

ENDIVIDAMENTO PÚBLICO E DÍVIDA PÚBLICA

2.1 Conceitos de endividamento público, dívida pública e operação de crédito

Antes de discorrermos sobre endividamento público e dívida pública, faz-se necessário, preliminarmente, precisar-lhes os conceitos, conforme aqui utilizados. Não existe para ambas as categorias um único conceito, mesmo no estrito âmbito do Direito Financeiro, em que se encontra alguma variação doutrinária, a despeito da existência de conceituação legal. Não pretendemos, aqui, enfrentar exaustivamente a conceituação doutrinária, mas sim explicitar para o leitor as significações ora adotadas, demarcando as distinções entre *endividamento público* e dívida pública, bem como possíveis intersecções semânticas. Serão igualmente abordadas classificações constitucionalmente referidas pertinentes à dívida pública, cuja compreensão far-se-á necessária em futuras menções ao longo do trabalho.

Para tanto, adotamos como ponto de partida um outro conceito, o de operação de crédito ou, mais especificamente, de *operação de crédito público*, por constituir elemento essencial dos conceitos supramencionados.

Trata-se, conforme doutrina majoritária, de uma relação contratual – tal como a operação de crédito privada –, por meio da qual pessoa jurídica de direito público obtém dinheiro de terceiro, público ou privado, obrigando-se à restituição futura da quantia, geralmente acrescida de juros, estes remuneratórios da temporária disponibilidade dos recursos financeiros alheios. Sua natureza contratual decorre do fato de sua concretização depender da manifestação de vontade do prestamista, inexistindo imposição do Estado.

Não constitui, porém, uma modalidade contratual específica, podendo revestir-se de diferentes formas negociais.¹ As mais comuns são o empréstimo, na modalidade *mútuo* (empréstimo de coisa fungível, nos termos do art. 586 do Código Civil), e o *financiamento*, quando a captação do recurso é vinculada a uma destinação específica.²

O caráter creditício não está apenas nas operações de crédito propriamente ditas, mas em negócios jurídicos em geral que envolvam antecipação de valores, ou mesmo de bens e serviços, em troca de uma promessa de contraprestação futura. Constituem, em sentido alargado, operações de crédito³ (e estão, por isso, contempladas no conceito legal adotado na legislação brasileira).

As operações de crédito têm por elemento essencial a *confiança* (que está, inclusive, na origem etimológica da palavra *crédito*⁴). Nos referimos à confiança do prestamista, tanto na intenção do tomador do crédito de cumprir a obrigação debitória, quanto na sua capacidade futura de fazê-lo.

O elemento está presente em operações de crédito públicas e privadas, ainda que sob premissas distintas, na medida em que a comum ausência de instrumentos jurídicos verdadeiramente coercitivos oponíveis ao Estado torna

¹ TORRES, Heleno Taveira. *Direito constitucional financeiro*, cit., p. 448.

² O financiamento, apesar de se tratar de uma modalidade contratual comum, não dispõe de definição legal no Direito brasileiro. O conceito normativo existente é infralegal – utilizado, inclusive, para fins penais, em virtude da criminalização da conduta de obtenção de financiamento perante instituição financeira mediante fraude (art. 19 da Lei 7.492/1986) –, dado pela Circular 1.273 do Banco Central do Brasil, de 1987, segundo a qual financiamentos “são as operações realizadas com destinação específica, vinculadas à comprovação da aplicação dos recursos”. A norma cita, como exemplos, “os financiamentos de parques industriais, máquinas e equipamentos, bens de consumo durável, rurais e imobiliárias”.

³ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*. Porto Alegre: Núria Fabris, 2007. p. 18-19. No mesmo sentido, TORRES, Heleno Taveira. *Direito constitucional financeiro*, cit., p. 450-451.

⁴ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, cit., p. 17-18.

a sua predisposição ao pagamento especialmente relevante. Por outro lado, a perenidade do Estado e sua capacidade de extrair riqueza da sociedade por meio da tributação, e mesmo da emissão de moeda, reduzem as dúvidas quanto à sua capacidade futura de honrar os compromissos assumidos.

A presença de pessoa jurídica de direito público no polo passivo da relação obrigacional constitui o principal elemento distintivo da operação de crédito público, dele decorrendo outras características específicas, como a necessária finalidade de interesse público e a incidência, em alguma medida, do regime jurídico de direito público.⁵

As operações de crédito público sujeitam-se a autorização legislativa, como toda assunção de compromisso financeiro por parte do poder público.⁶ Alguns sustentam a necessidade de autorização legislativa específica para cada operação de crédito. Contudo, parece-nos suficiente, no ordenamento jurídico brasileiro, a autorização orçamentária, em coerência com o disposto no art. 32, § 1º, I, da LRF, desde que preexistente o quadro normativo a que se sujeitarão as operações,⁷ diante da ausência de exigência constitucional expressa em sentido diverso. Há que se considerar, ainda, que a Constituição atribui à lei específica a fixação do montante total da dívida mobiliária federal (art. 48, XIV), o que permite concluir – ao menos em relação àquela modalidade – pela desnecessidade de autorização legal específica para cada operação de crédito, sob pena de tornar despicando o referido limite legal.

As operações de crédito público podem se dar tanto por meio de contratos específicos, diretamente pactuados entre credor e devedor (dívida contratual propriamente dita), quanto pela emissão pulverizada de títulos públicos (*dívida mobiliária*, supramencionada).⁸ A última modalidade é a mais comum, ao menos para países que, como o Brasil, dispõem de um mercado interno de títulos públicos organizado e/ou de acesso aos mercados de capitais internacionais. Ela permite a adoção de fórmulas padronizadas, prévia e unilateralmente esta-

⁵ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, cit., p. 19.

⁶ TORRES, Heleno Taveira. *Direito constitucional financeiro*, cit., p. 443.

⁷ ASSONI FILHO, Sérgio; BLIACHERIENE, Ana Carla; ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. Dívida Pública. In: OLIVEIRA, Regis Fernandes de; HORVATH, Estevão; SCAFF, Fernando Facury; CONTI, José Mauricio. *Lições de direito financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 98.

⁸ ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015. p. 177.

belecidas pelo poder público – ainda que comumente em adesão a fórmulas de mercado –, de modo a facilitar o processo de tomada de crédito, que há muito perdeu seu caráter extraordinário, relativamente às outras fontes de financiamento do Estado. Há, portanto, em relação à dívida mobiliária, uma espécie de contratação por adesão.⁹

A dívida mobiliária permite, ainda, maior liquidez aos direitos creditórios dela decorrentes, uma vez que os adquirentes dos títulos públicos podem negociá-los com terceiros no chamado “mercado secundário” antes de seu vencimento, em razão do que tende a ser mais barata que a dívida contratual.

O *endividamento público* se refere ao processo genericamente considerado de captação de recursos financeiros de terceiros, por meio de *operações de crédito público*. Corresponde a uma das modalidades pelas quais o Estado obtém recursos financeiros para fazer frente às suas necessidades de dispêndio, a exemplo da tributação – a principal delas – e da exploração do patrimônio próprio do Estado.¹⁰

A *dívida pública* corresponde ao estoque das obrigações pecuniárias (ou conversíveis em pecúnia) assumidas pelo Estado em decorrência de *operações de crédito*, aqui genericamente denominadas *obrigações debitórias*, que ainda não tenham sido adimplidas. Constitui, portanto, um subconjunto do passivo patrimonial do Estado. Podem-se incluir no conceito as obrigações provenientes de garantias prestadas pelo Estado, não obstante não envolverem obrigação financeira certa, mas eventual.

Assim, pode-se afirmar, em síntese, que dívida pública corresponde à ideia de *estoque* (estoque de obrigações debitórias), e endividamento público, à ideia de *fluxo* (processo de contração de novas obrigações debitórias). Em sentido semelhante, Kiyoshi Harada se refere à dívida pública como “volume de recursos financeiros obtidos por um ente político, dentro de um determinado período,

⁹ ASSONI FILHO, Sérgio; BLIACHERIENE, Ana Carla; ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Dívida Pública*, cit., p. 98.

¹⁰ “As *receitas patrimoniais* são aquelas provenientes dos rendimentos decorrentes da exploração de patrimônio imobiliário, mobiliário, empresarial ou natural pertencente ao ente público (União, Estados, DF e Municípios). O que caracteriza a receita patrimonial é a utilização de algum bem público para gerar renda para o Estado. São exemplos o arrendamento ou o aluguel de imóveis; a ocupação de espaço público; as participações ou compensações financeiras (*royalties*); as autorizações, concessões ou permissões onerosas; os dividendos e juros de capital próprio de empresas públicas e sociedades de economia mista; dentre outras” (ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, cit., p. 91).

sob condição de devolver, em geral, acrescido de juros, e dentro de certo prazo preestabelecido”, e ao endividamento público como “processo dinâmico de obtenção de recursos financeiros creditícios”.¹¹

Não obstante, é comum o uso de expressões como “*nível ou patamar de endividamento*”, “*endividamento total*” “*limite (global) de endividamento*” ou mesmo “*estoque de endividamento*” para designar justamente a ideia de estoque e, portanto, a dívida pública conforme aqui conceituada. É algo que se verifica na própria Constituição, no § 19 do art. 100 do seu texto principal, incluído pela Emenda Constitucional 94/2016, e em algumas disposições constitucionais transitórias (arts. 33, par. único, e 101, § 2º, III, e § 4º, IV, do ADCT).

É comum, igualmente, o uso legal de conceitos extensivos de dívida pública, a depender dos fins pretendidos, de forma a abranger não apenas as obrigações decorrentes de operações de crédito, mas outras obrigações pecuniárias, como forma de lhes dar tratamento semelhante. É o que faz a LRF ao conceituar dívida pública consolidada (art. 29, I) e promover equiparações (art. 30, § 7º), ainda que para fins determinados.

A extrapolação legal da noção de dívida pública, por meio de conceituação extensiva, é apontada como boa prática de transparência fiscal,¹² por dar maior visibilidade a um recorte ampliado do passivo do Estado, permitindo um melhor controle, e, sobretudo, por prevenir a preferência de gestores públicos por meios que não se caracterizem propriamente como operações de crédito para a cobertura de insuficiências financeiras, como forma de escapar das condições e dos limites impostos ao endividamento público.

Além da dívida mobiliária, já abordada, a Constituição se refere, também, às dívidas interna e externa. Os respectivos conceitos, contudo, não estão definidos nem na Constituição, nem nas normas gerais de Direito Financeiro, às quais incumbiria fazê-lo. Também não existe, na praxe internacional, um critério único ou amplamente prevalecente.

¹¹ HARADA, Kiyoshi. *Responsabilidade fiscal*: Lei Complementar nº 101/2000 comentada e legislação correlata anotada. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

¹² Para o Fundo Monetário Internacional (FMI), o regime jurídico da dívida pública deve cuidar não apenas da dívida propriamente dita, decorrente de operações de crédito, mas abarcar, também, garantias, operações extraorçamentárias equiparáveis, por importarem em obrigação financeira futura, e “colateralizações” que onerem receitas futuras, inclusive decorrentes do lucro esperado de empresas estatais (FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Fiscal Transparency Handbook*. Washington-DC: FMI, 2018. p. 115).

Conforme publicação especializada da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), existem dois critérios mais comuns, para a classificação de obrigações debitórias como dívida interna ou externa. São eles (i) a moeda na qual ocorrem os fluxos de recebimento e pagamento pertinentes à operação de crédito; e (ii) a residência do credor. Um terceiro, menos usual, seria a jurisdição eleita para a solução de eventuais controvérsias entre credores e devedor.¹³⁻¹⁴

O critério da moeda associa-se aos riscos relacionados ao balanço de pagamentos, ou seja, ao fluxo de entrada e saída de divisas do país. Esse critério costuma ser adotado por países com histórico de crises em seu balanço de pagamentos, caracterizadas por momentâneas escassezes de divisas, como forma de melhor mensuração de risco. É o critério adotado pela STN na contabilização da dívida pública externa brasileira.¹⁵

¹³ SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de (org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: STN, 2009, p. 104.

¹⁴ A doutrina jusfinanceira aponta um quarto critério, segundo o local de pagamento, independentemente da moeda utilizada (ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*. Dissertação [Mestrado]. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2012, p. 34; ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, cit., p. 55-58; OLIVEIRA, Regis Fernandes. Empréstimos públicos no Brasil. In: MELLO, Celso Antônio Bandeira de (org.). *Estudos em homenagem a Geraldo Ataliba*, v. 1 – Direito tributário. São Paulo: Malheiros, 1997, p. 244-245; e LEITE, Geilson Salomão. Crédito e empréstimo público. In: MARTINS, Ives Gandra da Silva; MENDES, Gilmar; NASCIMENTO, Carlos Valder do (coord.). *Tratado de direito financeiro*. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2, p. 41-42). Nesse sentido, seria interna a dívida pública paga no mercado interno, sem a remessa de divisas para o exterior, e externa a dívida paga fora do mercado externo, por meio da remessa de divisas para o exterior. Contudo, não vislumbramos maior diferença prática em relação ao critério da moeda, utilizado pela STN – ao menos em um país que, como o Brasil, tem sua própria moeda como meio exclusivo de pagamento em âmbito interno, não sendo esta, por outro lado, correntemente aceita como meio de pagamento em mercados externos.

¹⁵ “Em relação à moeda na qual ocorrem seus fluxos de recebimento e pagamento, a Dívida Pública Federal pode ser classificada como interna ou externa. Quando os pagamentos e recebimentos são realizados na moeda corrente em circulação no país, no caso brasileiro o real, a dívida é chamada de interna. Por sua vez, quando tais fluxos financeiros ocorrem em moeda estrangeira, usualmente o dólar norte-americano, a dívida é classificada como externa” (Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/o-que-e-a-divida-publica-federal>. Acesso em: 12 nov. 2019). Nesse

O critério da residência do credor é mais relevante para países em cuja dívida a participação de estrangeiros é expressiva, mesmo em captações de crédito realizadas internamente. É especialmente relevante no âmbito dos países periféricos europeus, onde a moeda corrente não é por eles soberanamente gerida e a presença de estrangeiros no mercado interno da dívida pública é ampla.¹⁶

2.2 A evolução do papel do endividamento público

A despeito do esboço histórico feito no primeiro capítulo, em que se narrou o processo de surgimento e evolução do Estado de Direito e seus impactos sobre a atividade financeira do Estado, entendemos relevante dedicar tópico à análise mais detida das transformações observadas quanto ao uso e à própria compreensão do endividamento público ao longo dos séculos. O fazemos, ainda assim, em termos gerais, sem adentrarmos, por exemplo, em detalhe da história do endividamento público no Brasil, por considerarmos desnecessário aos fins aqui pretendidos.

O Estado, em suas origens pré-modernas, tinha como principal fonte de receita não a tributação, mas a exploração do patrimônio próprio (ou do patrimônio do soberano, quando indiferenciado do patrimônio público). São exemplos da época a exploração de recursos naturais, o arrendamento da pro-

sentido, mesmo títulos denominados em reais (indexados à cotação internacional da moeda nacional), mas cujos fluxos de recebimento e pagamento se dão em moeda forte, a exemplo dos *Global BRLs*, integrariam a dívida externa. De modo diverso, a Resolução SF 20/2004, em aparente exercício da competência do art. 52, V, da CR/1988 (“autorizar operações externas de natureza financeira...”), autoriza a emissão de títulos da dívida pública federal no exterior (até o valor limite de US\$ 75 bilhões), “com contrapartida em moeda corrente nacional ou estrangeira”, permitindo inferir que o critério de classificação utilizado seria o do local de negociação dos títulos, independentemente da moeda em que ocorrem os fluxos de recebimento e pagamento, a despeito de, na prática, esse fluxo se dar em moeda estrangeira (ainda que o título público seja referenciado em moeda nacional, conforme explicado na nota precedente). Convém considerar, contudo, que não compete ao Senado Federal a definição do conceito de dívida externa, sob pena de se atribuir ao órgão legislativo o poder de dar os contornos de sua própria competência autorizativa de operações de crédito externo.

¹⁶ ANDRADE, Fernando Rocha. A limitação constitucional do déficit orçamental e sua circunstância (versão provisória do estudo elaborado para publicação na obra *Estudos em homenagem ao Prof. Doutor Aníbal de Almeida*), 2018. p. 5.

priedade pública imobiliária e mesmo a exploração direta de atividades econômicas. Paulatinamente, a tributação passou a ocupar lugar preponderante no financiamento do Estado, por seu elevado potencial arrecadatório, perenidade e relativa estabilidade. Hoje, são raros os Estados que não lançam mão predominantemente da receita tributária. Conforme José Casalta Nabais, é corrente a compreensão do Estado atual, “na generalidade dos países contemporâneos, e mormente nos desenvolvidos”, como um *Estado fiscal*, ou seja, um “estado cujas necessidades financeiras são essencialmente cobertas por impostos”.¹⁷

Paralelamente a essas fontes, sempre se recorreu, desde tempos imemoriais e em diferentes sociedades, ao endividamento público como fonte subsidiária de financiamento do Estado. Seu uso era destinado, em geral, a despesas extraordinárias, associadas à defesa do território, em face de ameaças externas, e a incursões bélicas. Também ao enfrentamento de calamidades públicas,¹⁸ ao pagamento de indenizações de guerra e, eventualmente, à compra de apoio político.¹⁹

Apesar de inexistir precisão histórica quanto às primeiras ocorrências do endividamento público, evidências remontam a períodos anteriores em muitos séculos à era cristã.²⁰ Escritos atribuídos a Aristóteles, por exemplo, indicam o endividamento público como prática entre as cidades-Estado gregas, no século IV a.C.²¹

Ordinariamente, dois pressupostos são necessários para a emergência dessa peculiar forma de endividamento. O primeiro deles é a existência de organizações políticas duráveis. O segundo é a existência de prestamistas economicamente capazes de suprir, associados ou não, as necessidades financeiras dessas formas organizativas, presumidamente vultosas, diante de sua conformação coletiva, que lhes garante um porte econômico diferenciado. Daí porque, até os

¹⁷ NABAIS, José Casalta. Algumas reflexões sobre o actual estado fiscal. *Revista Virtual da AGU*, ano II, nº 09, p. 2, abr. 2001.

¹⁸ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, cit., p. 22-23.

¹⁹ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015. p. 582-583.

²⁰ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, cit., p. 22-23.

²¹ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*. IMF Working Paper nº 19/6. Washington-DC: FMI, 2019, p. 5.

primeiros desenvolvimentos de um mercado financeiro, eram mais comuns os empréstimos entre coletividades políticas.²²

Em determinados períodos e sociedades, a contração de empréstimos públicos se dava como obrigação pessoal do soberano. Assim ocorria na Idade Média, anteriormente à consolidação dos Estados-nação. Naquele contexto, não se admitia sequer a transferência da dívida aos sucessores do soberano, que poderiam pagá-la, porém, por sua vontade, em deferência à memória do devedor. Tal circunstância tornava o risco de crédito excessivamente elevado e ensejava a prática de prazos curtos, além de juros altíssimos e garantias excessivamente gravosas²³ ou de conotação moral, “desde o fio da barba sacratíssima de Sua Majestade, príncipes tomados como reféns, relíquias de santos, até o penhor da coroa, joias ou a vinculação de certas rendas ao serviço de juros e amortizações da dívida”.²⁴

A Igreja Católica foi grande indutora da abertura de capital de instituições financeiras, com fins a lhes ampliar a capacidade de empréstimo e assim permitir o financiamento de seu esforço bélico, em meio aos conflitos mantidos com o Sacro Império Romano-Germânico, no século XIII,²⁵ do que resultou a ampliação da oferta de crédito às estatalidades.

O surgimento dos empréstimos vitalícios, na forma de títulos, teve, igualmente, papel relevante no desenvolvimento do crédito público. Esses não obrigavam, necessariamente, o pagamento do principal, mas tão somente de uma taxa de juros periódica, na forma de renda perpétua ao prestamista. O tomador tinha a possibilidade de se desobrigar pelo pagamento do principal, o que raramente era feito. Tal formulação permitiu uma maior condescendência da doutrina religiosa, que, à época, condenava a usura, sob o entendimento de que a operação não constituiria propriamente um empréstimo, mas espécie de alienação de receita futura. Além disso, tais créditos, corporificados em títulos, admitiam negociação, o que garantia liquidez ao prestamista e possibilitava, assim, a prática de taxas de juros menores. Por serem considerados relativa-

²² EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*. IMF Working Paper nº 19/6. Washington-DC: FMI, 2019, p. 4-5.

²³ Idem, p. 5.

²⁴ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*, cit., p. 584.

²⁵ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 5-6.

mente seguros – a depender, é claro, da credibilidade do ente político emissor –, esses títulos passaram a servir de garantia em outras operações, colaborando, também, para a ampliação e o barateamento do crédito privado e, consequentemente, para o desenvolvimento do mercado financeiro, a expansão do comércio e a aceleração do crescimento econômico.²⁶

A emergência do Estado-nação e o processo de acumulação de capitais iniciado com os descobrimentos e o desenvolvimento do mercantilismo possibilitaram a consolidação do crédito público. Mesmo que ainda confundido com o patrimônio pessoal do monarca, a robustez e a perenidade do erário passaram a representar uma garantia mais sólida aos credores do Estado, incentivando maior disponibilidade de crédito e taxas de juros menores. Esse quadro foi intensificado pela Revolução Industrial, pelo incremento da receita tributária e, com ela, da capacidade financeira do Estado, bem como pela ascensão do Estado de Direito liberal, no âmbito do qual a figura do Estado dissociou-se da figura do monarca, assim como os respectivos patrimônios.²⁷

A submissão do Estado ao Direito, inerente ao paradigma do Estado de Direito, trouxe, também, maior previsibilidade à atuação estatal, inclusive na seara fiscal, e maior segurança jurídica, tanto para os cidadãos, como para aqueles com quem o Estado se relacionava contratualmente, incluídos seus prestamistas. Isso permitiu, mais uma vez, o barateamento do crédito público, o que coincidiu com uma ampliação do uso do endividamento público, ainda no século XIX, para fins mais corriqueiros, a exemplo da cobertura de insuficiências financeiras recorrentes, e, sobretudo, para o financiamento de investimentos públicos, tanto em infraestrutura, quanto na expansão da educação pública.²⁸

Surgia no período a compreensão do crédito público como instrumento de justa repartição de encargos governamentais no tempo e proporcionador de projetos vultosos geradores de benefícios de longo prazo, extensíveis às gerações futuras, dos quais são maior exemplo os investimentos públicos. Porém, a despeito de um enfoque teórico no investimento público como destinação aconselhável, parcela significativa do endividamento entre o fim do século XIX

²⁶ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 6-7.

²⁷ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*, cit., p. 593-594.

²⁸ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 8-10.

e início do século XX verteu-se ao custeio de despesas correntes, além das tradicionais despesas bélicas.²⁹

EUA e Grã-Bretanha mantiveram superávits primários (descontadas as despesas com juros e amortizações de dívidas anteriores) por grande parte do período entre o século XIX e o início do século XX, em virtude, inclusive, da ausência de grandes conflitos ou crises econômicas. Também pela compreensão mais restritiva da época quanto ao papel do Estado, bem como pela crença de que uma postura fiscal responsável os garantiria acesso a endividamento a custos menores, em caso de emergências militares ou econômicas.³⁰ Contudo, desequilíbrios e moratórias foram comuns entre os demais países durante o século XIX, particularmente na sua primeira metade.³¹

Para alguns países, a moratória passou a constituir um perigo recorrente, indicando uma possível correlação entre o histórico de moratórias e o risco de novos eventos. Quanto mais episódios de moratórias tivesse o país, maior a percepção de risco,³² com possíveis impactos sobre seu acesso ao endividamento. Já se observava o fenômeno, ainda atual, descrito por Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff e Miguel Savastano como “intolerância a dívidas” (*debt intolerance*).³³

Na primeira metade do século XX, marcada pelas duas grandes guerras mundiais e pela crise de 1928, período durante o qual demandas sociais ganharam força e foram absorvidas pelo Estado, observou-se um expressivo crescimento das dívidas públicas dos países desenvolvidos, que alcançaram patamares recordes.³⁴

²⁹ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 11.

³⁰ Idem, p. 48.

³¹ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 17. No mesmo sentido: REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*: desta vez é diferente. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

³² EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 18.

³³ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S.; SAVASTANO, Miguel A. *Debt Intolerance*. NBER Working Paper 9908. Cambridge-MA, US: National Bureau of Economic Research, 2003.

³⁴ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 28-29.

O enfrentamento da grande depressão foi marcado pela experimentação das ideias econômicas ascendentes no período, em especial de John Maynard Keynes, que defendia a intervenção do Estado na economia por meio de instrumentos financeiros, com fins à reversão de episódios de recessão econômica.³⁵ Keynes defendia, particularmente, o estímulo à demanda agregada da economia por meio do aumento da despesa pública, o que geraria, por sua vez, estímulo à oferta e, conseqüentemente, crescimento econômico e elevação do emprego e da renda, impulsionando mais uma vez a demanda, e assim em diante, em um círculo virtuoso.³⁶ Identificava, assim, um efeito multiplicador no aumento do gasto público (*multiplicador keynesiano*), que justificaria o uso do endividamento público para principiar esse processo, elevando-lhe a importância, agora como instrumento financeiro de intervenção do Estado na economia. Majorar a tributação para tanto, por outro lado, neutralizaria o estímulo econômico pretendido, por implicar redução da renda dos contribuintes “antes que o gasto público [pudesse] ter tido a chance de exercer sua influência expansiva”.³⁷

Segundo explica Fernando José Cardim de Carvalho, para Keynes, “uma política de gastos expansionista não [seria] necessariamente deficitária” no médio prazo, uma vez que o crescimento da renda, se concretizado, levaria a um aumento da arrecadação tributária, compensando o déficit inicial.³⁸

No mesmo período, emergia o paradigma do Estado Social de Direito, pautado pela assunção de novas e crescentes atribuições pelo Estado, com a correspondente ampliação da estrutura estatal, ensejando significativa expan-

³⁵ Não obstante, dados indicam que tal abordagem nos EUA, durante a Grande Depressão, restringiu-se a medidas expansionistas modestas e temporárias, a despeito do alardeado *New Deal* (BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*. 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011. p. 432). Alemanha e Japão, por seu turno, ampliaram substancialmente seu gasto público e, por conseguinte, seu déficit primário, tanto em virtude da ampliação dos investimentos públicos quanto dos gastos militares, às vésperas da Segunda Guerra Mundial, o que, de todo modo, contribuiu para a superação da recessão econômica naqueles países (EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 38-39).

³⁶ SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia: em uma economia global*. São Paulo: Makron Books, 2000. p. 383-384.

³⁷ CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Jurídica*, v. 26, nº 50, 2008, p. 18.

³⁸ Idem, p. 7.

são da despesa pública, viabilizada também por um maior endividamento.³⁹ Visava-se ao atendimento progressivo dos recém-reconhecidos direitos sociais e econômicos e à mitigação das desigualdades sociais, exacerbadas e evidenciadas pela Revolução Industrial.

Nesse cenário, os déficits recorrentes e o recurso constante ao endividamento público foram naturalizados, e a ideia do equilíbrio orçamentário, reduzida a “tabu anacrônico”, nas palavras de Aliomar Baleeiro.⁴⁰ O endividamento público era encarado, cada vez mais, como “alternativa viável”,⁴¹ inclusive para a cobertura de déficits estruturais, diante da elevada disponibilidade de recursos financeiros que marcou o período pós-guerra.

O quadro de alta liquidez, no entanto, inverteu-se ao final da década de 1970, como reação ao quadro inflacionário que se seguiu aos choques do preço do petróleo. As taxas de juros internacionais elevaram-se drasticamente, com graves impactos sobre o refinanciamento das dívidas públicas, especialmente as dos países latino-americanos.

Ganharam força, nesse contexto, os ideais econômicos neoconservadores ou neoliberais, que priorizavam a adoção de uma gestão fiscal equilibrada e a persecução de níveis prudentes de endividamento, especialmente pela racionalização do gasto público, sob a máxima da responsabilidade fiscal, como forma de se assegurar a estabilidade macroeconômica, a despeito das oscilações próprias da economia.

Não se abandonou, contudo, o uso dos meios financeiros como instrumentos de intervenção do Estado na economia ou, em outros termos, como instrumentos de política macroeconômica, com destaque para o endividamento público, ainda que, agora, em associação a uma maior prudência.

A despeito da mudança de paradigma, não se verificou no mundo desenvolvido significativa regressão dos níveis de endividamento. Nos países emergentes, ainda que se tenha observado tal redução, esta foi motivada menos por esforços de reequilíbrio fiscal e mais por renegociações (reestruturações) de dívidas que se tornaram excessivamente onerosas.⁴²

³⁹ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, cit., p. 23.

⁴⁰ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*, cit., p. 131.

⁴¹ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, cit., p. 25.

⁴² EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 28; 33-37.

Muitos atribuem a persistência do processo de endividamento dos países desenvolvidos, ao final do século XX – em um cenário em que ausentes grandes crises econômicas ou conflitos militares –, à crescente demanda social.⁴³ Demandas que não se dirigiam unicamente à expansão das prestações sociais, abarcando, também, o clamor de setores produtivos por subsídios e benefícios fiscais, em meio à ascensão de uma competição global. Wolfgang Streeck sustenta que a causa preponderante do déficit financeiro estrutural observado nas democracias ricas não estaria no aumento da despesa pública, mas, sobretudo, na paulatina redução da carga tributária incidente sobre o capital, na tentativa de atrair investimentos produtivos em uma economia internacional globalizada, caracterizada por uma ampla liberdade de circulação de capitais e mercadorias.⁴⁴

É inegável, de todo modo, o impacto do fenômeno do envelhecimento populacional, que vem impondo maior pressão sobre os sistemas públicos de saúde e previdência, particularmente entre as economias avançadas europeias.⁴⁵

Streeck reconhece que, num primeiro momento, em meados da década de 1980, o aumento do endividamento das democracias ricas se deveu à continuidade da expansão da despesa pública, em momento de desaceleração da economia, em que a receita deixou de crescer no mesmo ritmo da despesa. Porém, a partir de meados da década de 1990, a despesa pública teria sido reduzida em diversos países desenvolvidos, em percentagem dos respectivos produtos internos brutos (PIBs), sem que se tenham solucionado os déficits públicos.⁴⁶

No Brasil, a despeito dos esforços de reequilíbrio fiscal, intensificados a partir do Plano Real, de 1994, e dos reiterados superávits primários observados entre os anos de 1998 e 2013, durante todo o atual período democrático, a partir de 1985, o país apresentou déficits nominais, ou seja, despesas maiores que receitas, quando incluídas as chamadas despesas financeiras, com juros, encargos

⁴³ SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, cit., p. 206.

⁴⁴ STREECK, Wolfgang. *Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático*. Lisboa: Conjuntura Actual Editora, 2013.

⁴⁵ EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui Pedro; MITCHENER, Kris James. *Public Debt Through the Ages*, cit., p. 48. No mesmo sentido, YARED, Pierre. Rising Government Debt: Causes and Solutions for a Decades-Old Trend. *Journal of Economic Perspectives*, v. 33(2), p. 115-140, 2019.

⁴⁶ STREECK, Wolfgang. *Tempo comprado*, cit., 2013.

e amortizações da dívida pública.⁴⁷ Isso se deveu, em boa medida, às altas taxas de juros praticadas a partir da implementação do Plano Real, como estratégia de preservação da estabilidade dos preços.

A despesa pública primária federal (descontadas as despesas financeiras), por sua vez, apesar de eventuais esforços de contenção, apresentou expressiva tendência de expansão desde a redemocratização, mesmo em termos proporcionais ao PIB,⁴⁸ fruto, em parte, de uma demanda social reprimida que passou a encontrar amparo na Constituição de 1988. É o que atesta Nina Ranieri, ao se referir a dados empíricos que evidenciariam “inflexão no padrão brasileiro de proteção social”, associada à ampliação dos gastos sociais.⁴⁹

⁴⁷ MENDES, Marcos José. *Por que o Brasil cresce pouco?: desigualdade, democracia e baixo crescimento no país do futuro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 35.

⁴⁸ “[...] em 1984, a despesa [corrente da União, excluídos juros e encargos da dívida] era apenas 8% superior à de 1980. A partir de 1985, ano de redemocratização, percebe-se clara aceleração dos gastos. Em 1986 a despesa já era 46% maior do que em 1980 (35% mais que 1984) e a tendência de crescimento persistiu ao longo de três décadas, chegando a 2012 com um nível de gasto sete vezes maior que o de 1980.

[...] o forte processo inflacionário que ocorreu até 1994 (que levou a cinco mudanças de padrão monetário) e a baixa qualidade das estatísticas fiscais anteriores a 1990 reduzem a confiabilidade dos dados referentes à década de 1980 e à primeira metade da década de 1990. Por isso optou-se, como de praxe em análises fiscais da economia brasileira, por trabalhar com dados referentes à chamada ‘despesa primária do Governo Central’, contabilizada pelo Tesouro Nacional a partir de 1997. O Gráfico 1.5. mostra que tal despesa tem clara trajetória de crescimento, tendo passado de 14% para 18,3% do PIB entre 1997 e 2012: em 15 anos o gasto do governo central avançou nada menos do que 4,3 pontos percentuais do PIB.

[...]

O mesmo padrão é observado nos estados e municípios. O Gráfico 1.6 apresenta a evolução das despesas correntes não financeiras dos governos subnacionais brasileiros entre 1995 e 2011: a despesa como proporção do PIB em 2011 era 5,8 pontos percentuais maior que em 1995” (Idem, p. 26-28).

⁴⁹ “A alteração positiva percebida deve-se, fundamentalmente, a quatro condições promovidas pela Constituição Federal de 1988: valorização dos direitos sociais e impulso à sua universalização; descentralização de competências; novos parâmetros para alocação de recursos e a redefinição das relações público-privadas no que diz respeito ao financiamento e oferecimento de bens e serviços sociais” (RANIERI, Nina. *Teoria do Estado*, cit., p. 343-344).

Após a implementação do Plano Real e o controle da inflação (e do *financiamento inflacionário*⁵⁰), a expansão da despesa passou a exigir expressivo aumento da carga tributária, como forma de se buscar o equilíbrio fiscal.⁵¹

Assim, ainda que sob circunstâncias diferentes daquelas descritas por Streeck em relação às democracias desenvolvidas, a cobertura de déficits fiscais (nominais, ao menos) por meio do endividamento público tem sido uma constante também no Brasil. Daí se poder afirmar que, tanto aqui quanto lá, o endividamento público há muito deixou de constituir uma modalidade realmente extraordinária de financiamento do Estado, figurando hoje, conforme já

⁵⁰ O que se denomina *financiamento inflacionário ou monetário*, ou *monetização do déficit fiscal*, consiste no suprimento das insuficiências financeiras do Estado por meio da emissão de moeda, ou outra operação de efeito equivalente, às custas de um provável efeito inflacionário, absorvido pelos particulares, que terão, em maior ou menor medida, sua renda e patrimônio corroídos pela inflação. Ele costuma ocorrer em países que perderam ou tiveram bastante restringido o seu acesso a crédito. Foi prática comum na América Latina, sobretudo na década de 1980, com destaque para Brasil e Argentina (BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*, cit., p. 445). Como consequência, a região experimentou forte descontrole inflacionário por um período de tempo considerável, como talvez em nenhuma outra região (SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, cit., p. 351). Trata-se de mecanismo de financiamento estatal arbitrário, alheio à legalidade, pouco transparente e flagrantemente atentatório às liberdades individuais, encarnadas, em matéria financeira, nas garantias individuais do contribuinte, dentre as quais o consentimento tributário. Incoerente, portanto, com o princípio do Estado Democrático de Direito. Não à toa, a prática encontra óbice no art. 164, § 1º, da Constituição brasileira (regra semelhante foi consagrada no Direito comunitário europeu, conforme art. 123 [1] do Tratado de Funcionamento da União Europeia). Sobre as consequências socioeconômicas do descontrole inflacionário, tratamos no subtópico 4.2.1.

Por outro lado, mesmo a inflação não deliberadamente ocasionada pela monetização do déficit público, em qualquer patamar, permite ao Estado algum financiamento monetário. Isso porque a inflação, ao gerar a corrosão do valor real da moeda, impõe ao Estado a emissão de moeda a fim de recompor o valor real da base monetária, podendo dela se utilizar como fonte de financiamento. Trata-se de um fenômeno natural da moeda, sem que dele se possa extrair *a priori* antijuridicidade da postura estatal.

⁵¹ “O Gráfico 1.8 ilustra a trajetória ascendente da carga tributária. Em 2011, ela atingiu 33,5% do PIB, nove pontos percentuais acima do montante observado em 1991. Houve um salto na arrecadação logo após o Plano Real (1994) e a tendência ascendente continuou até 2008, quando, frente à crise econômica global, o governo decidiu conceder estímulos fiscais e reduzir a arrecadação.” (MENDES, Marcos José. *Por que o Brasil cresce pouco?*, cit., p. 29).

afirmou Marcus Abraham, como “parte integrante do orçamento como fonte regular de financiamento estatal”.⁵²

Observa-se, portanto, como bem identificado por Streeck, a transformação, em alguma medida, do Estado fiscal em um *Estado endividado*: “um Estado que cobre grande parte [...] das suas despesas contraindo empréstimos, e não cobrando impostos, acumulando, por conseguinte, uma enorme dívida para cujo financiamento tem de utilizar uma percentagem cada vez maior das suas receitas”.⁵³

Daí a centralidade que o endividamento público e a dívida pública têm tomado na seara das finanças públicas, não devendo ser diferente no âmbito do Direito Financeiro.

2.3 As funções econômicas do endividamento público e aspectos jurídicos interseccionais

O endividamento público tem por função mais evidente a obtenção de fundos pelo Estado, necessários ao financiamento das suas mais diversas atividades. Serve, portanto, ao *suprimento da necessidade de financiamento do Estado*, quando não inteiramente atendidas pelos ditos meios ordinários. Tem por peculiaridade, contudo, conforme aponta a doutrina jusfinanceira, o fato de não ensejar entradas financeiras definitivas, aderentes ao patrimônio público, diante da obrigação de restituição dos valores obtidos. Daí por que essas entradas são classificadas pela maioria da doutrina não como *receitas públicas* – que seriam aquelas que integram definitivamente o patrimônio público –, mas como meros *ingressos públicos* – arrecadados de maneira temporária.⁵⁴

Não obstante tal peculiaridade, paralelos são traçados entre o endividamento público e a tributação. Alguns sustentam que o endividamento público equivaleria a uma tributação diferida, por ensejar um ônus tributário futuro. Isso porque, uma vez assumidas obrigações financeiras futuras, caberia à tributação futura viabilizar não apenas as despesas ordinárias vindouras, mas também os recursos financeiros necessários a honrar os compromissos assumidos. Nesse sentido, o endividamento de hoje significaria uma maior carga

⁵² ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, cit., p. 176.

⁵³ STREECK, Wolfgang. *Tempo comprado*, cit., 2013.

⁵⁴ ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, cit., p. 90.

tributária amanhã. Contudo, um Estado, por sua perenidade, não precisa quitar suas dívidas com suas próprias forças, podendo substituir, em boa medida, dívidas antigas por novas (em um processo denominado *rolagem da dívida*). E, diante de uma esperada expansão econômica, a longo prazo, lhe é possível, inclusive, o gradual aumento de seu estoque de endividamento, sem que daí decorra necessariamente um maior ônus econômico-financeiro em termos proporcionais, desde que o PIB e a arrecadação tributária aumentem em igual ou maior proporção. Em tal cenário, a tributação futura mais gravosa não seria um imperativo. Isso só é possível, contudo, a uma taxa de juros real inferior à taxa de crescimento da economia, o que não tem sido a realidade, por exemplo, no Brasil. Trata-se, ainda, de circunstância pouco confiável, na medida em que ambas as taxas mencionadas se sujeitam a oscilações conjunturais.

Baleeiro aponta uma outra suposta semelhança entre o endividamento público e a tributação. Segundo ele, ambos ensejam “uma repartição de sacrifícios e uma redistribuição da renda nacional entre os diversos grupos da coletividade politicamente organizada”.⁵⁵ Contudo, mesmo nesse aspecto, as diferenças são muitas.

Na tributação, o sacrifício imposto é claro, na medida em que a extração de parcela da renda do contribuinte se dá de forma coercitiva e definitiva, sem uma necessária contraprestação equivalente em bens e serviços públicos.⁵⁶ Os “sa-

⁵⁵ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*, cit., p. 582.

⁵⁶ “Como alertou Franco Gallo (*Le ragioni del fisco: Etica e giustizia nella tassazione*), nos dias atuais já não seria possível, sequer sob a teoria econômica, um sistema de tributos baseado em critérios sinalagmáticos. A teoria do benefício, equivalência, contraprestação (*benefit theory*) consistia em uma equivalência entre os impostos pagos pelo contribuinte e as prestações recebidas do Estado. Segundo essa doutrina, os tributos deveriam ser cobrados de acordo com os benefícios recebidos do produto da arrecadação. Diversamente, cabe aos tributos a função de financiar a despesa pública com base em justiça distributiva e segundo a capacidade contributiva, conforme a chamada teoria do sacrifício. Thomas Nagel e Liam Murphy (*O Mito da propriedade*), igualmente examinam esses fundamentos para chegarem a semelhantes conclusões quanto à finalidade econômica dos tributos” (TORRES, Heleno Taveira. *Tributo precisa respeitar valores constitucionais. Consultor Jurídico*, 27 mar. 2013). As taxas são exceção. Porém, ainda que delas se exija o sinalagma, ou seja, uma correlação entre o valor cobrado e o custeio de um serviço público específico e divisível ou de uma atividade administrativa de poder polícia (art. 77 do CTN), não se faz necessária uma equivalência entre a quantia entregue ao Estado e proveito por ele proporcionado ao contribuinte. Esta, se houvesse, obstaria subsídios cruzados, contraditoriamente aos mandamentos constitucionais de isonomia e justiça distributiva, bem como

crificados” são identificáveis, na figura dos contribuintes. A redistribuição da renda opera-se na medida em que os recursos financeiros auferidos são empregados em despesas públicas que beneficiam em maior ou menor medida cada contribuinte, independentemente do montante dele cobrado, a depender das políticas públicas a ele dirigidas e dos bens e serviços públicos de que usufrua. O esperado, inclusive – em vista de uma compreensão material do princípio isonômico e da diretriz constitucional distributiva (art. 3º, III, da CR/1988) –, é que as políticas públicas tenham foco preferencial em grupos de menor capacidade econômica, cujo bem-estar depende em maior medida de bens e serviços públicos, ainda que esses grupos contribuam, ao menos em termos absolutos *per capita*, com uma parcela menor da arrecadação.

No endividamento público, por outro lado, inexistente uma captura coercitiva e definitiva de parcela da renda dos prestamistas. Estes entregam parte de seu patrimônio de forma voluntária e não definitiva, visando à restituição futura, acrescida, em regra, de juros compensatórios. Assim, ainda que o prestamista perca temporariamente a disponibilidade da quantia emprestada – em benefício de políticas públicas não necessariamente voltadas a grupos aos quais pertença –, o faz de forma transitória e com vistas a um retorno pessoal, consistente na destinação a si de parcela da renda nacional absorvida pela tributação futura (ou por novo endividamento), a título de juros.

Da dinâmica supradescrita extrai-se uma outra potencialidade do endividamento, que é possibilitar o financiamento presente da atividade estatal sem um concomitante ônus financeiro ao contribuinte, sob a forma de tributação. Posterga-se o sacrifício do contribuinte, conforme o vencimento da dívida assumida. Pode-se reconhecer assim, entre as funções do endividamento público, a *postergação do sacrifício econômico demandado para o financiamento da atividade estatal*, ou a sua *diluição temporal*, “em contraste com a tributação, que divide os mesmos gravames apenas entre indivíduos e classes do presente”.⁵⁷ Permite, desse modo, a *distribuição intergeracional dos ônus financeiros da atividade estatal*, especialmente justificável diante de despesas públicas aptas a gerar benefícios socioeconômicos duradouros, ou preponderantemente

ao princípio tributário da capacidade contributiva. Além disso, a lei tributária admite, por exemplo, a cobrança pela “utilização potencial” de um serviço público, o que, por si só, afasta uma necessária equivalência.

⁵⁷ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*, cit., p. 599.

futuros,⁵⁸ sob critério de *isonomia intergeracional*. Admite, por outro lado, que o Estado dele se utilize para o financiamento de seu consumo presente, sem maior proveito para as gerações vindouras, indo de encontro à desejada equidade intergeracional.

Por equivaler à *antecipação de receita futura*, o endividamento público tem por efeito, também, a *ampliação da capacidade financeira presente do Estado*, permitindo a realização de despesas de grande vulto, em especial investimentos públicos, sem prejudicar outras alocações financeiras, nem exigir do Estado uma poupança prévia, o que postergaria os benefícios sociais associados àquelas despesas.

Um outro papel relevante do endividamento público é a *garantia da continuidade de políticas e serviços públicos*, especialmente nos períodos de decréscimo arrecadatário.

A arrecadação tributária do Estado e mesmo suas receitas patrimoniais costumam variar de acordo com as oscilações próprias da economia, sujeita que é a movimentos cíclicos. A literatura econômica fala em *ciclos econômicos* ou *ciclos de negócios*, que, conforme explicação de Jeffrey Sachs e Felipe Larrain, “consiste[m] em expansões que ocorrem ao mesmo tempo em muitas atividades econômicas, seguidas por recessões, contrações e recuperações igualmente generalizadas, que se fundem com a fase de expansão do ciclo seguinte”. Trata-se de um movimento oscilatório natural da atividade econômica, repetitivo, porém não uniforme, seja quanto à intensidade, seja quanto à duração.⁵⁹

Por outro lado, as atividades estatais juridicamente estabelecidas são, de regra, de desempenho obrigatório – ressalvados os espaços de discricionariedade reservados ao gestor público –, por força da legalidade estrita a que se vincula a administração pública.⁶⁰ Logo, o não desempenho, sem que haja norma jurídica que lhe ampare, constitui, a princípio, situação antijurídica. A insuficiência de recursos financeiros (ou de recursos de qualquer outra natureza) não autoriza por si só a paralisação das atividades estatais.

⁵⁸ Marc Robinson cita como exemplo os “gastos massivos” com o financiamento do esforço de guerra, durante a Segunda Guerra Mundial, do qual grande parte do benefício foi fruído pelas gerações pós-guerra (ROBINSON, Marc. *Measuring Compliance with the Golden Rule*. *Fiscal Studies*, v. 19, nº 4, p. 447-462, 1998, p. 448).

⁵⁹ SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, cit., p. 554.

⁶⁰ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Curso de direito administrativo*. 14. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 103.

Eventual racionamento de recursos é possível, assim como a reavaliação de programas, com a suspensão ou mesmo a exclusão de alguns, desde que assim se faça pelos meios juridicamente adequados. Contudo, situações estritamente conjunturais não justificam a descontinuação de políticas públicas relevantes, sobretudo quando a consistência temporal constitua condição para o atingimento dos resultados pretendidos, inclusive como forma de evitar a dissipação dos recursos públicos anteriormente alocados, em coerência com o dever de eficiência do Estado.

Em tal contexto, o endividamento público se apresenta como instrumento à manutenção da regularidade da atividade do Estado. E, particularmente no que tange às políticas públicas voltadas à promoção e defesa dos direitos fundamentais, ele se presta a verdadeira *garantia de segurança jurídica* – ou segurança fiscal, conforme conceito que desenvolveremos no subtópico 4.5.2 –, além de constituir *instrumento de prevenção do retrocesso social*, em contexto de escasseamento conjuntural da receita pública.

O endividamento público tem função ainda – tão relevante quanto permeada por controvérsias – de servir de *instrumento financeiro de intervenção do Estado na economia*, sobre a qual discorreremos mais detidamente nos subtópicos seguintes.

2.3.1 A intervenção financeira do Estado na economia e a dívida pública

Conforme já mencionado no esboço histórico feito anteriormente, a partir da primeira metade do século XX, o endividamento público passou a ser compreendido, também, como importante instrumento de intervenção do Estado na economia. Mas não só ele. Todo o instrumental financeiro do Estado passou a ser utilizado, conforme diferentes teorias e escolas econômicas, visando à consecução de fins político-econômicos, de que são exemplos o combate à inflação, a promoção do crescimento econômico, a ampliação do emprego e da renda, a proteção da produção nacional e a redução da desigualdade social.⁶¹

A importância do manejo dos instrumentos financeiros do Estado para fins ditos “extrafiscais” foi destacada por Niklas Luhmann, em obra de 1965. Em suas palavras, o Estado, por sua dimensão financeira e sua capacidade de concentrar decisões de cunho econômico, “não pode permitir-se, como outros

⁶¹ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*, cit., p. 11; 33-34.

sujeitos econômicos, tomar o dinheiro simplesmente como meio para a obtenção de um fim”. O Estado “[...] deve tratar o dinheiro não só como meio para satisfazer necessidades, mas também como instituição altamente sensível, com efeitos complexos em todos os âmbitos da sociedade”.⁶² Assim, ao mesmo tempo em que se vislumbra uma atuação proativa do Estado – valendo-se de seus instrumentos financeiros para a correção de possíveis desarranjos macroeconômicos –, dele se exige prudência no desempenho de sua própria atividade financeira, de modo a prevenir interferências indesejadas, perturbadoras do equilíbrio macroeconômico.

Essa gestão dos instrumentos financeiros do Estado com foco específico em seus reflexos sobre a economia integra a chamada política macroeconômica. Como qualquer outra política de Estado, ela tem como premissa a consecução do interesse público, ou, em outros termos, do bem-estar social. A despeito desse objetivo geral, inexorável, os objetivos específicos da política macroeconômica sujeitam-se a escolhas políticas,⁶³ guiadas pelos parâmetros normativos existentes, sobretudo os constitucionais, bem como, desejavelmente, pela evidência científica. Contudo, o estudo da macroeconomia é especialmente permeado por controvérsias, em virtude, em boa medida, do sem-número de variáveis envolvidas nas análises macroeconômicas, o que impede, muitas vezes, que hipóteses sejam empírica e peremptoriamente refutadas.⁶⁴

Entre os possíveis objetivos de política macroeconômica, dois podem ser apontados como de aceitação mais geral, conforme Jeffrey Sachs e Felipe Larraín: a maximização do emprego e a minimização da inflação. São, assim, os dois principais fins de política macroeconômica, ainda que conflitantes sob determinadas circunstâncias. Porém, apesar de haver razoável consenso a seu

⁶² LUHMANN, Niklas. *Los derechos fundamentales como institución*. Aportación a la sociología política. México: Universidad Iberoamericana, 2010. p. 216-217 (tradução livre).

⁶³ STIGLITZ, Joseph E.; ROSENGARD, Jay K. *La economía del sector público*. 4. ed. Barcelona: Antoni Bosch, 2015. p. 63.

⁶⁴ “Statistical analysis of the world is muddled by the vast number of variables, many of which are correlated with the thing whose effect the economist is trying to isolate. Macroeconomic arguments tend not to produce winners and losers: only those with more influence and those with less. Post-Keynesian ideas were never proven false, unlike the Ptolemaic model of the solar system. Rather, they declined in status as mainstream Keynesianism rose.” (Is MODERN monetary theory nutty or essential? *The Economist*, Londres, v. 430, nº 9134, 14 mar. 2019).

respeito, persistem controvérsias quanto aos patamares ótimos a serem perseguidos, bem como quanto aos meios mais adequados para fazê-lo.⁶⁵

Inflação, tal como conceitua Olivier Blanchard, consiste em “uma elevação sustentada do nível geral de preços da economia” e, por consequência, em uma depreciação do valor relativo da moeda, em face dos preços de bens e serviços, que passam a ser expressados em quantidade maior de moeda. Simetricamente, mas em sentido contrário, a *deflação* consiste em “uma queda sustentada do nível de preços”, correspondente “a uma taxa de inflação negativa”.⁶⁶

Os determinantes da inflação não são inequívocos. Sob um enfoque quantitativo, o nível de preços seria determinado pela quantidade de moeda em circulação. Em outros termos, o valor da moeda seria dado pela relação entre oferta e demanda monetária. Assim, o crescimento da oferta de moeda determinaria a taxa de inflação. No entanto, modernamente, a teoria quantitativa cedeu lugar a abordagens que enxergam a pressão da demanda agregada da economia sobre a capacidade produtiva instalada como principal determinante da inflação,⁶⁷ sem desprezar, contudo, os efeitos da variação da oferta monetária. Dá-se, hoje, também, especial relevância aos efeitos das expectativas sobre os níveis futuros de preços.

A teoria macroeconômica tem por premissa a existência de taxas naturais de emprego e produto. A taxa natural de emprego seria aquela “em que o nível de preços efetivo é igual ao nível esperado de preços” ou “em que a taxa de inflação efetiva é igual à taxa de inflação esperada”.⁶⁸ Ou seja, sob uma taxa natural de emprego, a inflação seria determinada sobretudo pelas expectativas. Estando o emprego acima de sua taxa natural, o efeito sobre a demanda agregada refletir-se-ia em aceleração inflacionária. Estando abaixo, haveria efeito contrário, deflacionário. A taxa natural de produto, por sua vez, corresponderia ao nível de produção, de atividade econômica, estando o emprego em seu nível natural.⁶⁹

Tais taxas naturais seriam coerentes com as condições estruturais da economia de cada país em um dado momento (por isso serem chamadas também de

⁶⁵ SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, cit., p. 636.

⁶⁶ BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*, cit., p. 25.

⁶⁷ Idem, p. 487-492.

⁶⁸ Idem, p. 154.

⁶⁹ Idem, p. 115.

taxas estruturais). Seriam, portanto, variáveis no tempo, como o são as condições estruturais da economia, determinada por fatores como produtividade e capital humano. São, contudo, “variáveis não observáveis”, já que, na prática, o que se observa são as taxas efetivas,⁷⁰ impactadas pela conjuntura. As taxas naturais são, desse modo, somente estimáveis, conforme diferentes modelos teóricos.

Os níveis de emprego e produto sujeitar-se-iam, ainda, a “mecanismos automáticos de estabilização”, que ensejariam o tendencial retorno daqueles componentes cíclicos aos seus níveis naturais no médio prazo, e à estabilização da taxa de inflação, ainda que em um novo patamar (maior ou menor, caso estivesse o emprego, respectivamente, acima ou abaixo de seu nível natural), o que tornaria contraproducente uma constante perseguição de patamares de emprego e produto sobrelevados, relativamente a seus níveis estruturais estimados.⁷¹⁻⁷²

A despeito desses “mecanismos automáticos de estabilização”, em situações de desequilíbrio, a intervenção do Estado justifica-se como forma de amenizar as naturais oscilações do ciclo econômico, quanto a sua duração e intensidade, particularmente aquelas descendentes, pelo seu efeito gravoso sobre o emprego e o bem-estar coletivo. Além disso, os mecanismos automáticos de estabilização podem não funcionar como o esperado, tornando premente alguma providência do Estado.⁷³

A intervenção justifica-se, também, como forma de assegurar níveis de inflação baixos e estáveis, diante dos efeitos deletérios da instabilidade de preços, sob os aspectos social e econômico.

Dado que o nível de emprego responde, em tese, à demanda agregada da economia, existe uma correlação positiva entre emprego e demanda, podendo esta ser influenciada pelo Estado, por meio de seus instrumentos financeiros. São duas, em termos mais gerais, as políticas macroeconômicas de administração da demanda, conforme aponta Cardim de Carvalho: a *política monetária*, “por onde os agentes econômicos são induzidos a ajustar suas demandas por

⁷⁰ BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*, cit., p. 111; 153-158.

⁷¹ Idem, p. 421-422.

⁷² Apesar da explicação teórica, tem-se observado, em alguns países desenvolvidos, uma aparente perda da correlação entre níveis altos de emprego e elevação da inflação, sobre cujas razões ainda há muita especulação, levando a discussões quanto a possível mudança nas ditas taxas naturais (ou estruturais) e mesmo a questionamentos quanto aos fundamentos da teoria macroeconômica dominante.

⁷³ Idem, p. 423.

movimentos de preços relativos dos ativos (taxas de juros)”, e a *política fiscal*, por meio da qual o Estado pode impactar diretamente a demanda, pela calibragem dos seus gastos, ou indiretamente, pelo manejo da tributação e, consequentemente, da renda disponível dos agentes privados.⁷⁴

Passaremos, a seguir, a melhor explicar as políticas fiscal e monetária.

2.3.1.1 A *política fiscal*

Segundo Gilmar Ferreira Mendes e Celso de Barros Correia Neto, *política fiscal* consiste na “definição dos objetivos e das diretrizes gerais a serem perseguidos pela atividade financeira do Estado, seja no que se refere às receitas, seja no que se refere às despesas”. A expressão abarcaria, portanto, “o conjunto de atos e deliberações” que antecedem a execução da atividade financeira, “que lhe dá sentido e direção”,⁷⁵ ou, em outros termos, o planejamento que a antecede.

As funções a que se destinam esse planejamento podem ser divididas em três categorias: (i) uma função alocativa propriamente dita, destinada ao provimento de bens e serviços públicos; (ii) uma função redistributiva de renda, orientada por critérios de justiça e equidade; e (iii) uma função estabilizadora, voltada a assegurar a estabilidade macroeconômica, tanto quanto possível, prevenindo riscos a ela associados e amortecendo os efeitos dos naturais ciclos econômicos. A maximização do emprego e a minimização (e estabilização) da inflação são objetivos específicos comuns a tal função estabilizadora.⁷⁶

Optamos, neste trabalho, por utilizarmos a expressão *política fiscal* em sentido estrito, para designar especificamente o planejamento associado à função estabilizadora supraindicada. Quanto aos “atos e deliberações” que, de maneira geral, antecedem a execução da atividade financeira do Estado, independentemente da função a que associados, a eles nos referiremos genericamente como *planejamento fiscal* ou *planejamento fiscal-orçamentário*. Utilizaremos, ainda, a expressão *gestão fiscal* para designar, também genericamente, a atividade financeira em seu todo, abrangendo planejamento e execução.

⁷⁴ CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana, cit., p. 14.

⁷⁵ MENDES, Gilmar Ferreira; CORREIA NETO, Celso de Barros. Transparência fiscal. In: NASCIMENTO, Carlos Valder do; MENDES, Gilmar Ferreira; MARTINS, Ives Gandra da Silva (coords.). *Tratado de direito financeiro*, v. 1. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 183-184.

⁷⁶ STIGLITZ, Joseph E.; ROSENGARD, Jay K. *La economía del sector público*.

Sob a acepção estrita ora adotada, a política fiscal se vale da calibragem do gasto público e do manejo da tributação como forma de administrar a demanda agregada da economia, objetivando influenciar os níveis de atividade econômica, emprego e inflação.

O aumento do gasto público e a redução da tributação, caracterizadores de uma “expansão fiscal”, têm por consequência, tudo o mais constante, a expansão da demanda agregada, ainda que no curto prazo,⁷⁷ pela ampliação da demanda do setor público e maior disponibilidade de renda para os particulares. Conforme explica a teoria econômica, seus efeitos são distribuídos entre o aumento da atividade econômica (e consequentemente do emprego) e a elevação de preços (inflação), a depender da conjuntura:⁷⁸ quanto mais distante a produção estiver da plena utilização da capacidade produtiva instalada – ou, em outros termos, quanto maior for a “capacidade ociosa” –, maior o impulso sobre o produto e menor sobre a inflação. Em outros termos, a expansão fiscal tende a mostrar melhores resultados em cenário de oscilação descendente do ciclo econômico, em que haja capacidade produtiva ociosa, hipótese em que atua de forma anticíclica. O impacto fiscal, consistente em uma esperada elevação inicial do déficit público (e da dívida), poderá ser, em maior ou menor medida, compensado pelo estímulo à atividade econômica e seu reflexo sobre a arrecadação tributária.

A redução do gasto público e a majoração de tributos, em sentido contrário, têm por efeito esperado o arrefecimento da demanda agregada, servindo à

⁷⁷ Isso porque a maior disponibilidade monetária potencialmente ocasionará uma elevação da taxa de juros de mercado, o que conduzirá a um arrefecimento dos investimentos (e do consumo) privado, neutralizando, no médio prazo, os efeitos da expansão fiscal anterior. Por outro lado, tal como adverte Leonardo Romero Marino, “a expansão continuada dos gastos públicos em proporção à atividade econômica total tem efeitos prejudiciais sobre o crescimento, a médio e longo prazo [...]. Pela influência a longo prazo dos gastos públicos na elevação da taxa de juros, um crescimento exagerado do Estado deixa o país com um estoque menor de capital produtivo [sobretudo quando o aumento do gasto é dissociado do investimento público]. Nessa situação, o trabalho humano será um fator de produção mais abundante em relação ao capital, tornando relativamente menores a produtividade do trabalho e os salários. Isso contribui para uma maior concentração de renda, para uma menor renda per capita, e para uma menor possibilidade de concretização de direitos fundamentais e liberdades humanas, violando o artigo 3º, incisos II e III, da Constituição Federal” (MARINO, Leonardo Romero. Moldando a “reserva do possível” no tempo: a sustentabilidade fiscal como direito difuso fundamental. *Revista Brasileira de Políticas Públicas*, Brasília, v. 5, nº 1, p. 170-193, p. 177, 2015).

⁷⁸ SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, cit., p. 390-392.

contenção da inflação, com esperados efeitos negativos de curto prazo sobre produto e emprego. Caracterizam, assim, uma política fiscal contracionista. Servem também ao saneamento das contas públicas, quando o nível de endividamento, assim como a sua trajetória, motivarem preocupações quanto à sustentabilidade financeira e à solvência do Estado.

Para além da existência de capacidade ociosa, a eficiência de uma expansão fiscal, em termos de estímulos econômicos, varia, também, de acordo com a forma adotada, bem como em razão das expectativas dos agentes privados, pois, a depender destas, a expansão fiscal pode simplesmente não gerar o efeito esperado sobre a atividade econômica.

Segundo Cardim de Carvalho, o impacto da política fiscal expansionista “se dá através dos comportamentos que induz, mas estes, por sua vez, dependem de como os agentes econômicos interpretam os estímulos recebidos”. Para Keynes, um dos pilares do estímulo fiscal é a geração de expectativas empresariais positivas, quanto à disposição (e capacidade) do Estado de manter a demanda em níveis suficientes à remuneração dos investimentos privados.⁷⁹

Contudo, isso pode não ocorrer diante de um quadro de expectativas adversas, sobretudo quanto à sustentabilidade financeira do Estado, levando os agentes privados a anteverem a conversão da política fiscal expansionista, em uma dinâmica dita ricardiana, em que a expansão fiscal de hoje é associada a uma contração fiscal futura compensatória, despertando cautela entre empresários e consumidores, que optam por não converter o acréscimo de renda em consumo e investimento, mas em “poupança precaucionária”.⁸⁰

Quanto à forma, existe razoável consenso de que a ampliação do gasto público é, em regra, mais eficiente quando focada em investimentos, sobretudo nos de maior retorno potencial, como aqueles adequados ao enfrentamento de gargalos de infraestrutura, que prejudicam a produtividade da economia. Contudo, nem todo investimento público tem esse potencial, podendo significar uma alocação ineficiente de recursos públicos (não apenas daqueles dirigidos à concretização do investimento, mas, também, das subsequentes despesas de custeio associadas). Por outro lado, determinadas políticas públicas (em áreas como educação, saúde, ciência e tecnologia), a despeito de envolverem pre-

⁷⁹ CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana, cit., p. 7; 20.

⁸⁰ Daí Cardim de Carvalho defender que o equilíbrio fiscal não é aspecto de menor relevância para a teoria keynesiana, conforme afirmam alguns (Idem, p. 17-19).

ponderantemente despesas correntes, podem trazer, além do desejado retorno social, elevado retorno econômico, em termos de produtividade.

A opção pelo investimento público como melhor canal de expansão fiscal era defendida por Keynes, também, em razão da maior flexibilidade das despesas de capital, que “poderia[m] ter o seu ritmo de implementação variado conforme a conjuntura”.⁸¹

Algo semelhante ocorre com a tributação. Sua redução pode se dar de diferentes formas, podendo variar quanto aos tributos alcançados e quanto aos extratos sociais e setores econômicos mais ou menos impactados, com diferentes reflexos sobre a eficiência socioeconômica da medida.

A dinâmica financeira do Estado pode apresentar, ainda, um efeito estabilizador automático, a depender de quão sensíveis são as receitas e despesas às oscilações do ciclo econômico. Isso se deve a uma redução da arrecadação tributária proporcionalmente maior que a contração da atividade econômica, em virtude, por exemplo, do efeito de tributos progressivos, para os quais a queda da renda se reflete em menores alíquotas e em redução proporcionalmente maior dos valores a serem pagos; de tributos atrelados ao lucro das empresas, o qual tende a cair muito mais fortemente do que o faturamento; e mesmo da postergação do pagamento de tributos, como opção adotada pelos agentes econômicos para melhor manejar suas disponibilidades reduzidas. Fenômeno semelhante pode se operar em relação a algumas despesas, como as de seguro-desemprego e assistência social, que podem se elevar de forma automática em virtude da perda de emprego e renda, conforme os critérios eletivos predefinidos dos respectivos programas sociais. Daí resulta, em algum nível, um efeito fiscal expansionista automático. E o efeito contrário, contracionista, pode ser observado em momentos de aceleração econômica. Fala-se, por isso, em “estabilizadores fiscais automáticos”.⁸²

O endividamento público tem importante papel na instrumentalização de uma política fiscal expansionista, seja por simplesmente permitir o financiamento de um déficit naturalmente emergente (ou majorado) em cenários de retração cíclica da atividade econômica, seja pela viabilização de uma política expansionista pró-ativa, voltada ao estímulo da demanda.

⁸¹ CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana, cit., p. 22.

⁸² SILVIA, John; IQBAL, Azhar. Monetary Policy, Fiscal Policy, and Confidence. *International Journal of Economics and Finance*, v. 3, nº 4, p. 22-35, p. 27, set. 2011.

O suprimento do déficit orçamentário por meio do crédito público previne a utilização de outros meios, de ordinário mais gravosos, como o financiamento monetário, pela emissão de moeda – ou outra operação de efeito equivalente⁸³ –, e a alienação de ativos estratégicos⁸⁴ e evita o efeito contracionista do corte de gastos e da elevação da carga tributária, estando-se já diante de um cenário de contração cíclica.

2.3.1.2 A política monetária

Conforme expõe Frederic Mishkin, a partir de 1960, a política fiscal perdeu importância como mecanismo de estabilização econômica, diante da difusão de déficits orçamentários altos e persistentes, os quais agregariam teoricamente maior risco ao manejo da política fiscal. Esses déficits, se, por um lado, mostram-se de difícil contenção, sobretudo em termos políticos, obstaculizando a adoção de medidas fiscais constritivas, por outro, criam resistência à adoção de medidas de expansão fiscal, que, na prática, os aprofundariam.

Assim, a política monetária, que não se encontra sujeita às mesmas amarras, despontou como alternativa mais viável de persecução da estabilidade macroeconômica.⁸⁵

Hoje, contudo, ambas são, cada vez mais, vistas como complementares, conforme demonstraram as abordagens mais bem sucedidas de enfrentamento da crise de 2008.⁸⁶ No contexto da pandemia do coronavírus, a mesma fórmula

⁸³ Sobre o financiamento monetário, conferir nota de rodapé 184. Sobre os efeitos socioeconômicos do descontrole inflacionário (possível consequência do financiamento monetário), conferir subtópico 4.2.1.

⁸⁴ A alienação de ativos motivada por razões estritamente fiscais não é ideal, sendo preferível a opção pelo endividamento, estando o país em um patamar seguro de dívida pública. Existem, contudo, outros objetivos que podem justificar a opção pela alienação de ativos públicos, como, por exemplo, a melhoria da produtividade de determinado setor, pela ampliação da competição privada (possivelmente inibida, quando não excluída, pela atuação estatal), e o aproveitamento da disponibilidade do capital privado para ampliar o potencial de investimento em determinada atividade econômica, ou como forma de possibilitar a realocação dos recursos públicos para outras áreas mais carentes e prioritárias.

⁸⁵ MISHKIN, Frederic S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n° 4, p. 3-10, p. 3, 1995.

⁸⁶ SILVIA, John; IQBAL, Azhar. Monetary Policy, Fiscal Policy, and Confidence, cit., p. 22-23.

foi adotada por diversos países, para o enfrentamento da crise econômica, sobretudo pelas economias avançadas.

A política monetária envolve o manejo direto da quantidade de moeda, ou indireto, via preços relativos (juros), como forma de impactar a demanda agregada. Tem como premissa que uma maior disponibilidade de moeda conduz, em condições normais, ao aumento da demanda agregada e, potencialmente, do crescimento econômico de curto prazo, do emprego e da inflação. Em sentido contrário, uma menor disponibilidade de moeda leva a uma contração da demanda agregada e, potencialmente, do produto e da inflação.⁸⁷

A política monetária é executada no Brasil, assim como na maioria dos países, por um Banco Central, na condição de autoridade monetária, como forma de separá-la da execução da política fiscal, a cargo da autoridade fiscal, integrada esta última à direção superior da administração pública. O objetivo é evitar interferências indesejadas entre ambas⁸⁸ e assegurar à primeira uma condução menos suscetível a interesses político-eleitorais de curto prazo, sem prejuízo de sua necessária vinculação a diretriz política, definida em lei ou, como ocorre no Brasil, por agentes políticos do Poder Executivo, os componentes do Conselho Monetário Nacional (CMN),⁸⁹⁻⁹⁰ o que lhe garante, em tese, democraticidade.

Segundo Blanchard, os Bancos Centrais, em sua maioria, executam a política monetária pelo estabelecimento de uma meta para a taxa de juros (de curto prazo), a qual perseguem, principalmente, pela compra e venda de títulos públicos, em operações de mercado aberto.⁹¹ Interferem, assim, na relação entre oferta e demanda e, conseqüentemente, nos preços dos títulos públicos. O preço de um título determina a taxa de juros correspondente, representada pela

⁸⁷ SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, cit., p. 392.

⁸⁸ PARREIRAS, Maria Araujo. *A estrutura institucional da dívida pública brasileira e seus impactos sobre a gestão da política monetária: uma análise empírica do regime de metas para a inflação*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2007.

⁸⁹ Art. 2º da LC 179/2021 (“As metas de política monetária serão estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas”).

⁹⁰ A composição do conselho é estabelecida na Lei 9.069/1995 (e alterações), integrado pelo Presidente do Banco Central e agentes políticos da área econômica do governo.

⁹¹ BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*, cit., p. 62-64.

diferença entre o valor pago pelo título e o seu valor de face, que designa o seu valor de regaste, equivalente à promessa de pagamento futuro nele contida.

A compra de títulos públicos pelo Banco Central é feita com moeda, criada pela própria autoridade monetária e entregue a quem detinha o título, que, desta forma, é posta em circulação. Ocasiona, portanto, a ampliação da oferta monetária. A venda de títulos públicos pelo Banco Central, por sua vez, retira de circulação a moeda recebida em pagamento, diminuindo a oferta monetária.⁹²

No Brasil, a competência do Banco Central para a compra e venda de títulos públicos com o objetivo de regular a oferta de moeda e a taxa de juros é constitucionalmente estabelecida (art. 164, § 2º, da CR/1988). Conforme regulamentação infraconstitucional, o estabelecimento da meta para a taxa básica de juros incumbe ao Banco Central, tendo como diretriz a meta de inflação definida para cada ano pelo CMN.⁹³

Nesse sentido, o controle inflacionário se coloca como principal diretriz da política monetária brasileira, como hoje expressa o art. 1º da LC 179/2021 e conforme é a prática entre muitos países desenvolvidos e emergentes.⁹⁴

⁹² BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*, cit., p. 62. No mesmo sentido, SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, cit., p. 274.

⁹³ O Decreto 3.088/1999, do Presidente da República, estabeleceu o “regime de metas para a inflação”, atribuindo ao CMN o estabelecimento das metas para cada ano, conforme sua competência legal, traçada em termos gerais na Lei 4.595/1964. Mais recentemente, a LC 179/2021 reforçou, em seu art. 2º, a competência do CMN para estabelecer as metas de política monetária.

⁹⁴ “The first country to adopt inflation targeting was New Zealand. The only central banks to have stopped inflation targeting once they started it are Finland, Spain, and the Slovak Republic—in each case after they adopted the euro as their domestic currency. Armenia, the Czech Republic, Hungary, and Poland adopted inflation targeting while they were making the transition from centrally planned to market economies. Several emerging market economies adopted inflation targeting after the 1997 crisis, which forced a number of countries to abandon fixed exchange rate pegs.

There are also a number of central banks in more advanced economies—including the European Central Bank and the US Federal Reserve—that have adopted many of the main elements of inflation targeting but do not officially call themselves inflation targeters. These central banks are committed to achieving low inflation, but some do not announce explicit numerical targets (there are exceptions, such as the United States, which explicitly adopted an inflation target of 2 percent in 2012) or have other objectives, such as promoting maximum employment and moderate long-term interest rates, in addition to stable prices.”

A política monetária tem parte importante na definição do custo fiscal da dívida pública federal. Isso porque a taxa de juros estabelecida pelo Banco Central se reflete na taxa de juros média incidente sobre a dívida pública federal. O impacto é direto sobre títulos públicos cuja remuneração é indexada à taxa básica de juros, que representam parcela bastante significativa da dívida pública federal (38,9%, ao final de 2019,⁹⁵ e 34,8%, ao final de 2020⁹⁶). Em relação a outros títulos, ainda que não tenham a remuneração atrelada à taxa básica de juros, os respectivos preços de emissão tendem a acompanhar o movimento desta.

O custo fiscal da política monetária tem sido elevado no Brasil, diante das altas taxas de juros praticadas – mesmo quando comparadas às de outros países emergentes – desde a implementação do Plano Real. Foram os juros, inclusive, o maior fator de elevação da dívida pública federal no período que se seguiu, exigindo do governo federal maior esforço fiscal para a contenção do crescimento da dívida pública.⁹⁷

Além dos exemplos extraídos do trecho acima, também adotam metas de inflação como principal diretriz de política monetária Canadá, Reino Unido, Austrália, Suécia, Israel, Chile, Colômbia, África do Sul, Tailândia, México, Irlanda, Coreia do Sul, Noruega, Peru, Filipinas, Indonésia, Uruguai, Paraguai, Japão, Índia, Rússia, entre outros (JAHAN, Sarwat. *Inflation Targeting: Holding the Line. Finance & Development*. Washington-DC: FMI, 2017).

Ainda que alguns Bancos Centrais apresentem mais de um objetivo a que se orienta sua atividade operacional – como é o caso do norte-americano, que tem duplo mandato, de emprego e inflação, e, mais recentemente, do Brasil (art. 1º, par. único, da LC 179/2021) – a definição de um único mandato ou de um mandato primário, prioritário, é mais comum e defendida como forma de restringir a discricionariedade política da autoridade monetária, já que a conjugação de dois mandatos, potencialmente conflitantes, envolve possíveis *trade-offs* (LAURENS, Bernard; DE LA PIEDRA, Enrique G. *Coordination of Monetary and Fiscal Policies*. IMF Working Paper nº 98/25. Washington-DC: FMI, 1998, p. 18) ou, em outros termos, priorizações circunstanciais, consubstanciadoras de típicas escolhas políticas, desbordando de uma autonomia que se pretende estritamente técnica (apesar de críticos apontarem escolhas políticas mesmo dentro do repertório de atuação de um Banco Central de mandato único).

⁹⁵ BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2019 (n. 17). Brasília: STN, 2020.

⁹⁶ BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2020 (n. 18). Brasília: STN, 2021.

⁹⁷ Conforme Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 47, de setembro de 2018, no período entre 2003 e 2013, a incorporação de juros, em termos acumulados, contribuiu para uma elevação em 65 pontos percentuais na relação entre Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB, contrabalanceada por outros fatores condicionantes, que contribuíram para o

O economista Marcos Mendes aponta como causa dos juros persistentemente altos um excesso crônico de demanda, decorrente de uma despesa pública elevada e crescente, e com pouca contrapartida em investimentos públicos, capazes de contribuir para uma elevação da capacidade produtiva. Outro fator seriam as expectativas, que, contaminadas pelo histórico de descontrole inflacionário, imporiam uma inércia inflacionária.⁹⁸ Conforme advertem Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, “um país com maus antecedentes de inflação precisará manter a inflação baixa durante muito tempo antes de reduzir significativamente a probabilidade de outro espasmo de inflação”, o que pode exigir, de fato, a manutenção de política econômica minimamente contracionista.⁹⁹

Não obstante o retrospecto, a taxa básica de juros vinha caindo notavelmente, tendo alcançado o patamar nominal de 4,25% em 05/02/2020, menor marca histórica até então – antes dos drásticos efeitos econômicos da pandemia da Covid-19, em face dos quais a taxa foi fortemente reduzida, chegando a 2% em 05/08/2020 –, sem que especialistas então vislumbrassem pressões inflacionárias relevantes. Isso, porém, diante de um quadro econômico de demanda desaquecida e grande capacidade produtiva ociosa, além de um cenário internacional de juros baixos¹⁰⁰ (sem prejuízo dos reconhecidos avanços macroe-

decrécimo. Trata-se, de longe, do principal fator condicionante do crescimento da DLSP no período (BRASIL. Banco Central do Brasil. Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 47: Fatores condicionantes da evolução da dívida pública (Nota Metodológica). Brasília, set. 2018. p. 16-18).

⁹⁸ MENDES, Marcos José. *Por que o Brasil cresce pouco?*, cit., p. 38-39.

⁹⁹ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*, cit., p. 190.

¹⁰⁰ Enquanto o atual quadro brasileiro de juros e inflação baixos admite entre suas causas os atuais patamares de emprego e produto bastante aquém do estrutural, o mesmo não se pode dizer das ditas economias avançadas, em que a expansão monetária desassociada de pressões inflacionárias tem desafiado dogmas, mesmo em países que apresentam hoje seus menores níveis de desemprego. Segundo dados veiculados pela revista *The Economist* (THE END OF INFLATION? *The Economist*, Londres, v. 433, nº 9164 (Special Report: The world economy), p. 1-12, 12 out. 2019), 2/3 dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – a maioria deles dentre as economias mais desenvolvidas –, muito ao contrário do Brasil, apresentam nível de emprego recorde, juros baixíssimos – nominalmente negativos em alguns casos, como no Japão e na Europa, ou próximos disso, sem que se vislumbrem pressões inflacionárias relevantes.

A notória *Modern Monetary Theory* (MMT), ainda bastante controversa, é bom exemplo de contestação da dogmática macroeconômica tradicional. Dentre os dogmas por ela refu-

conômicos recentes, que se refletiam, àquele momento, em projeções de juros futuros igualmente baixos).

Hoje, o cenário já é outro. Com o arrefecimento paulatino da pandemia, observou-se uma inesperada elevação da inflação ao redor do mundo, ainda que de forma desigual entre os países. Isso se deveu a uma retomada da demanda mais rápida do que a esperada, a qual encontrou cadeias produtivas desarranjadas, fatores produtivos ainda não plenamente realocados e, portanto, uma oferta deficiente, entre outros fatores que vêm sendo considerados.¹⁰¹

As expectativas inflacionárias mais bem ancoradas de países economicamente avançados, como os EUA e os europeus, permitiram que suas autoridades monetárias se abstivessem, até aqui, de elevar juros. Contudo, existe algum receio de persistência da pressão inflacionária.¹⁰²

Já, para os países emergentes, a ancoragem das expectativas não é a mesma, especialmente para aqueles com histórico inflacionário. O problema é ainda agravado pela depreciação de suas moedas frente ao dólar, diante da perspectiva de elevação da taxa básica de juros americana, ainda que não imediata. Em julho de 2021, Brasil, Hungria, México e Rússia já haviam elevado suas taxas de juros.¹⁰³

No Brasil, em verdade, a depreciação cambial foi significativamente superior à média dos demais países emergentes (em virtude do cenário de risco), o

tados está a premissa de que excesso de moeda provoca inflação. Conforme compreensão propagada por André Lara Resende, a inflação não seria resultado do excesso de moeda. Resultaria, sim, do excesso de demanda agregada, de eventual choque negativo de oferta e, sobretudo, das expectativas de inflação, que, segundo ele, seriam capazes de ocasionar por si só inflação alta, mesmo ausente de fatores macroeconômicos objetivos para tanto.

Nesse sentido, a MMT defende o financiamento monetário do Estado, por não vislumbrar, necessariamente, uma reação inflacionária. Não advoga, porém, o gasto público ilimitado. Para ela, a expansão fiscal de um Estado emissor de moeda encontra limite não na disponibilidade financeira, mas na capacidade produtiva instalada, para além da qual a demanda agregada geraria inflação. Nessa linha, a tributação estatal não serviria propriamente para angariar fundos, mas “para retirar poder aquisitivo da economia e abrir espaço para que [o Estado] possa aumentar os seus gastos, sem pressionar a capacidade instalada” (RESENDE, André Lara. Consenso e contrassenso: déficit, dívida e previdência. *Valor Econômico*. São Paulo, 8 mar. 2019).

¹⁰¹ WILL SURPRISINGLY high global inflation last? *The Economist*, Londres, 10 jul. 2021.

¹⁰² Idem.

¹⁰³ Idem.

que, aliado ao histórico inflacionário do país, tem levado a taxa básica de juros a sucessivos aumentos.

Enquanto, para a média dos países emergentes, a expectativa do FMI era, em novembro de 2021, de uma inflação de 5,8% no ano, para o Brasil ela era de 10,2%.¹⁰⁴

O quadro atual reforça a compreensão de que a manutenção de taxas de juros mais razoáveis no Brasil, de forma duradoura e sem maiores riscos inflacionários, ainda é um desafio que se impõe a nossa política econômica, para o qual inexiste solução simples, tampouco isenta de controvérsia. Trata-se de tema de notória preocupação entre economistas brasileiros e objeto de vasta produção acadêmica.

2.4 A questão do tamanho da dívida e o risco de *default*

Não obstante o interesse público subjacente ao endividamento público, o seu manejo envolve custos e riscos. Ambos serão tendencialmente maiores quanto maior for a dívida. O custo mais elevado decorre da sobreposição de obrigações financeiras, que oneram mais e mais o orçamento público, mas também do aumento do “prêmio de risco” exigido pelos credores, ou, em outros termos, do aumento das taxas de juros associadas às operações de crédito realizadas pelo Estado, em virtude de uma maior percepção de risco de inadimplemento.

O endividamento público excessivo tem o potencial de desencadear a deterioração do crédito público, da confiança dos credores na capacidade futura do Estado – ou mesmo na sua disposição – de continuar a honrar suas obrigações debitorias, considerando o custo fiscal cada vez mais alto a elas associado. Isso faz com que menos prestamistas estejam dispostos a emprestar e com que aqueles que estejam passem a exigir condições mais vantajosas e seguras, na forma de juros mais altos e prazos de vencimento mais curtos, ampliando, em contrapartida, os fatores de risco da dívida pública. A deterioração do crédito pode resultar no seu escasseamento, trazendo dificuldades para a tomada de novos empréstimos pelo Estado e, assim, para a continuidade do financiamento de seus déficits e refinanciamento da dívida pública preexistente.

¹⁰⁴ CAUTIONARY tales from high-inflation emerging economies. *The Economist*, Londres, 6 nov. 2021.

Esse cenário, conforme alerta Élica Graziane Pinto, “traz consigo uma asfixia de recursos, porquanto o Estado tem margens limitadas para expansão de suas receitas (notadamente tributárias)”,¹⁰⁵ reduzindo a própria capacidade do Estado de executar políticas públicas, a não ser recorrendo a um fluxo cada vez maior de endividamento, em termos, em princípio, pouco sustentáveis.

Diz-se haver uma *crise de confiança* quando o comprometimento da credibilidade do Estado-devedor é tal que leva ao escasseamento do crédito público e a aguda majoração do custo de endividamento, tornando cada vez mais provável o temido inadimplemento e, portanto, uma *crise da dívida*. Tem-se uma espécie de “profecia autorrealizável”, na medida em que o acontecimento que se teme torna-se tão mais provável quanto maior o temor.

Olivier Blanchard, Álvaro Leandro e Jeromin Zettelmeyer explicam que, além do risco de inadimplemento, existem outros canais por meio dos quais a elevação do endividamento pode ensejar o aumento da taxa de juros, basicamente por razões de oferta e demanda.¹⁰⁶ Nesses casos, porém, o impacto é dado pelo fluxo de endividamento, em virtude de um déficit relevante, e não propriamente pelo volume acumulado de dívida (ainda que os juros sobre ela incidentes possam figurar entre as principais causas de um déficit excessivo).

Uma dívida pública elevada e crescente, em razão de um déficit expressivo e persistente, é forte indicativo de insustentabilidade fiscal, gerando receio de uma futura deterioração do crédito público (*crise de confiança*) ou, no mínimo, de guinada contracionista da política fiscal, com o objetivo de saneamento do quadro de desequilíbrio.¹⁰⁷ Isso tende a minar as expectativas privadas, em virtude de uma esperada maior drenagem tributária e menor irrigação da economia por meio do gasto público –, gerando cautela em empresários e consumidores, desestimulando a demanda e, particularmente, o investimento privado, com consequências sobre o crescimento econômico.

É bem verdade que muitos dos países economicamente avançados convivem hoje com dívidas elevadas e taxas de juros baixas, em muitos casos negati-

¹⁰⁵ PINTO, Élica Graziane. *Financiamento de direitos fundamentais: políticas públicas vinculadas, estabilização monetária e conflito distributivo no orçamento da União do pós-Plano Real*. Belo Horizonte: O Lutador, 2010. p. 162.

¹⁰⁶ BLANCHARD, Olivier; LEANDRO, Álvaro; ZETTELMEYER, Jeromin. *Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards*. Working Paper nº 21-1. Washington-DC: Peterson Institute for International Economics, 2021. p. 9.

¹⁰⁷ MARINO, Leonardo Romero. Moldando a “reserva do possível” no tempo, cit., p. 174.

vas, em termos reais e até mesmo nominais. Blanchard, Leandro e Zettelmeyer advertem que desse quadro não se deve extrair que o tamanho da dívida não tem impacto sobre os juros, mas sim que outros fatores têm atuado para mantê-los nos patamares presentes, a despeito dos altos índices de endividamento.¹⁰⁸

Charles Wyplosz pontua que dívidas públicas podem crescer significativamente sem aparentemente serem notadas, ou seja, sem que sejam levantados maiores questionamentos quanto à solvência do Estado, até que um dia o sejam, em razão de algum gatilho, configurando-se, assim, um cenário repentino de crise, em que se conjugam dívida pública alta, orçamento excessivamente deficitário e escasseamento do crédito, quando não a sua quase perda.¹⁰⁹

Não obstante, no atual cenário macroeconômico internacional, prevalece o diagnóstico de que tal risco seria baixo no que tange às economias avançadas, diante das previsões de continuidade dos juros nesses países em patamares historicamente baixos.¹¹⁰⁻¹¹¹

¹⁰⁸ BLANCHARD, Olivier; LEANDRO, Álvaro; ZETTELMEYER, Jeromin. *Redesigning EU Fiscal Rules*, cit., p. 9.

¹⁰⁹ WYPLOSZ, Charles. *Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences*. NBER Working Paper 17884. Cambridge-MA, US: National Bureau of Economic Research, 2012.

¹¹⁰ Ademais, o atual perfil de dívida das economias avançadas, como regra, as blinda, em boa medida, dos efeitos de elevações de curto prazo da taxa de juros. Blanchard, Leandro e Zettelmeyer destacam a elevação da “vida média” (“*maturity*”) da dívida dos países europeus ao longo do tempo, dando como exemplo as dívidas de França e Alemanha, com vida média de 8 anos, e de Espanha e Itália, com vida média de 7,3 anos (dados por ele veiculados em fevereiro de 2021), o que reduziria consideravelmente o risco de aumento relevante da taxa de juros média paga por esses países em uma década, ao menos (BLANCHARD, Olivier; LEANDRO, Álvaro; ZETTELMEYER, Jeromin. *Redesigning EU Fiscal Rules*, cit., p. 10-11). O caso do Brasil difere substancialmente. Em março de 2021, a dívida pública federal apresentava uma vida média menor, de 4,87 anos, além de uma parcela considerável (33,8% naquele momento) indexada à taxa básica de juros, fazendo com que qualquer oscilação desta tenha impacto imediato sobre a conta de juros (cf. <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>).

¹¹¹ Esse quadro de juros baixos evidencia, segundo Jason Furman e Lawrence Summers, a problemática da utilização do tamanho da dívida (em relação ao PIB) como parâmetro de sustentabilidade fiscal, já que, a juros baixíssimos, uma dívida outrora considerada elevada deixa de impor um excessivo constrangimento fiscal. Defendem, por isso, a adoção da razão entre a despesa com juros, descontada a inflação (ou, mais precisamente, o custo real do serviço da dívida), e o PIB como melhor parâmetro de sustentabilidade fiscal (tal razão pode ser compreendida como a medida do comprometimento da riqueza gerada com o serviço da

Além dos impactos estritamente econômicos, o quadro de crise traz riscos sociais relevantes, relacionados a uma provável elevação do desemprego e a possíveis cortes em políticas públicas.¹¹²

Não raro, o senso de urgência quanto à realização do ajuste surge em momentos de recessão, quando a desaceleração da atividade econômica se reflete na queda da arrecadação tributária, ampliando déficits antes já elevados. Assim, não obstante a demanda reprimida recomendar, em tese, a adoção de uma política fiscal expansionista e, portanto, anticíclica, o quadro de deterioração fiscal preexistente (déficit e dívida pública excessivos) e a incerteza a ele associada podem desaconselhar, ou mesmo inviabilizar, uma expansão fiscal, em virtude da aceleração do endividamento que lhe é correlata, sobretudo em se tratando de países emergentes, como o Brasil, em relação aos quais a confiança é mais frágil.¹¹³ Desse modo, a depender das circunstâncias, a solução ortodoxa – tida,

dívida): “Debt levels have been a leading metric for public policy but the decline in interest rates shows how problematic this measure is. For example, in 1992 the Maastricht Treaty set a limit of 60 percent debt-to-GDP ratio for countries in the euro zone. At the time, ten-year German bonds had a nominal interest rate of 7.8 percent or a real interest rate of about 5 percent. In 2019 the nominal interest rate on ten-year German bonds had fallen to -0.2 percent or a real interest rate of about -2 percent. At interest rates prevailing in 1992, a country with a 60 percent debt-to-GDP ratio paid about 5 percent of GDP in interest. Today, Japan with a 177 percent debt-to-GDP ratio is expected to pay 0.2 percent in interest and the United States with a 107 percent debt-to-GDP ratio for general government is expected to pay 2.0 percent of GDP in interest, with the real interest after accounting for inflation being negative or close to zero in both countries. *If a 60 percent debt-to-GDP ratio made sense as a ceiling in 1992 it definitely no longer does. Instead a much higher ceiling would be appropriate today.* This is a vivid illustration of how the debt-to-GDP metric is flawed and why it should be replaced with other measures of a country’s fiscal position. Importantly, these other measures generally show that fiscal positions are better today than they were a few decades ago as the favorable debt sustainability dynamic associated with lower interest rates outweighs the increase in the debt itself. (...) The more analytically relevant measure is real interest payments as a share of GDP.” (FURMAN, Jason; SUMMERS, Lawrence. *A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates*. Discussion Draft, 30 novembro 2020, p. 18; 21). As considerações, apesar de pertinentes, merecem ressalva quanto à sua plena aplicabilidade à realidade brasileira, onde o custo da dívida pública é altamente sensível a oscilações da taxa de juros, podendo variar largamente em curto período de tempo, o que prejudica o uso do parâmetro de sustentabilidade fiscal proposto.

¹¹² MARINO, Leonardo Romero. Moldando a “reserva do possível” no tempo, cit., p. 178.

¹¹³ Segundo Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, em se tratando de países emergentes, existe uma menor tolerância por parte dos mercados quanto a seus níveis de endividamento, de

majoritariamente, como a mais prudente – pode ser a adoção de uma política contracionista (e pró-cíclica), para a contenção do déficit e da dívida.¹¹⁴ De todo modo, não há garantia de que a solução adotada – qualquer que seja ela – será eficaz para afastar a crise da dívida.

O inadimplemento da dívida, total ou parcial, é genericamente denominado *default*. Trata-se, de expressão pertinente a qualquer atraso ou interrupção do pagamento do principal, dos juros ou de ambos e a qualquer outra forma de descumprimento ou cumprimento imperfeito de uma obrigação debitória.¹¹⁵

À vista das categorias do direito brasileiro, o inadimplemento relativo, caracterizado pelo cumprimento imperfeito da obrigação, enquadra-se no conceito de mora, dado pelo art. 394 do Código Civil: “Considera-se em mora o devedor que não efetuar o pagamento e o credor que não quiser recebê-lo no tempo, lugar e forma que a lei ou a convenção estabelecer”. Em tais casos, é adequado, portanto, falar-se em moratória da dívida pública.

Porém, o termo *default* tem significação mais ampla, abrangendo também outras hipóteses, como o *repúdio* da dívida pública, total ou parcial. O primeiro configura um inadimplemento absoluto,¹¹⁶ enquanto o segundo uma espécie de novação não consensual, caracterizada pela alteração unilateral e definitiva das obrigações debitórias, em termos financeiramente gravosos aos credores.¹¹⁷

Sob um cenário de grave deterioração fiscal, o repúdio da dívida pública, total ou parcial, expresso ou tácito, pode se apresentar como solução política

modo que, para esses países, a ampliação do déficit para a realização de estímulos fiscais exige especial cautela, sobretudo quando preexistir uma dívida já elevada, sob pena de aceleração do processo de deterioração do crédito público, podendo culminar em uma crise da dívida (REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*, cit., p. 33).

¹¹⁴ MARINO, Leonardo Romero. Moldando a “reserva do possível” no tempo, cit., p. 178.

¹¹⁵ LOCHAGIN, Gabriel Loretto. *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública*. São Paulo: Blucher, 2017. p. 80.

¹¹⁶ Idem, p. 109.

¹¹⁷ Gabriel Lochagin se refere ao repúdio da dívida como aquele baseado em alegações de “vícios na constituição ou na evolução dos pagamentos”, fundadas ou não, “relacionados à irregularidade dos procedimentos de autorização da dívida pública, à alegação de juros excessivos que se tachariam de usura, ou ainda à destinação dos recursos para objetivos contrários ao interesse público” (Idem, p. 109-110). Não aderimos, aqui, a tal uso qualificado do termo, preferindo dar-lhe uso mais amplo, não condicionado a determinada motivação.

e, até mesmo, social e economicamente mais palatável, quando comparado ao necessário esforço de estabilização da dívida. Conforme apontam Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, “os calotes [*defaults*] dos países quase sempre resultam de cálculos complexos de custo-benefício, envolvendo considerações políticas e sociais, não apenas aspectos econômicos e financeiros”, concretizando-se, majoritariamente, na ausência de um efetivo quadro de insolvência.¹¹⁸

Tem-se como repúdio *implícito* (ou *tácito*, conforme supramencionado) a monetização da dívida pública denominada em moeda local, ou seja, a emissão de moeda para o seu pagamento, ocasionando provável depreciação do valor da moeda e, conseqüentemente, a corrosão do capital entregue aos credores,¹¹⁹ além, é claro, da moeda em poder de toda a coletividade, ante o agravamento provocado do processo inflacionário. Em tal hipótese, tem-se, conforme bem qualifica Élidea Graziane Pinto, não apenas a apropriação da riqueza de credores, mas de toda a sociedade.¹²⁰

As conseqüências mais evidentes de um *default* são a perda, pelo Estado, de acesso ao mercado de capitais – ainda que temporária, ao menos até o saneamento da situação de inadimplemento (ordinariamente por meio da reestruturação da dívida¹²¹) – e a dificuldade, bem como o encarecimento de outras formas de crédito, inviabilizando o financiamento de novos déficits por meio de mais endividamento. Assim, a remediação do déficit fiscal se impõe por outros meios. Um deles seria o imediato estancamento do déficit, através de forte e abrupta contração fiscal. Alternativa comum é a monetização do déficit, ou seja, o recurso ao financiamento por meio da emissão de moeda, acelerando fortemente o processo inflacionário. Não à toa, os episódios de *default* estão comumente associados a uma seguinte elevação da inflação.

O efeito é especialmente mais grave nos casos de *default* da dívida interna, atingindo a inflação, em tal hipótese, uma média de 170% no ano do *default* e

¹¹⁸ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*, cit., p. 51.

¹¹⁹ LOPES, Luiz Martins; VASCONCELOS, Marco Antonio Sandoval de. *Manual de macroeconomia: nível básico e nível intermediário*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. p. 426.

¹²⁰ PINTO, Élidea Graziane. *Financiamento de direitos fundamentais*, cit., p. 163.

¹²¹ BORENSZTEIN, Eduardo; PANIZZA, Ugo. *The costs of sovereign default*. IMF Working Paper nº 08/238. Washington-DC: FMI, 2008. p. 11.

mantendo-se “acima de 100%, nos anos seguintes”, conforme dados extraídos dos casos catalogados por Reinhart e Rogoff.¹²²⁻¹²³

Há, ainda, conforme apontam Eduardo Borensztein e Ugo Panizza, uma clara correlação negativa entre *default* e crescimento econômico, ainda que seja difícil precisar em que medida o prejuízo ao crescimento advém do *default* em si, e não dos fatores macroeconômicos desfavoráveis preexistentes, que, inclusive, contribuíram para a crise da dívida.¹²⁴ Há que se considerar que, comumente, os nacionais estão entre os maiores credores da dívida pública (especialmente em se tratando de dívida interna). Em sua maioria, indiretamente, por meio de intermediadoras financeiras de que são “clientes”, a exemplo dos bancos, que promovem o encontro entre poupadores e tomadores de crédito, e, em menor medida, pela aquisição direta de títulos da dívida pública.¹²⁵ Assim, é provável que um *default* traga prejuízo à poupança interna (inclusive àquela de finalidade previdenciária), instabilidade ao sistema financeiro nacional e uma retração precaucionária da demanda.

No caso brasileiro, por exemplo, instituições financeiras propriamente ditas (bancos), fundos de investimentos e fundos de previdência detêm juntos mais de 78% da dívida pública mobiliária federal interna (que, por sua vez, constituía, ao final de 2020, aproximadamente 95% da dívida pública federal)¹²⁶ e têm os títulos públicos entre seus principais ativos, o que os torna vulneráveis, assim como seus clientes, aos riscos associados à dívida pública.

Conforme informação veiculada pelo *Bank for International Settlements*, em seu 86º relatório anual, o Brasil, em 2015, estava entre os países com maior

¹²² REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*, cit., p. 30.

¹²³ Os autores adotam o critério da jurisdição a que se sujeita a relação creditícia como critério distintivo entre crédito externo e crédito interno, a despeito de outras características consideradas por eles típicas, porém não determinantes: a expressão da obrigação financeira em moeda estrangeira e credores não residentes (Idem, p. 10). O critério é distinto do adotado no Brasil, conforme já mencionado no tópico 2.1, apesar de imaginarmos haver grande coincidência entre as operações de crédito que se qualificam como externas sob ambos os critérios.

¹²⁴ BORENSZTEIN, Eduardo; PANIZZA, Ugo. *The costs of sovereign default*, cit., p. 4.

¹²⁵ Idem, p. 3-4.

¹²⁶ BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2020, cit.

exposição dos balanços patrimoniais bancários à dívida pública (em torno de 20% em 2015, abaixo apenas de Índia e México, entre os países investigados). Trata-se, segundo a entidade, de uma tendência entre países com dívida pública interna elevada, a exemplo de Índia, Itália, Japão e do próprio Brasil.¹²⁷

Diante de um tal cenário, o *default* da dívida pública interna pode trazer incerteza quanto à solidez das instituições financeiras e, conseqüentemente, uma crise bancária, caracterizada pela “corrida aos bancos”, para o levantamento de depósitos, trazendo-lhes risco de iliquidez momentânea e, no limite, de efetiva insolvência (trata-se de mais um caso de “profecia autorrealizável”). Ao mesmo tempo, o quadro de *default* enfraquece os instrumentos de que dispõe o Estado para a recapitalização dos bancos, dificultando o enfrentamento da crise bancária.¹²⁸⁻¹²⁹ E, mesmo na ausência de corrida bancária, persiste a deterioração dos ativos das instituições financeiras e o prejuízo à poupança privada, por si só indesejáveis. O quadro permite cogitar, ainda, de possíveis reflexos constritivos sobre a disponibilidade de crédito, no que tange aos canais privados.¹³⁰

¹²⁷ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 86th Annual Report: 1 April 2015 – 31 March 2016. Basileia, 2016.

¹²⁸ “This channel is particularly relevant because, in many emerging economies, banks hold significant amounts of government bonds in their portfolios. Thus, a sovereign default would weaken their balance sheets and even create the threat of a bank run. To make matters worse, banking crises are usually resolved through the injection of government “recapitalization” bonds and central bank liquidity. But in a debt crisis, government bonds have questionable value and the domestic currency may not carry much favor with the public either” (BORENSZTEIN, Eduardo; PANIZZA, Ugo. *The costs of sovereign default*, cit., p. 4).

¹²⁹ Conforme explicam Reinhart e Rogoff, crises bancárias, ao mesmo tempo em que podem resultar de uma *crise de dívida*, podem, também, ocasioná-la. Isso porque costumam resultar no enfraquecimento da atividade econômica e, conseqüentemente, na queda da arrecadação tributária, ampliando o déficit fiscal (e, possivelmente, o custo de endividamento). Além disso, os meios comuns de enfrentamento, como a adoção de políticas fiscais anticíclicas compensatórias e as operações de recapitalização dos bancos, quando viáveis, costumam contribuir significativamente para a ampliação da dívida pública. Segundo os autores, “[e]m média, na era moderna, a dívida pública real aumenta em 86% nos três anos seguintes às crises bancárias” (REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*, cit., p. 142).

¹³⁰ Borensztein e Panizza relatam não terem conseguido demonstrar tais reflexos empiricamente, apesar de intuitivos, o que, por outro lado, não permite concluir que inexistem (BORENSZTEIN, Eduardo; PANIZZA, Ugo. *The costs of sovereign default*, cit., p. 18-19).

Existe evidência de que o *default* tem impacto negativo sobre as transações comerciais de um país no curto prazo, prejudicando gravemente setores produtivos mais integrados ao comércio internacional. Possível explicação estaria na deterioração do crédito à exportação,¹³¹ que se tornaria mais caro e escasso, diante do incremento do risco cambial. Um maior risco cambial também constitui potencial desestímulo a investimentos estrangeiros diretos.

A perda de crédito, particularmente de crédito externo, traz dificuldades, ainda, para a obtenção de divisas pelo país, que podem eventualmente tornar-se insuficientes à regular continuidade das importações, em prejuízo não só dos consumidores internos, mas também das atividades econômicas que se valem de insumos e equipamentos importados.

Não obstante, evidências indicam que os efeitos deletérios mais notórios de um *default* têm curta duração. Por outro lado, existiria alguma correlação negativa duradoura entre o histórico de *defaults* de um país e sua nota de crédito (*credit rating*), a qual influi em seu custo de endividamento no longo prazo.¹³²

Reinhart, Rogoff e Savastano sustentam que os países com maior histórico de *defaults* têm maior propensão a crises de confiança e ao círculo vicioso por elas desencadeado, em caso de deterioração do quadro fiscal, mesmo a níveis de endividamento considerados razoáveis para outros países. Esses países apresentam aquilo que os autores chamam de “intolerância a dívidas” (*debt intolerance*).¹³³ Trata-se, nas palavras de Reinhart e Rogoff, de uma maior

¹³¹ BORENSZTEIN, Eduardo; PANIZZA, Ugo. *The costs of sovereign default*, cit., p. 14-15.

¹³² Idem, ibidem. No mesmo sentido, LOCHAGIN, Gabriel Loretto. *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública*, cit., p. 127.

¹³³ “In this paper we argue that history matters: that a country’s record at meeting its debt obligations and managing its macroeconomy in the past is relevant to forecasting its ability to sustain moderate to high levels of indebtedness, both domestic and external, for many years into the future. We introduce the concept of debt intolerance (drawing an analogy to, for example, “lactose intolerance”), which manifests itself in the extreme duress many emerging market economies experience at overall debt levels that would seem quite manageable by the standards of the advanced industrial economies. [...] Debt intolerance is indeed intimately linked to the pervasive phenomenon of serial default that has plagued so many countries over the past two centuries. [...]

[...] The calculus of domestic default obviously differs from that of default on external debt, and we lack sufficient historical data to investigate this question fully. However, we argue that a record of external debt intolerance is likely to be a good predictor of future domestic debt intolerance.” (REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S.; SAVASTANO, Miguel A. *Debt Intolerance*, cit., p. 3-5).

“vulnerabilidade a aumentos marginais do endividamento”. Ou seja, para esses países “intolerantes a dívidas”, o aumento do endividamento traz maior incerteza e, conseqüentemente, maior risco macroeconômico do que para outros.¹³⁴ Segundo os autores, o Brasil estaria entre eles.¹³⁵

Acrescentam que, não obstante seja possível a superação do quadro de “intolerância”, seria algo difícil e demorado.¹³⁶ Mesmo países que apresentaram melhora substantiva em seus fundamentos macroeconômicos, a ponto de serem exaltados pela comunidade internacional “como modelo de boa política econômica”, observaram rápida deterioração do seu crédito em cenário de crise.¹³⁷

As conclusões de Reinhart, Rogoff e Savastano procuram explicar por que, na prática, alguns países simplesmente não podem manter os mesmos níveis de endividamento que outros – particularmente que aqueles economicamente desenvolvidos –, sem elevar a percepção de risco e sua suscetibilidade a crises. Justificam também a dificuldade que muitos países emergentes enfrentam para adotar de forma bem sucedida políticas anticíclicas, na medida em que, para eles, uma significativa elevação da dívida pública no curto prazo, mesmo em níveis preexistentes de endividamento relativamente moderados, tem maior

¹³⁴ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*, cit., p. 22.

¹³⁵ “Default can become a way of life. Over the period from 1824 to 2001, the debts of Brazil and Argentina were either in default or undergoing restructuring a quarter of the time, those of Venezuela and Colombia almost 40 percent of the time, and that of Mexico for almost half of all the years since its independence. On average, the serial defaulters have had annual inflation exceeding 40 percent roughly a quarter of the time as well. By contrast, the emerging market economies in the table that have no external default history do not count a single twelve-month period with inflation over 40 percent among them.” (REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S.; SAVASTANO, Miguel A. *Debt Intolerance*, cit., p. 9).

¹³⁶ “Countries can eventually outgrow debt intolerance, but the process tends to be exceedingly slow, and backsliding is extremely difficult to avoid.” (Idem, p. 11).

¹³⁷ A título de exemplo, os autores citam México, Coreia do Sul e Argentina e suas grandes crises de dívida de 1994, 1997 e 2001, respectivamente, às vésperas das quais “todos esses países haviam sido retratados pelas organizações multilaterais e pelos mercados financeiros como modelos e exemplos de graduação” (REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros*, cit., p. 280). O mesmo pode ser dito, possivelmente, do Brasil, que experimentou grave deterioração fiscal a partir de 2014, acompanhada de notável piora em sua nota de crédito, a despeito do anterior reconhecimento da estabilidade e do aperfeiçoamento institucional construídos entre a última década do século XX e a primeira do século XXI.

probabilidade de ocasionar instabilidade. Segundo eles, a definição de um nível seguro de endividamento variaria bastante de país para país, a depender dos fundamentos de sua economia, mas também de seu histórico em matéria de *defaults* e inflação alta.¹³⁸

Nesse sentido, Reinhart, Rogoff e Savastano apontam o estabelecimento de mecanismos institucionais de limitação do endividamento público, especialmente para países “intolerantes a dívidas”, como “provavelmente desejável”.¹³⁹ Os limites de dívida propriamente ditos são o exemplo mais emblemático. Outras normas, porém, tanto quanto eles, fornecem direcionamento à gestão fiscal e, direta ou indiretamente, à trajetória da dívida pública. Sobre elas trataremos a seguir.

¹³⁸ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S.; SAVASTANO, Miguel A. *Debt Intolerance*, cit., p. 5.

¹³⁹ Idem, p. 7-8.

