resultado negativo, mais vez, seria objeto de obrigação do Tesouro Nacional com o Banco a ser consignada na lei orçamentária do ano subsequente. A lei também determinou que o impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil deveriam ser demonstrados trimestralmente. Com relação aos resultados negativos, a Lei de Responsabilidade Fiscal vedou, no artigo 26, parágrafo 2º, a cobertura de déficit do Banco Central do Brasil pelo Tesouro Nacional por meio de repasse de recursos orçamentários.

Dessa forma, quando o Banco Central do Brasil apresenta déficits em seu balanço e constitui obrigação do Tesouro Nacional, este realiza a cobertura com o aporte de títulos da dívida pública, nos termos do inciso IX, artigo 1º, da Lei Federal n.º 10.179, de 2001.

5.3.3 Reservas Cambiais no Balanço do Banco Central

Com a Crise de 2008, a política de compra de divisas se intensificou, em razão dos riscos que uma eventual fuga de capitais poderia representar para o balanço de pagamentos. Nesse sentido, foi aprovada a Lei Federal n.º 11.803, de 8 de novembro de 2008, conhecida como Lei de Equalização Cambial, que alterou as regras de balanço do Banco Central do Brasil.

A razão para a diferenciação no tratamento das reservas internacionais e nas operações com derivativos cambiais se deu por conta do impacto da variação cambial, marcada a mercado, sobre o balanço do Banco Central do Brasil. A compra de reservas cambiais e a realização de operações com derivativos cambiais no mercado interno estavam sujeitas à variação cambial diária, o que, em razão do regime de competência, distorciam a composição de ativos e passivos do Banco. Esse funcionamento expunha o banco a apurar receitas e despesas que, em momento posterior, poderiam ser revertidas. De tal maneira, a análise da política monetária não transparecia devidamente no balanço, o que prejudicava a compreensão do principal mandato do Banco.

Em primeiro lugar, a lei alterou a regra de disponibilidade de títulos públicos aportados pelo Tesouro Nacional ao Banco Central do Brasil, disciplinada pela Lei Federal n.º 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, que vimos acima. A Lei de Equalização Cambial acrescentou o inciso VIII, no artigo 3º, da Lei Federal n.º 10.179, de 2001, a hipótese de colocação direta, sem contrapartida financeira, de títulos públicos, pelo Tesouro Nacional, ao Banco Central do Brasil, para assegurá-lo de instrumentos para manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária.

Com esse fundamento, foi editada a Portaria do Ministério da Fazenda n.º 241, de 4 de junho de 2009, que estipulou como limite mínimo de títulos da dívida pública mobiliária federal na carteira do Banco Central do Brasil o equivalente a R$ 20.000.000.000,00 (vinte bilhões de reais). A portaria determinou que, no prazo de até dez dias úteis da ultrapassagem do limite, a Secretaria do Tesouro Nacional deve emitir, no mínimo, o equivalente a R$ 10.000.000.000,00 (dez bilhões de reais) em títulos públicos.

Posteriormente, essa regra venho a ser alterada pela Lei Federal n.º 13.043, de 13 de novembro de 2014, que estabeleceu a colocação direta com contrapartida financeira, em favor do Fundo de Índice de Cotas negociadas em bolsas de valores ou

mercado de balcão organizado, autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários, em decorrência de contrato com a União.

As razões que motivaram o aporte direto de títulos públicos no Banco Central do Brasil, sem contrapartida financeira, por durante oito anos, entre a vigência da Lei Federal n.º 11.803, de 2008, e a Lei Federal n.º 13.043, de 2014, constam na exposição de motivos daquela lei.

A alteração foi fundamentada em razão dos impactos da política oficial de compra de dólares para reforço das reservas internacionais e equilíbrio da balança de pagamentos, que produzia um excesso de liquidez bancária e forçava uma neutralização por meio da venda de títulos da dívida pública. A ideia era harmonizar a política monetária com a política cambial e reforçar a carteira de títulos públicos para a realização de operações compromissadas e "swaps" cambiais. O que corrobora a tese de que houve crescimento do endividamento público por razões estritamente cambiais e monetárias, sem causa no financiamento público.

Com relação às regras de balanço, a lei criou tratamento diferenciado para o resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no Banco Central do Brasil e das operações derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno.

O conceito de resultado financeiro das operações como reservas cambiais foi definido como o produto entre o estoque de reservas cambiais, apurado em reais, e a diferença entre sua taxa média ponderada de rentabilidade, em reais, e a taxa média ponderada do passivo do Banco Central do Brasil, incluído o patrimônio líquido. O resultado financeiro das operações com derivativos cambiais realizadas no mercado interno foi definido como a soma dos valores referentes aos ajustes periódicos dos contratos de derivativos cambiais firmados pelo Banco Central do Brasil no mercado interno, apurados por câmara ou prestador de serviços de compensação, liquidação e custódia.

Para atender aos pagamentos líquidos dos "swaps" cambiais, a lei autorizou a apuração diária, em reais, do resultado financeiro das reservas cambiais e dos derivativos, a partir da aferição da variação cambial. O novo mecanismo, que separou o balanço das reservas das demais operações, permitiu explicitar os custos de carregamento das reservas internacionais e os custos internos com operações em derivativos cambiais, que, em época de apreciação cambial, tornavam o banco deficitário e envolviam um aporte mais significativo por parte do Tesouro Nacional. A alteração se deu como forma de tornar o balanço mais transparente, assegurar a liquidez e a autonomia operacional da instituição e

resguardar seu prestígio junto ao mercado. Com a nova regra, foram explicitados os custos da política cambial em separado dos custos da política monetária (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

A regra de aprovação do balanço semestral foi mantida, bem como os prazos assimétricos para os resultados positivo e negativo. A lei também alterou a destinação dos recursos transferidos pelo Banco Central para o pagamento de principal e juros da dívida pública mobiliária, quando antes constava apenas a amortização da dívida mobiliária. A mudança promoveu uma margem contábil maior para o cumprimento dos limites legais de refinanciamento da dívida pública (LEISTER, MEDEIROS, 2016).

Na prática, a lei dividiu o balanço patrimonial do Banco Central do Brasil em dois, um destinado às operações com reservas internacionais e derivativos cambiais, e outro referente às demais operações do banco: a primeira é disciplinada pela Lei Federal n.º 11.803, de 2008, e a segunda pela Medida Provisória n.º 2.179-36, de 2001. Na primeira, não há regra de constituição de reserva, na última, há regra de constituição de reserva.

Pelos dois regimes, os lucros também são apurados de forma diferente. No primeiro caso, são lucros contábeis, no segundo, lucros efetivamente realizados. Explicamos. No primeiro caso, há apuração de um lucro reflexo do balanço, que se constitui como mera expectativa, subordinada às variações cambiais, sem que haja efetiva venda das reservas internacionais. Desse modo, as reservas cambiais em dólares são apuradas em reais, pela cotação cambial do momento de apuração do balanço. No segundo caso, há apuração de lucro efetivamente realizado. Como há dois regimes jurídicos diferentes, não há compensação entre ambos. O que permite que os lucros de um balanço sejam transferidos monetariamente ao Tesouro Nacional, enquanto o prejuízo de outro é coberto pelo Tesouro Nacional com aporte de títulos da dívida pública junto ao Banco Central do Brasil.

Em ambos os casos, os lucros são transferidos com recursos monetários. Enquanto os déficits são cobertos com aporte direto de títulos pelo Tesouro Nacional.

5.3.4 Orçamento desenjaulado: conexão entre os circuitos Orçamentário e Cambial

Com a criação de um balanço próprio às reservas cambiais e derivativos cambiais, foi criada uma margem orçamentária fora dos compromissos da política

monetária. Não obstante a progressão do endividamento da União, em um período que registrou tanto fluxos de capitais positivos quanto negativos.

A Lei de Equalização Cambial criou um circuito próprio entre as políticas orçamentária, monetária e cambial, que autonomizou o exercício orçamentário do exercício monetário.

Com o estoque de reservas internacionais próximo de US$ 381.000.000.000,00 (trezentos e oitenta e um bilhões de dólares) – o que representa cerca de 25% (vinte e cinco por cento do Produto Interno Bruto - o regime de câmbio livre fez com que, em contexto de fuga de capitais, o ativo do Banco Central do Brasil fosse apreciado para fins de balanço e resultado.

Desde o ano de 2008, os depósitos dos resultados do Banco Central do Brasil foram acumulados na Conta Única do Tesouro Nacional. Só entre os anos de 2015 e 2016, as transferências da conta cambial chegaram ao montante de R$ 433.000.000.000,00 (quatrocentos e trinta e três bilhões de reais). O montante da Conta Única do Tesouro Nacional alcançou, dessa fórmula, o valor de R$ 1.039.000.000.000,00 (um trilhão e trinta e nove bilhões de reais) em 2016, o que representa 15% (quinze por cento) do Produto Interno Bruto da economia brasileira[50].

Com a variação cambial entre 2011 e 2015 de R$ 1,55 (um real e cinquenta e cinco centavos) para R$ 4,20 (quatro reais e vinte centavos), com aceleração a partir de 2013, houve variação real de 115%. Contribuíram para a desvalorização cambial a queda dos preços das commodities no mercado internacional e a fuga de capitais (GOLDFAJN, 2016).

Como vimos na seção "*1.7 Conta Única do Tesouro*", no Capítulo I, os recursos das Conta Única do Tesouro Nacional são remunerados pela taxa medida aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional. Esse rendimento constitui rubrica de receita de capital na peça orçamentária.

Com uma base de cálculo cada vez maior, em razão do efeito das desvalorizações cambiais sobre o estoque de reservas internacionais no Banco Central do Brasil e a consequente majoração do resultado da instituição, o rendimento da Conta Única começou a produzir resultados cada vez maiores. Desde a implementação da Lei de Equalização Cambial, o crescimento do rendimento da Conta Única produziu os seguintes

[50] OLIVEIRA, Ribamar, *Lucro na Conta Única paga Previdência*, Jornal Valor Econômico, 16 de novembro de 2017. Fonte: http://www.valor.com.br/brasil/5195033/lucro-da-conta-unica-paga-previdencia

valores, em bilhões de reais: (i) R$ 26,4 bilhões, em 2007; (ii) R$ 27,3 bilhões, em 2008; (iii) R$ 32,7 bilhões, em 2009; (iv) R$ 36,1 bilhões, em 2010; (v) R$ 43,5 bilhões, em 2011; (vi) R$ 51,3 bilhões, em 2012; (vii) R$ 52,4 bilhões, em 2013; (viii) R$ 57,4 bilhões, em 2014; (ix) R$ 87,5 bilhões, em 2015; (ix) R$ 106,3 bilhões, em 2016; e (xi) R$ 94,9 bilhões, em 2017[51]. Para se ter uma dimensão desse rendimento à luz da arrecadação tributária, o rendimento de 2016 foi superior à soma da arrecadação com Imposto sobre Produtos Indutrializados – IPI e com PIS/PASEP.

Embora o endividamento assumisse uma trajetória ascendente e continuasse a subordinar o orçamento à política monetária, em razão da política de "swaps" cambiais e de esterilização monetária, e, posteriormente, com a necessidade de cobertura dos déficits do Governo, houve a autonomização do orçamento frente às demandas da dívida pública, em virtude da conexão do circuito cambial com o circuito orçamentário.

Isso se deu pelo tratamento orçamentário vigente sobre o resultado cambial do Banco Central do Brasil e sobre o rendimento da Conta Única do Tesouro Nacional.

No primeiro caso, foram majorados os valores destinados ao abatimento da dívida pública, o que arrefeceu o impacto do endividamento para cobertura de despesas de capital, como determina a Regra Ouro, da Constituição Federal. Nesse sentido, o déficit público orçamentário perdeu umas das válvulas de pressão, que seria a insuficiência de recursos de capital para cobertura de despesas de capital, que levam ao endividamento.

No tocante aos rendimentos da Conta Única do Tesouro Nacional, o circuito orçamentário permitiu que tais recursos fossem destinados à cobertura de despesas correntes. Mesmo em cenário de déficits fiscais.

Expliquemos. Sabemos que o resultado do Banco Central do Brasil e o rendimento da Conta Única do Tesouro constituem receitas de capital. A primeira está vinculada à amortização da dívida pública mobiliária federal, que compreende o principal e os juros. A segunda, por sua vez, não tem vinculação.

Pelas regras de formação de Superávit Financeiro, disciplinada pelo artigo 43, parágrafo 1º, inciso I, e parágrafo 2º, da Lei n.º 4.320, de 1964, que vimos na seção "*1.7.4 Dívida Pública e Superávit*", do Capítulo I, o contingenciamento dos recursos financeiros deve obedecer às regras de vinculação. Como o rendimento da Conta Única não possui vinculação, seu montante fica sujeito à livre disposição orçamentária.

[51] Idem.

Com base no montante apurado em superávit financeiro, é autorizada a abertura de créditos suplementares e especiais, de acordo com os artigos 40 a 46, da Lei 4.320, de 1964, conforme vimos na seção "*2.4 Planejamento Orçamentário*", do Capítulo II. Os créditos suplementares servem para o reforço de uma dotação orçamentária vigente na Lei Orçamentária Anual, e os créditos especiais servem para autorizar despesas não previstas pela Lei Orçamentária Anual. Ambos devem ser aprovados por lei ordinária.

Desta forma, os efeitos da política cambial, disciplinados pelas regras de balanço do Banco Central do Brasil, majoraram os rendimentos da Conta Única do Tesouro Nacional, e são utilizados para a cobertura de despesas correntes. Isso representou o que postulamos nesta tese, que houve um deslocamento da subordinação orçamentária à racionalidade monetária, com autonomização da atividade estatal.

5.3.5 O Reenjaulamento Orçamentário

Embora o orçamento tenha estado desenjaulado, algumas medidas no sentido de controlar as margens orçamentárias foram tomadas e outras estão em curso de serem efetivadas.

A primeira delas diz respeito ao congelamento das despesas primárias do Governo Federal, consolidada pela Emenda Constitucional n.º 95, de 2016, que estudamos na seção "*2.4.3 Novo Regime Fiscal*", no Capítulo II, que torna a autonomia orçamentária inócua do ponto de vista das atividades estatais e reorienta o orçamento à racionalidade monetária.

A outra medida diz respeito a uma proposta em trâmite no Congresso Nacional. Trata-se do Projeto de Lei do Senado Federal n.º 314, apresentado em 06 de setembro de 2017, pelo Senador Ricardo Ferraço, do Espírito Santo, que foi aprovado, em 21 de novembro de 2017, pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal e enviado à Câmara dos Deputados.

O projeto trata das relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e dos instrumentos de política monetária. Tem por intuito consolidar uma nova disciplina sobre os resultados do Banco Central do Brasil.

Nas justificativas do Projeto de Lei, consta o entendimento de que a combinação do regime previsto pela Medida Provisória n.º 2.179-36, de 2001, com a Lei Federal n.º 11.803, de 2008, teria viabilizado uma espécie de financiamento implícito do

Tesouro Nacional por meio do Banco Central do Brasil, desrespeitando o mandamento constitucional do artigo 164, parágrafo 1º.

Segundo a proposta, os dois regimes legais separariam o resultado de reservas cambiais e derivativos cambiais das demais operações do Banco Central do Brasil, assim como preservariam a assimetria de prazos de resultados do Banco e de forma de adimplemento de obrigações. O enquadramento legal vigente daria causa a um suposto financiamento implícito, baseado na apuração de lucro contábil sobre as reservas internacionais, que motivariam a transferência de volumosos recursos ao Tesouro Nacional para a amortização da dívida pública federal, desonerando as receitas primárias.

O mecanismo teria aberto a possibilidade do Tesouro Nacional se financiar por meio de expansão monetária, *vis a vis* a arrecadação de impostos e a emissão de títulos da dívida pública. O que teria aberto espaço para a expansão do gasto primário, para o aumento da dívida pública e pela redução da transparência das contas públicas.

A nosso ver, o diagnóstico estabelece uma relação imprópria entre as regras de balanço do Banco Central do Brasil e a Regra Ouro, da Constituição Federal. Isso porque a limitação constitucional se atém às operações de crédito, cuja moldura jurídica, que estudamos no Capítulo I, não se assemelha ao que ocorre com o circuito cambial e orçamentário. Isso porque a combinação das reservas cambiais com o rendimento da Conta Única do Tesouro Nacional funciona em plena conformidade com o regime monetário vigente, porque estabelecem uma orientação de eficiência sobre os agregados monetários, que vem a ser o princípio do mercado monetário. Do ponto de vista jurídico e legal, portanto, não há que se falar em financiamento em termos de operações de crédito ou por emissão monetária. Porque as duas operações não ocorrem, no caso.

A impropriedade conceitual da proposta conota uma preocupação com a natureza alocativa da política monetária, que, após a Crise Financeira Internacional de 2008, passou a conviver com níveis de liquidez que atingem o valor real dos estoques monetários, independentemente de uma disciplina fiscal diligente, ou não, por parte do Estado.

O Projeto de Lei propõe a revogação dos dispositivos sobre tratamento do resultado do Banco Central do Brasil disciplinados pela Lei Federal n.º 9.069, de 1995, pela Medida Provisória n.º 2.179-36, de 2001, e pela Lei Federal n.º 11.803, de 2008.

Sobre o tratamento do resultado positivo apurado após a constituição de reservas cambiais e derivativos cambiais, propõe manter o pagamento até o décimo dia útil

subsequente ao da aprovação do balanço, bem como a destinação dos recursos ao pagamento da dívida pública mobiliária federal. Inova ao propor que parcela desse resultado seja destinada à constituição de conta de reserva, relegando ao Conselho Monetário Nacional dispor sobre o cálculo determinador da reserva. Com isso, visa esterilizar o crescimento da Conta Única do Tesouro Nacional.

Quanto ao resultado negativo, a proposta inova ao determinar que os recursos da conta de reserva sejam utilizados para compensação e, sucessivamente, haja cobertura pela redução do patrimônio do próprio banco, na data de apuração do balanço do Banco Central do Brasil. A condição pela redução patrimonial deve ocorrer se o patrimônio líquido do Banco atingir o limite mínimo de 1,5% (um inteiro e cinquenta centésimos por cento) do ativo total existente. Se esse montante não for suficiente, o saldo remanescente constitui obrigação do Tesouro Nacional com o Banco, conservado o prazo de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente à aprovação do balanço. O dispositivo dispõe que o pagamento "poderá" ser realizado por meio da emissão de títulos da dívida pública mobiliária interna.

Quanto a essa passagem, temos duas observações. A primeira é que a constituição de contas de reserva procura estabelecer um circuito interno dentro da própria Autoridade Monetária, que pode ser benéfico caso isso represente uma diminuição da emissão de títulos da dívida pública, que resultaria na diminuição do endividamento bruto do Governo. A segunda questão diz respeito ao verbo "poderá", que permite inferir que outras formas de cobertura podem ser consideradas. Até o momento, encontra-se vigente a vedação pela Lei de Responsabilidade Fiscal ao aporte em recursos orçamentários. Caso esse dispositivo seja revogado, a transmissão de recursos orçamentários ao mercado monetária torna-se, praticamente, direta.

O artigo 5º do Projeto de Lei propõe que, em casos de severas restrições nas condições de liquidez que afetem o refinanciamento da dívida pública federal, os recursos da conta de reserva podem ser utilizados para pagamento da dívida pública mobiliária federal.

Contém também dispositivo de aporte direto, sem contrapartida financeira e mensal – até o vigésimo dia de cada mês - de títulos da dívida pública mobiliária pelo Tesouro Nacional ao Banco Central, para fins de exercício da política monetária, sempre que o patrimônio líquido do Banco alcançar o valor mínimo de 0,25% (vinte e cinco

centésimos por cento) de seus ativos totais e seja restaurado ao percentual de 0,5% (cinquenta centésimos por cento) do ativo total.

Com relação ao montante de títulos livres na carteira do Banco, o Projeto de Lei propõe que o Tesouro Nacional faça emissão de aporte direto, sem contrapartida financeira do Banco, sempre que esse montante alcançar o percentual mínimo de 4% (quatro por cento) da carteira total dos títulos, com restauro ao patamar de 5% (cinco por cento). O dispositivo caracteriza como livres os títulos não utilizados em operações compromissadas, em garantias com derivativos ou empréstimos. O monitoramento da situação cabe ao Banco, sem prejuízo que sejam realizados aportes emergenciais, após avaliação conjunta com o Ministério da Fazenda.

Ainda, o Projeto de Lei propõe que o Tesouro Nacional, mediante autorização do Conselho Monetário Nacional, resgate sem desembolso financeiro os títulos livres aportados na carteira do Banco, para fins de redução da dívida pública mobiliária federal, observado o limite mínimo de capitalização do Banco. O garante um efeito contábil sobre o cálculo da Dívida Bruta do Governo Geral.

A primeira versão do Projeto de Lei previa a autorização para que o Banco Central do Brasil recolhesse depósitos voluntários das instituições financeiras, com remuneração a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional. A Justificativa seria de que essa seria prática dos bancos centrais dos países desenvolvidos para controlar o excesso de liquidez. A hipótese foi descartada pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, que aprovou o Projeto de Lei sem constar o dispositivo da proposta inicial.

A nosso ver, considerando o funcionamento do livre fluxo de capitais, as medidas postergam o problema de liquidez, retirando momentaneamente a autonomia orçamentária. Isso porque, em um quadro de fuga de capitais, as reservas cambiais continuarão sendo apreciadas pela desvalorização cambial, o que produzirá um aumento dos saldos das contas de reservas. No sentido inverso, com o aumento do influxo de capitais, haveria aumento da liquidez e do endividamento, agravando o atual quadro. Tampouco haveria razão para que a política de compra de reservas não continuasse em um quadro de valorização cambial e liquidez internacional.

Em ambos os cenários, o quadro de excesso de liquidez, provocado pela Crise Internacional de 2008, desafia a eficiência dos capitais acumulados. Por mais que se queira adotar uma política de sustentabilidade da dívida pública baseada no reequilíbrio

fiscal, o excesso de liquidez monetária desafiará a política governamental a encontrar canais que tornem esses capitais eficientes.

5.4 Conclusão

Tratamos neste capítulo das molduras jurídicas da política monetária, cambial e orçamentária, que conforma a racionalidade entre as Finanças Públicas e Privadas.

Vimos que o atual regime monetário brasileiro, fundado em 1994, com a implementação do Plano Real, estabeleceu-se em uma dinâmica em que a dívida pública mobiliária federal funcionou como âncora do regime de livre circulação de capitais, que veio a ser a válvula de controle monetário ao viabilizar a concorrência externa. Esse mecanismo pressupôs a construção de um arcabouço legal em torno do controle das despesas e do endividamento públicos, o que pudemos estudar ao longo dos Capítulos II e IV.

O estudo que fizemos da política monetária demonstrou que a garantia de disciplina fiscal é peça chave para o funcionamento do mercado monetário, pois garante que os fluxos e estoques da Dívida Pública tenham seu valor real preservado. Afirmamos que essa dinâmica enjaula o orçamento à lógica de rendimento monetário, no curto e no longo prazos, ao pressupor a permanente constituição de superávits primários. Por subordinar a racionalidade orçamentária à monetária, restringindo a capacidade do Estado para a formação de agregados econômicos e para cobertura social, denominamos o fenômeno como orçamento enjaulado.

Na etapa seguinte, vimos que a moldura jurídica do enjaulamento, que estabelece a subordinação do orçamento à política monetária, é instabilizada pelas alterações nas condições de liquidez internacional. Embora as condições de liquidez internacional não interrompam a trajetória ascendente do endividamento, elas provocaram alterações na interação com a política monetária e orçamentária. Nesse sentido, estudamos como a política cambial, em especial a política de compra de reservas internacionais no contexto de excesso de liquidez criado com a Crise Financeira Internacional de 2008, induziu ao crescimento do endividamento por razões puramente cambiais e monetárias.

Na terceira seção do Capítulo, demonstramos como os efeitos da liquidez internacional, pressentidos pelas formas cambial e monetária, em especial, com a compra

de reservas acumuladas, alteraram a lógica intrínseca com à dinâmica orçamentária, inicialmente pensada com a implementação do Plano Real.

A vibração das alterações materiais da liquidez internacional reverberou na alteração do regime jurídico das regras de balanço e resultado do Banco Central do Brasil. Vimos que a interação desse estoque com o regime de livre circulação de capitais, especificamente com o mecanismo da variação cambial, criou um fluxo de recursos que se encaixou nas regras orçamentárias e deslocou a subordinação da orçamento público à política monetária.

Nessa nova dinâmica, a moldura jurídica da dívida pública forjada com a implementação do Plano Real, que funcionou como âncora do regime de livre circulação de capitais e era acionada como mecanismos de contenção de fuga de capitais, foi alterada. Com o novo estoque de reservas internacionais, a fuga de capitais passou a ativar uma valorização do estoque, que, a seu turno, alimenta o orçamento e fornece os recursos necessários tanto para o exercício da política monetária, como para o exercício da política orçamentária. Foi isso que denominamos orçamento desenjaulado.

Por fim, abordamos as propostas que procuram reenjaular o orçamento e opinamos sobre sua insuficiência para tratamento do quadro de excesso de liquidez que cerca a economia nacional e que desafia o Brasil a encontrar mecanismos que restaurem os parâmetros de eficiência de capital.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste estudo, pudemos analisar o estatuto jurídico da Dívida Pública como mecanismo estabilizador da liquidez monetária. A análise se adequa aos pressupostos teóricos adotados neste trabalho, que indicam que a manutenção das funções monetárias, essencialmente voltadas ao poder de compra da moeda, é fundamental para o bom funcionamento do comércio jurídico. A perda do controle sobre o poder de compra da moeda desestabiliza a própria Ordem Jurídica.

Ocorre que não é uma característica intrínseca à forma jurídica, em especial ao estatuto jurídico da Dívida Pública, o valor da estabilidade do comércio jurídico. São fatores produtivos e distributivos que desencadeiam o processo desestabilizador e que desafiam o Direito a restabelecer o equilíbrio. Isto é, são causas de ordem material que tanto criam as condições de estabilidade da forma jurídica quanto desencadeiam processos de transformação para novos sistemas de estabilidade.

No nosso estudo, pudemos analisar a racionalidade da Dívida Pública nacional a partir dos institutos jurídicos orçamentários, monetários e cambiais. Vimos, por uma perspectiva de longo prazo, que a gestão da liquidez monetária nacional é fortemente determinada pelos movimentos de dilatação e retração da liquidez monetária internacional, e que essa interação dá forma e dinâmica ao financiamento público.

São trinta e um anos desde que o Brasil declarou a moratória da dívida externa até o atual momento, em que conta com um relevante estoque de reservas internacionais como escudo face aos ataques especulativos contra a economia nacional.

Nesse ínterim, uma profunda reforma de âmbito fiscal foi promovida no país, alterando o padrão de financiamento do Estado e subordinando as suas funções financeiras às exigências de eficiência do mercado monetário nacional e internacional. Nesse contexto, pensávamos que o orçamento público havia se tornado peça calcificada, um fóssil de uma época em que o Estado fora um *locus* do desenvolvimento nacional, da construção de um país forte, digno e justo.

De fato, de 1979 a 2004, o país foi constantemente subordinado aos interesses da livre circulação de capitais internacionais. O orçamento público foi parasitado pelos rendimentos financeiros privados nacionais e internacionais, com a formação de contínuos superávits que mantêm os valores reais dos ativos financeiros. Foram

promovidas uma série de reformas fiscais com o objetivo de controlar as despesas públicas e o endividamento público.

A partir de 2004, o crescimento da economia chinesa ativou o sistema produtivo nacional, aumentando as exportações e desafogando a balança comercial. A oportunidade aberta por essa janela histórica permitiu a compra de reservas internacionais e a formação de um estoque, que, como dissemos, tem servido como escudo às fugas de capitais. As condições se tornaram ainda mais favoráveis quando as economias centrais passaram a adotar políticas monetárias expansionistas, com o objetivo de sanear os efeitos produzidos pela Crise Financeira Internacional de 2008.

Ao reforçar as armaduras da estabilidade jurídica da moeda nacional pela compra de mais reservas internacionais, estabeleceu-se uma relação simbiótica entre a política cambial e orçamentária, que desenjaulou a agenda econômica e social do Estado. Não obstante a permanência dos requisitos da política monetária, abriu-se espaço orçamentário para promoção dos objetivos substanciais do Estado.

Nestes últimos anos, a economia nacional sofreu as consequências da desaceleração da economia chinesa e da depressão de demanda internacional provocada pela Crise Financeira de 2008. A atividade econômica brasileira perdeu o fator dinamizador externo e houve queda vertiginosa da base de arrecadação nos três níveis de Governo. O déficit público ressurgiu como indicador das Finanças Públicas e houve um avanço da agenda política que propugna pela (i) reforma fiscal, (ii) ampliação dos espaços de mercado e (iii) redução da cobertura social duramente construída desde 1930 e bravamente consolidada na Constituição Federal de 1988.

A nosso ver, o projeto reformador atende à lógica monetária, mas não resolve as suas contradições. Apenas adia os problemas de excesso de liquidez que rondam a economia nacional. Nesse sentido, compreendemos a agenda de reformas nos seguintes aspectos.

Em primeiro lugar, é de se considerar que o endividamento público recente teve como causa impulsos estritamente monetários e cambiais. O forte influxo de capitais nos últimos anos, combinado com a compra de reservas internacionais pelo Banco Central do Brasil, provocaram um aumento da liquidez monetária nacional, que foi esterilizado por meio do endividamento público. O déficit público veio a se somar como fator de endividamento apenas nos três últimos anos.

Nesse sentido, é preciso compreender que o déficit público pode funcionar como mecanismo de estabilização do mercado monetário, uma vez que o endividamento para fins de financiamento público permite enxugar o excesso de liquidez monetária. Esse princípio dá causa às reformas fiscais, que estabelecem regras de formação de superávits fiscais. A aprovação da Emenda Constitucional n.º 95, de 2016, que congelou o aumento de despesa primária do Governo Federal por 20 (vinte) anos, assim como a proposta de Reforma da Previdência, seguem essa lógica de restauração da orientação monetária e subordinação orçamentária.

Como dissemos, a economia nacional não está mais vulnerável à fuga de capitais internacionais e à crise da balança de pagamentos. Pela dinâmica atual, o movimento de fuga promove a valorização do estoque de reservas internacionais do Banco Central do Brasil, aumenta o resultado cambial do Banco, que é transferido à Conta Única do Tesouro e aumenta a base de cálculo sobre a qual incide o rendimento, que vem a constituir receita de capital para destinação de despesas primárias, pela formação de superávit financeiro. Esse circuito dificulta tanto a formação de superávits fiscais, como adia o enxugamento ao viabilizar uma válvula orçamentária de liquidez.

Nesse sentido, a aprovação do Projeto de Lei do Senado Federal n.º 314, do Senador Ricardo Ferraço, a despeito de suas impropriedades conceituais, revisaria o circuito da política orçamentária, monetária e cambial, para que o orçamento público volte a ser reificado sob a política de controle monetário. A medida permitiria ao Banco Central do Brasil executar a política monetária com maior eficiência, uma vez que disporia de mais recursos para substituir o passivo de curto prazo em operações compromissadas por um passivo de longo prazo da dívida pública, distribuindo os agregados no tempo.

A medida permitiria, a um só tempo, resolver o problema da liquidez por duas vias: por um lado, retiraria o estímulo ao gasto público, limitando os rendimentos da Conta Única do Tesouro que são transferidos ao Orçamento Fiscal; por outro lado, diante da diminuição de recursos orçamentários para fazer frente às despesas, aprofundaria o déficit público, o que aumentaria o endividamento por financiamento público, e enxugaria ainda mais a liquidez monetária. Complementarmente, a independência explícita ou implícita do Banco Central do Brasil seria aprovada, para blindar a política monetária da interferência de um Governo eleito.

Decerto, deve haver uma linha de tensão entre as burocracias do Banco Central do Brasil e do Ministério da Fazenda quanto aos efeitos do Projeto do Senador

Ferraço. Porque o atual arranjo que conecta as reservas internacionais ao rendimento da Conta Única do Tesouro cria expectativa de receitas, que são necessárias para a cobertura de boa parte das despesas. Embora a proposta não acabe com os rendimentos, ela deixa de majorá-los.

Por fim, a alienação do patrimônio nacional cairia como uma luva para o reforço da dinâmica monetária, porque forneceria recursos que seriam destinados à amortização da dívida pública, assim mantendo o valor real dos ativos financeiros, além de fixar parte da liquidez do mercado nas plataformas produtivas alienadas.

Caso o programa de reformas monetaristas venha a efeito, é possível que o país atravesse um período razoável de estabilidade do mercado financeiro nacional. Os fluxos e estoques da Dívida Pública serão garantidos e seu valor real será preservado. Por outro lado, os problemas decorrentes da remoção da cobertura social, com o reenjaulamento orçamentário e a implementação das Reformas Previdenciária e Trabalhista, desafiarão a estabilidade política desse arranjo e estabelecerão um limite à reificação do Estado. Some-se a isso o fato de que a abertura orçamentária para uma agenda estatal de crescimento econômico está bloqueada pelos efeitos da Emenda Constitucional n.º 95, o que subordinará ainda mais o Estado ao rendimento financeiro privado e poderá resultar no escalonamento do problema social.

Contudo, é possível que o crescimento da economia nacional seja estimulado pelo investimento privado ou pelo ingresso de capitais.

Se houver crescimento econômico no futuro próximo, é possível que a taxa de desconto da dívida pública seja diminuída e alguma margem orçamentária seja restaurada para o mínimo equilíbrio das funções essenciais do Estado. Na hipótese em que o mercado internacional volte a dinamizar a economia nacional, esse processo deve se acelerar. Caso isso ocorra dentro da vigência de vinte anos da Emenda Constitucional n.º 95, de 2016, os recursos arrecadados serão destinados à manutenção dos fluxos e estoques da dívida pública, e poderão repor um quadro de excesso de liquidez monetária.

No cenário de ingresso de capitais, que pode ser estimulado pela alienação do patrimônio público, o crescimento do endividamento terá como causa direta a necessidade de enxugamento do excesso de liquidez provocado pelo influxo de capitais estrangeiros. Com o barateamento da moeda internacional, é possível que a economia nacional fique alavancada na moeda internacional e o Governo, de forma cautelar, decida realizar compra de reservas internacionais. Essa dinâmica aumentará a pressão sobre a

liquidez interna, e levará ao aumento do endividamento para enxugamento da liquidez monetária.

No cenário de fuga de capitais, como já dito, haverá valorização do estoque de reservas internacionais do Banco Central do Brasil, o que aumentará a base de cálculo do rendimento da Conta Única do Tesouro, que se torna recurso orçamentário e tem servido à cobertura de despesas primárias. Considerando que o projeto do Senador Ferraço seja aprovado, a desvalorização cambial provocada pela fuga de capitais apreciará o estoque do Banco Central do Brasil, e fornecerá recursos que permitirão operar a substituição das compromissadas por operações de longo prazo, saneando o passivo de curto prazo de seu balanço. A situação de excesso de liquidez, dessa forma, seria adiada, mas não resolvida. O Banco Central do Brasil será o *locus* de empoçamento monetário.

Além disso, a permanência da desvalorização cambial desafiaria o controle monetário, porque haveria um aumento dos preços internos com o dólar valorizado. Nesse cenário, parece-nos crível que uma política de aumento da taxa de juros seja implementada para exercer o controle de preços, aumentando o serviço do endividamento público.

De todo modo, é preciso considerar que a constituição de um relevante estoque de reservas internacionais alterou as condições estruturais da gestão da liquidez interna, o que impactou a eficácia dos instrumentos jurídicos de política monetária e estabelece um novo problema para a economia nacional, que vem a ser a destinação dos capitais acumulados.

Na implementação do Plano Real, o endividamento público funcionou como âncora de atração de capitais e enxugamento do excesso de liquidez provocado pelo ingresso de capitais internacionais. Esse mecanismo funcionava também para os cenários de fuga de capitais, em que o rendimento dos títulos públicos era majorado para conter a saída, e por conseguinte, produzia o enxugamento do excesso de liquidez. Com o aumento do ingresso de capitais a partir de 2004 e a formação de um relevante estoque de reservas internacionais, a base monetária nacional foi estruturalmente alargada, o que reforçou a dinâmica de endividamento público para contenção do excesso de liquidez interno. Nesse contexto, a fuga de capitais perdeu eficácia como mecanismo de enxugamento.

Como se vê, os próprios fundamentos do Plano Real, que resumimos como a ancoragem da dívida pública para a livre circulação de capitais, contêm contradições que podem desestabilizar o arranjo jurídico do regime monetário e os objetivos de controle da base monetária e do sistema de preços.

Essa contradição é administrada pelo Banco Central do Brasil, autoridade competente para controlar a base monetária e para guardar as reservas internacionais do país. Ao assumir o princípio da livre circulação de capitais, a Autoridade Monetária inevitavelmente atua *a posteriori* sobre o controle da base monetária. Paralelamente, ela mesmo alarga a base monetária ao defender a economia nacional com a compra de reservas internacionais.

Dessa forma, seja com o ingresso de capitais, seja com a fuga de capitais, o excesso de liquidez permanece. Em ambos os cenários, a função de reserva de valor da moeda é depreciada. Em contexto de excesso de liquidez, duas são as alterativas dos sujeitos de direito: fuga para moedas estrangeiras ou fuga para ativos reais. Como a primeira opção depende do mercado cambial, nem sempre as condições permitem essa alternativa. Assim, pode haver uma concorrência por ativos reais. O que, no plano da economia geral, pode ser causa de aumento dos preços.

Parece-nos que a solução para o quadro do excesso de liquidez envolva a implementação de uma agenda de crescimento econômico, que oriente o investimento de longo prazo e absorva o excesso monetário pelo desenvolvimento de ativos fixos de longo prazo, como a infraestrutura. Essa solução passa, porém, pelo restauro das margens orçamentárias do Estado.

Diante do que entendemos como problema estrutural de liquidez da economia nacional, a pesquisa em Ciências Jurídicas pode contribuir com a análise e a formulação de arranjos jurídicos que permitam viabilizar a fixação de capitais em ativos fixos, preservando os parâmetros de eficiência de capital. A nosso ver, a construção de uma agenda de crescimento e desenvolvimento da infraestrutura produtiva do país constitui uma fronteira relevante para a pesquisa no Direito Econômico e uma saída à violência intrínseca à racionalidade monetária.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS

ALTHUSSER, Louis. Ideologia e aparelhos ideológicos de Estado. In: ZIZEK, Slavoj. *Um mapa da ideologia*. Rio de Janeiro: Contraponto, p. 105-142.

ALVES, Luiz Fernando e SILVA, Anderson Caputo, *Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

ARANTES, Paulo Eduardo, *Sentimento da dialética na experiência intelectual brasileira: dialética e dualidade segundo Antonio Cândido e Roberto Schwarz,* Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1992.

ARRIGHI, Giovanni. *A ilusão do desenvolvimento*. Trad. Sandra Guardini Teixeira Vasconcelos, 2 ed., Petrópolis, RJ : Vozes, 1997 (Coleção Zero à Esquerda).

_____. *O Longo Século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. Trad. Vera Ribeiro; revisão e tradução César Benjamin – Rio de Janeiro: Contraponto. São Paulo: Editora UNESP, 1996.

ASSONI, SÉRGIO, *Crédito Público e responsabilidade fiscal,* Porto Alegre, Editora Nuria Fabris, 2007.

ATALIBA, Geraldo, *Empréstimos públicos e seu regime jurídico,* Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 1973.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga, *O capital e suas metamorfoses,* São Paulo, Unesp, 2013.

BERCOVICI, Gilberto, *A atuação do Estado Brasileiro no Domínio Econômico*. In PINTO, Eduardo Costa; CARDOSO JR, José Celso & LINHARES, Paulo de Tarso (orgs.), *Estado, Instituições e Democracia: Desenvolvimento*, Brasília, IPEA, 2010, vol. 3, pp. 473-503.

_____, MASSONETTO, Luís Fernando, *A Constituição Dirigente Invertida: A Blindagem da Constituição Financeira e a Agonia da Constituição Econômica,* Boletim de Ciências Econômicas, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2006, Volume XLIX, pp. 57-77.

_____, *Constituição Econômica e Desenvolvimento – uma leitura a partir da Constituição de 1988*, Malheiros Editores Ltda., São Paulo, 2005.

_____, *O ainda indispensável Direito Econômico,* in *Direitos Humanos, Democracia e República – Homenagem a Fábio Konder Comparato,* Editora Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2009, pp. 503-519.

_____, *Os princípios estruturantes e o papel do Estado*, In A Constituição brasileira de 1988 revisitada: recuperação histórica e desafios

atuais das políticas públicas nas áreas econômicas e social / organizador: José Celso Cardoso Jr. - Brasília : Ipea, 2009a, v.1, p. 255-291.

BERRIEL, Thiago e ZILBERMAN, Eduardo, *A lei 11.803/08 e a integração entre os balanços do Tesouro e do Banco Central*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

BITTENCOURT, Jeferson Luis, *A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil*, in *Dívida pública: a experiência brasileira*, Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

BORGES, Florinda Figueiredo, *Intervenção estatal na economia: o Banco Central e a execução de políticas monetária e creditícia*, Dissertação de Mestrado, FDUSP, São Paulo, 2010.

BRAGA, José Carlos de Souza, *Financeirização Global*, in TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização.* Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

BRASIL, Câmara dos Deputados, Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar as relações do Banco Central do Brasil com o Sistema Financeiro Privado (CPI-PROER). *Relatório da CPI-PROER: relatório final* – Brasília, Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2002.

_____, Projeto de Lei Complementar n.º 252, de 22 de março de 2016, Fonte: http://www2.camara.leg.br/ . Acesso: 12/04/18.

BRASIL, Banco Central do Brasil, *2 – Política Cambial*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/rex/MerCambio/Port/Cambio022/2002-2Pol%C3%ADticaCambial.asp . Acesso: 26/04/18.

_____, *Análise do Mercado de Câmbio: 2. Política Cambial, de 1998* Fonte: http://www.bcb.gov.br/rex/MerCambio/Port/cambio983/Cap2.asp . Acesso: 26/04/18.

_____, *Análise do Mercado de Câmbio: 2. Política Cambial, de 1999*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/rex/MerCambio/Port/cambio991/1999-1Pol%C3%ADticaCambial.asp . Acesso: 24/04/18.

_____, *Circular n.º 466, de 11 de outubro de 1979*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Circular n.º 2.698, de 20 de junho de 1996*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Circular n.º 2.868, de 04 de março de 1999*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

BRASIL, Banco Central do Brasil, *Circular n.º 2.900, de 24 de junho de 1999*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Circular n.º 3.099, de 26 de março de 2002*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Circular n.º 3.587, de 26 de março de 2002*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Circular n.º 3.297, de 31 de outubro de 2005*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Circular n.º 3.593, de 16 de maio de 2012*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Comunicado n.º 6.563, de 15 de janeiro de 1999*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Comunicado n.º 6.565, de 18 de janeiro de 1999*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Estoque de swap cambial caiu nos últimos dois anos*, de 26 de janeiro de 2018, Fonte: https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/noticias/214 . Acesso: 28/04/18.

_____, *Nota à Imprensa: Banco Central divulga nota sobre política de compra de divisas*, de 06 de janeiro de 2004, Fonte: https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/12825 . Acesso: 26/04/18.

_____, *Nota à Imprensa: Atuação do BC no mercado de câmbio*, de 08 de maio de 2009, Fonte: https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/12825 . Acesso: 28/04/18.

_____, *Relatório de Gestão de Reservas Internacionais, Anos 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018*, Fonte: https://www.bcb.gov.br/?GESTAORESERVAS . Acesso: 25/04/2018.

_____, *Resolução n.º 150, de 22 de julho de 1970*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 346, de 13 de novembro de 1975*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 366, de 09 de abril de 1976*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 797, de 11 de janeiro de 1983*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 831, de 09 de junho 1983*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

BRASIL, Banco Central do Brasil, *Resolução n.º 905, de 05 de abril de 1984*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.088, de 30 de janeiro de 1986*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.135, de 15 de maio de 1986*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.389, de 27 de agosto de 1987*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.524, de 22 de setembro de 1988*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.559, de 22 de dezembro de 1988*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.735, de 31 de julho de 1990*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.748, de 30 de agosto de 1990*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.775, de 06 de dezembro de 1990*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 1.861, de 28 de agosto de 1991*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 2.099, de 26 de agosto de 1994*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 2.087, de 30 de junho de 1994*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 2.110, de 20 de setembro de 1994*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 2.127, de 21 de dezembro de 1994*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 2.155, de 27 de abril 1995*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 2.197, de 31 de agosto de 1995*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, *Resolução n.º 2.208, de 03 de novembro de 1995*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

BRASIL, Banco Central do Brasil, *Resolução n.º 2.234, de 30 de janeiro de 1996*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, Resolução *n.º 2.692, de 1º de março de 2000*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, Resolução *n.º 2.844, de 29 de junho de 2001*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, Resolução *n.º 2.873, de 26 de julho de 2001*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, Resolução *n.º 2.939, de 26 de março de 2002*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, Resolução *n.º 2.950, de 17 de abril de 2002*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

_____, Resolução *n.º 3.505, de 26 de outubro de 2007*, Fonte: http://www.bcb.gov.br/. Acesso: 12/12/2017.

BRASIL, Ministério da Fazenda, Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, BOUÇAS, Vallentin F. (org.), *Finanças do Brasil: Dívida Externa – 1824-1945, Síntese dos volumes I, II, III, VIII, IX, X e XV, Série Dívida Externa – História e Estatística, Vol. XIX*, Rio de Janeiro, 1955.

BRASIL, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, *Ementário de Classificação das Receitas Orçamentárias da União*, Edição 2010, fonte: http://www.planejamento.gov.br/. Acesso: 12 de dezembro de 2017.

_____, *Manual Técnico de Orçamento*, Edição 2018, 1ª versão, fonte: http://www.planejamento.gov.br/. Acesso: 12 de dezembro de 2017.

_____, *Portaria Interministerial n.º 163, de 04 de maio de 2001*, Fonte: http://www.planejamento.gov.br/. Acesso: 12 de dezembro de 2017.

_____, *Portaria Interministerial n.º 388, de 26 de abril de 2006*, Fonte: http://www.planejamento.gov.br/. Acesso: 12 de dezembro de 2017.

BRASIL, Presidência da República, *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 31/12/2017.

_____, *Emenda Constitucional n.º 1, de 17 de outubro de 1969*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Emenda Constitucional n.º 03, de 17 de março de 1993*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

BRASIL, Presidência da República, *Emenda Constitucional de Revisão n.º 1, de 1º de março de 1994*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Emenda Constitucional n.º 29, de 13 de dezembro de 2000*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Emenda Constitucional n.º 62, de 9 de dezembro de 2009*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Emenda Constitucional n.º 86, de 17 de março de 2015*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Emenda Constitucional n.º 93, de 8 de setembro de 2016*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Emenda Constitucional n.º 95, de 15 de dezembro de 2016*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto Federal n.º 92.452, de 10 de março de 1986*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto Federal n.º 93.872, de 23 de dezembro de 1986*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto Federal n.º 94.442, de 12 de junho de 1987*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto Federal n.º 94.443, de 1º de janeiro de 1988*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto Federal n.º 1.312, de 18 de novembro de 1994*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 14/04/2018.

_____, *Decreto Federal n.º 3.088, de 21 de junho de 1999*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 23/03/2018.

_____, *Decreto Federal n.º 3.859, de 04 de julho de 2001*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 02/08/2017.

_____, *Decreto Federal n.º 4.643, de 24 de março de 2003*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 02/08/2017.

_____, *Decreto Federal n.º 9.003, de 31 de março de 2017*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 02/08/2017.

_____, *Decreto-Lei n.º 4.536, de 28 de janeiro de 1922*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 21.499, de 9 de junho de 1932*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

BRASIL, Presidência da República, *Decreto-Lei n.º 22.626, de 7 de abril de 1933*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 7.293, de 2 de fevereiro de 1945*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 200, de 25 de fevereiro de 1967*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 201, de 27 de fevereiro de 1967*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 263, de 28 de fevereiro de 1967*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 1.079, de 29 de janeiro de 1970*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 1.312, de 15 de fevereiro de 1974*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 1.638, de 6 de outubro de 1978*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 1.775, de 31 de dezembro de 1979*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 1.763, de 16 de janeiro de 1980*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 1.939, de 20 de maio de 1982*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 2.283, de 27 de fevereiro de 1986*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 2.321, de 25 de fevereiro de 1987*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Decreto-Lei n.º 2.376, de 25 de novembro de 1987*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/01/2018.

_____, *Lei n.º 3.071, de 1º de janeiro de 1916*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

_____, *Lei n.º 1.079, de 10 de abril de 1950*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

_____, *Lei n.º 4.357, de 16 de julho de 1964*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 27/08/2017.

BRASIL, Presidência da República, *Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

_____, *Lei n.º 4.829, de 5 de novembro de 1965*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

_____, *Lei n.º 6.024, de 13 de março de 1974*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 18/03/2018.

_____, *Lei n.º 7.492, de 16 de junho de 1986*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 18/03/2018.

_____, *Lei n.º 7.614, de 14 de julho de 1987*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 18/03/2018.

_____, *Lei n.º 7.862, de 30 de outubro de 1989*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 02/02/2018.

_____, *Lei n.º 7.976, de 27 de dezembro de 1989*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 02/02/2018.

_____, *Lei n.º 8.388, de 30 de dezembro de 1991*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 02/02/2018.

_____, *Lei n.º 8.727, de 05 de novembro de 1993*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 02/02/2018.

_____, *Lei n.º 8.880, de 27 de maio de 1994*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 25/08/2017.

_____, *Lei n.º 9.069, de 26 de junho de 1995*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 25/08/2017.

_____, *Lei n.º 9.447, de 14 de março de 1997*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 26/01/2018.

_____, *Lei n.º 9.494, de 10 de setembro de 1997*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 26/01/2018.

_____, *Lei n.º 9.496, de 11 de setembro de 1997*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Lei n.º 9.710, de 19 de novembro de 1998*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Lei n.º 10.214, de 27 de março de 2001*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

_____, *Lei n.º 10.028, de 19 de outubro de 2000*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

BRASIL, Presidência da República, *Lei n.º 10.179, de 06 de fevereiro de 2001*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

_____, *Lei n.º 11.803, de 05 de novembro de 2008*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 28/06/2017.

_____, *Lei Complementar n.º 12, de 8 de novembro de 1971*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 26/01/2018.

_____, *Lei Complementar n.º 82, de 27 de março de 1995*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 26/01/2018.

_____, *Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 26/01/2018.

_____, *Lei Complementar n.º 148, de 25 de novembro de 2014*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 26/01/2018.

_____, *Lei Complementar n.º 156, de 28 de dezembro de 2016*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 06/02/2018.

_____, *Lei Complementar n.º 159, de 19 de maio 2017*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 26/01/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 482, de 1º de março de 1994*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 543, de 30 de junho de 1994*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 1.179, de 3 de novembro de 1995*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 1.182, de 17 de novembro de 1995*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 1.514-1, de 5 de setembro de 1996*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 1.789, de 29 de dezembro de 1998*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 05/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 2.118-31/01, de 24 de maio de 2001*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 08/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 2.179-36, de 24 de agosto de 2001*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 08/02/2018.

_____, *Medida Provisória n.º 2.192-70, de 24 de agosto de 2001*, Fonte: http://www2.planalto.gov.br . Acesso: 08/02/2018.

BRASIL, Senado Federal, *Projeto de Lei 314, de 06 de setembro de 2017,* Fonte: https://www12.senado.leg.br/ . Acesso: 31/12/2017.

_____, *Resolução n.º 96, de 15 de dezembro de 1989,* Fonte: https://www12.senado.leg.br/ . Acesso: 31/12/2017.

_____, *Resolução n.º 82, de 18 de dezembro de 1990,* Fonte: https://www12.senado.leg.br/ . Acesso: 31/12/2017.

_____, *Resolução n.º 98, de 23 de dezembro de 1992,* Fonte: https://www12.senado.leg.br/ . Acesso: 31/12/2017.

_____, *Resolução n.º 78, de 1º de julho de 1998,* Fonte: https://www12.senado.leg.br/ . Acesso: 31/12/2017.

_____, *Resolução n.º 40, de 20 de dezembro de 2001,* Fonte: https://www12.senado.leg.br/ . Acesso: 31/12/2017.

BRENNER, Robert, *O boom e a bolha: os Estados Unidos na economia mundial.* Tradução de Zaida Maldonado. – Rio de Janeiro: Record, 2003.

CARBONE, Caio e GAZZANO, Marcelo, *Relação entre operações compromissadas, reservas cambiais e Conta Única,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

CARVALHO, José Carlos, *Economias maduras e a prescrição da irresponsabilidade monetária e fiscal como modo de vida,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

CARVALHO, Lena Oliveira de e MORAIS, José Franco Medeiros de, *Mercado primário da Dívida Pública Federal,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

CARVALHO JÚNIOR, Antonio d'Ávila, *BC e Tesouro: um estudo sobre a Constituição, leis complementares, leis ordinárias e medidas provisórias,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

CATAPANI, Márcio Ferro, *O mercado de títulos públicos: desmaterialização e circulação,* Tese de Doutorado, FDUSP, 2011.

CESAR, Abelardo Vergueiro, *Os processos monetários e o empréstimo público interno como receita extraordinária do Estado,* São Paulo, Empresa Gráfica da "Revista dos Tribunais", São Paulo, 1940.

CHACHAMOVITZ, Solange Srour, *Reservas internacionais: seguro ou ameaça?,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

CHANG, Ha-Joon, *Chutando a escada: a estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica.* Tradução de Luiz Antônio oliveira de Araújo – São Paulo: Editora UNESP, 2004.

CHERNAVSKY, Emílio, *Sobre a construção da política econômica: uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil,* Dissertação de Mestrado, FEA USP, 2007.

CHESNAIS, François, *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração e consequência,* São Paulo, Boitempo, 2005.

_____, *A Mundialização Financeira*: *gênero, custos e riscos,* org. F. Chesnais, São Paulo, Xamã, 1998.

_____, "*A proeminência da finança no seio do "capital em geral", o capital fictício e o movimento contemporâneo de mundialização do capital*". In: Chesnais, F. *et alii, Finança Capitalista.* São Paulo, 2005, Alameda Editorial.

CHIARA, José Tadeu de, *Moeda e Ordem Jurídica,* Tese de Doutorado, FDUSP, 1986.

COMPARATO, Fábio Konder, *Ordem econômica na Constituição Brasileira de 1988*, in Revista de Direito Público n.º 93, janeiro-março de 1990, ano 23.

_____, *O indispensável Direito Econômico*, in *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, Forense, 1978, 453-472.

CORTEZ, Thiago Machado, *Moeda, Estado e Direito: o papel do Estado na ordem monetária e seu controle,* Tese de Doutorado, FDUSP, São Paulo, 2004.

COSTA, Carlos Eugênio, *Sustentabilidade da dívida pública,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009a.

COSTA, Fernando Nogueira da, *Brasil dos Bancos,* São Paulo, Editora da Universidade de São Paulo, 2012b.

COSTA, Luciana Pereira, *Disciplina jurídica do câmbio e política pública,* Dissertação de Mestrado, FDUSP, São Paulo, 2009c.

DURAN, Camila Villard, *A moldura jurídica da política monetária – um estudo do BACEN, do BCE e do FED,* São Paulo: Saraiva, 2013.

_____, *Direito e Moeda – O controle dos planos de estabilização monetária pelo Supremo Tribunal Federal,* São Paulo: Saraiva, 2010.

FABIANI, Emerson, *Direito e Crédito Bancário no Brasil,* São Paulo: Saraiva, 2011.

FERNANDES, Felipe Tâmega, *Bancos centrais e Tesouros sob políticas monetárias experimentais,* in *A crise fiscal e monetária brasileira,* BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

FERREIRA, Alcides, *Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016a.

FERREIRA, Alcides e ANDRADE, Renato, *A segunda fase da reforma fiscal pós-real, 1999-2002*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016b.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal, *A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016c.

FRAGA NETO, Armínio, *Sobre a relação entre os regimes fiscal e monetário no Brasil*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

FRANCO, Gustavo H. B., *O jogo do papagaio*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

_____, *O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: as origens dos dias atuais*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

FURTADO, Celso. *A economia latino americana: formação histórica e problemas contemporâneos*, São Paulo, Companhia das Letras, 2007a.

_____. *Desenvolvimento e Subdesenvolvimento*, São Paulo, Companhia das Letras, 2007

_____. *Formação Econômica do Brasil*, São Paulo, Companhia das Letras, 2007b.

_____. *Criatividade e Dependência na civilização industrial*, São Paulo, Companhia das Letras, 2008.

_____. *O Mito do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1974.

_____. *Prefácio à Nova Economia Política*, 3ª edição, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1977.

_____. *O Brasil Pós Milagre*, 4ª edição, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1981.

_____. *Transformação e Crise na Economia Mundial*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987.

_____. *Introdução ao Desenvolvimento – Enfoque histórico-estrutural*, 3ª edição, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 2000.

GALLO, Ricardo Augusto, *Banco Central e Tesouro: conjecturas sobre as consequências práticas de um relacionamento íntimo*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

GARCIA, Márcio e AFONSO, José Roberto, *Regras fiscais e volatilidade cambial,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

GIAMBIAGI, Fabio, *O ajuste fiscal de 1999: antecedentes e desdobramentos,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

GOLNFAJN, Ilan, *Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

GRAU, Eros Roberto, *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, Malheiros Editores, São Paulo, 2004.

GUARDIA, Eduardo Refinetti, *Conta Única do Tesouro: flexibilidade necessária e seus bons e maus usos,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

HARVEY, David, *Cidades Rebeldes: do Direito à Cidade à Revolução Urbana*, São Paulo: Martins Fontes, 2014.

_____, *Condição Pós Moderna – Uma pesquisa sobre as Origens da Mudança Cultural*, Edições Loyola, Trad. Adail Ubirajara Sobral e Maria Stela Gonçalves, 23ª edição, São Paulo, 2012a.

_____, *Do administrativismo ao empreendedorismo: a transformação da governança urbana no capitalismo tardio,* in *A produção capitalista do espaço,* São Paulo, Annablume, 2005, pp. 161-188.

_____, *O enigma do capital e as crises do capitalismo*, tradução de João Alexandre Peschanski. – São Paulo, SP: Boitempo, 2011.

_____, *O neoliberalismo: história e implicações,* tradução Adail Sobral, Maria Stela Gonçalves – 3ª ed. – São Paulo: Edições Loyola, 2012b.

_____, *O novo imperialismo,* tradução Adail Sobral, Maria Stela Gonçalves. – 7ª ed. – São Paulo: Edições Loyola, 2013a.

_____, *Os Limites do Capital,* tradução de Magda Lopes – 1ª ed.– São Paulo: Boitempo, 2013b.

HARVEY, Molotch, *The City as a Gorwth Machine: Toward a Political Economy of Place,* in *The American Journal of Sociology,* Vol. 82, No. 2. (Sep., 1976), pp. 309-332.

JALORETTO, Cláudio, *Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

LEISTER, Maurício Dias e MEDEIROS, Otávio Ladeira de, *Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o*

caso brasileiro, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

LUCENA, Vítor Medeiros de, *Dívida pública brasileira: modelo normativo e padrão de acumulação capitalista*, Dissertação de Mestrado, FDUSP, 2017.

LOCHAGIN, Gabriel Loretto, *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública,* Tese de Doutorado, FDUSP, 2016.

LÖWY, Michel. *As aventuras de Karl Marx contra o Barão de Münchhausen – marxismo e positivismo na sociologia do conhecimento*. 8ª ed. São Paulo: Cortez, 2003, pp. 17-62.

MARX, Karl, *O 18 Brumário e Cartas a Kugelmann,* São Paulo, Editora Paz e Terra S.A., 2002.

_____, *Contribuição à crítica da economia política*, São Paulo: Martins Fontes, 2003.

_____, *Manuscritos econômico-filosóficos*. São Paulo: Boitempo, 2004, pp. 79-91

_____, *O Capital: crítica da economia política*, apresentação de Jacob Gorender; coordenação e revisão de Paul Singer; tradução de Regis Barbosa e Flávio R. Kothe. – 2ª ed. – São Paulo: Nova Cultural, 1985: *vol. I*, pp. 43-121 (capítulos 1 e 2, Livro I) ; vol. IV: pp. 255-335 (capítulos 21 a 27, Livro III); vol. V, pp. 9-72 (capítulos 29 a 33, Livro III). (Os economistas)

_____, *Salário, preço e lucro*, tradução de Eduardo Saló, Bauru, SP, Edipro, 2004. (Série ClássicosEdipro)

MARX, Karl e ENGELS, Friedrich, *A ideologia alemã, Feuerbach – A oposição entre as concepções materialista e idealista,* São Paulo: Martin Claret, 2006.

MARX, Karl e ENGELS, Friedrich, *O manifesto comunista,* comentado por Chico Alencar. – Rio de Janeiro: Garamond, 1998.

MASSONETTO, Luís Fernando, *O Direito Financeiro no Capitalismo Contemporâneo: a Emergência de um Novo Padrão Normativo*, Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2006.

MENDES, Marcos, *A lei 11/803/08 e a relação financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

MONTEIRO, Carlos Eduardo da Silva, *O que exatamente está vedado pelo art. 164, parágrafo 3º, da Constituição?,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

MOURA, Alkimar R., *Notas sobre a independência operacional e a supervisão bancária do Banco Central*, in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

NUSSBAUM, Arthur, *Derecho monetário nacional e internacional: estudio comparado en el linde del derecho y de la economia,* traducción y notas de Alberto D. Schoo, Ediciones Arayú, Buenos Aires, 1954.

PASSOS, Antônio de Pádua Ferreira e CASTRO, Priscila de Souza Cavalcante, *O orçamento e a dívida pública federal,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

PASTORE, Affonso Celso, *Desajuste fiscal e inflação: uma perspectiva histórica,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela, *História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

_____, e VENCESLAU, Helena Mulin, *Organização do mercado financeiro no Brasil,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

_____, PEREIRA, Fabiano Maia e GRAGNANI, José Antônio, *Mercado Secundário da Dívida Pública Federal,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

PORTUGAL, Murilo, *Política fiscal na primeira fase do Plano Real, 1993-1997,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

PROITE, André, *Venda de títulos públicos pela internet: Programa Tesouro Direto,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

PROL, Flávio Marques, *Direito e Macroeconomia: um estudo do regime jurídico da política fiscal no Brasil,* Dissertação de Mestrado, FDUSP, 2014.

RESENDE, André Lara, *A teoria da política monetária: reflexões sobre um percurso sinuoso e inconclusivo,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

REZENDE, Fernando Antonio, *Finanças Públicas,* 2ª ed., 7ª reimpressão, São Paulo, Atlas, 2011.

ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da, *A capacidade normativa de conjuntura no direito econômico: o déficit democrático da regulação financeira,* Tese de Doutorado, FDUSP, São Paulo, 2004.

ROCHA, Karla de Lima, *Estrutura institucional e eventos recentes na administração da Dívida Pública Federal,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

RORIZ, Fernando e WU, Thomas, *Efeitos da política fiscal sobre a eficácia da política monetária em tempos de baixo crescimento,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

ROSSI, Pedro, *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil – Teoria, Institucionalidade, Papel da Arbitragem e da Especulação,* Rio de Janeiro: FGV Editora, 2016.

ROTH, Alvin E., *Como funcionam os mercados: a nova economia das combinações e do desenho de mercado,* tradução de Isa Mara Lando e Mauro Lando. – 1ª ed. – São Paulo: Portfolio-Penguin, 2016.

SALTO, Felipe, AFONSO, José Roberto, BIASOTO, Geraldo, KÖHLER, Marcos, *As duas dimensões do ajuste fiscal,* in *A crise fiscal e monetária brasileira*, BACHA, Edmar (org), 1ª ed – Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

SALVIANO JUNIOR, Cleofas, *Bancos estaduais: dos problemas crônicos ao PROES¸* Brasília: Banco Central do Brasil, 2004.

SILVA, Aline Dieguez B. de Menezes da, MEDEIROS, Otávio Ladeira de, *Conceitos e estatísticas da dívida pública,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

SILVA, Anderson Caputo, *Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

_____, CABRAL, Rodrigo e BAGHDASSARIAN, Willian, *Gerenciamento de riscos da Dívida Pública Federal,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

_____, GARRIDO, Fernando Eurico de Paiva, CARVALHO, Lena de Oliveira, *Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros

(organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

SILVA, Luiz Afonso Simoens da, *Moeda e crise econômica global,* 1ª ed., São Paulo: Editora Unesp, 2015.

SILVEIRA, Thais Hae Ok Brandini Park, *O Plano Real e o Balanço de Pagamentos no Brasil,* Tese de Doutorado, FDUSP, 2015.

SOARES, Fernando Antônio Ribeiro, *A administração da taxa de câmbio no Plano Real e os fundamentos econômicos brasileiros,* Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília, 2006.

TAVARES, Ronnie Gonzaga e TAVARES, Márcia Fernanda Tapajós, *Títulos públicos federais e suas formas de precificação,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

TORRES, Ricardo Lobo, *Curso de Direito financeiro e tributário,* 19ª edição, revista e atualizada, Rio de Janeiro, Renovar, 2013.

VEIGA, Dídimo Agapito da, *Ensaios de Sciencia das Finanças: Das finanças e da Economia Pública,* Editora Jacintho Ribeiro dos Santos, Rio de Janeiro, 1927.

VIEIRA, Laércio M., *Marcos regulatórios e auditoria governamental da dívida pública,* in *Dívida pública: a experiência brasileira,* Anderson Caputo Silva, Lena Oliveira de Carvalho, Otávio Ladeira de Medeiros (organizadores). – Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo, *Fundamentos do Direito Financeiro,* São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1973.

YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei, *Economia Política do Direito Econômico: considerações sobre a financeirização,* in Revista Fórum de Direito Econômico e Financeiro – RFDFE, ano 4, n.º 7, março/agosto 2015, Belo Horizonte, 2015, pp. 183-199.

_____, *Dependência tecnológica: entre a Teoria do Subdesenvolvimento em Celso Furtado e o Fenômeno da Financeirização,* Dissertação de Mestrado, FDUSP, 2014.

YASBEK, Otavio, *Regulação do mercado financeiro e de capitais,* 2ª ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WEBER, Max, *A Dominação Não-Legítima,* in *Economia e Sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva - Sociologia da Dominação.* Editora UNB, 4ª ed., 2012, pp. 408-516.

WEBER, Max, *As causas sociais do declínio da cultura antiga*, in *Weber - Sociologia*, org. Gabriel Cohn, coord. Florestan Fernandes, Editora Ática, 7ª ed., 2003.