

CONTROLE DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

Após analisarmos as noções gerais sobre o endividamento público e suas principais causas e consequências fáticas e jurídicas, passaremos, a partir deste capítulo, ao objeto central deste trabalho, que é delinear o modo como se dá seu controle efetivo, com suas respectivas nuances e seus efeitos concretos.

Inicialmente, é importante que fiquem bem-delimitadas as atribuições de cada órgão ou ente que, de alguma forma, exerçam o controle dos níveis de endividamento, seja executando diretamente as políticas macroeconômicas, seja fiscalizando sua juridicidade e seus resultados.

Daremos especial destaque às atribuições do BCB e do TCU. O primeiro, por se tratar da autoridade monetária que realiza as escolhas quanto aos meios operacionais para executar as políticas monetária e cambial. O segundo, por se encontrar, em seu âmbito de competência constitucional, a fiscalização, tanto de conformidade com o ordenamento jurídico como do mérito dos resultados apresentados.

A impessoalidade e a transparência das ações do BC também serão analisadas em tópico próprio tendo em vista a aproximação profissional e acadêmica de seus diretores com os agentes regulados, o que pode dar azo a situações de captura.

E, por fim, a forma como se dá a inter-relação entre os órgãos de controle em face das políticas econômicas adotadas uma vez que se trata de tema de alta complexidade estabelecer os limites da discricionariedade dos agentes da autoridade monetária.

3.1 DISTRIBUIÇÃO DE COMPETÊNCIAS ORGÂNICAS E FUNCIONAIS

3.1.1 Poder Legislativo

3.1.1.1 Função normativa

Conforme já visto no capítulo 1, cabe ao Poder Legislativo a importante função de normatização da legislação instituidora e regulamentadora da dívida pública brasileira. Em linhas gerais, a Constituição determina que, por meio de leis ou atos infralegais, sejam reguladas matérias relativas a operações de crédito e ao endividamento público, o que exige a participação do referido órgão.

É preciso destacar, no entanto, o papel proeminente do Senado Federal no que tange à estipulação de limites e requisitos referentes às operações de crédito a serem realizadas pelos entes federativos, conforme diretriz constitucional. Ao observarmos o art. 52 da CF/1988, resta evidente o poder privativo desse órgão para legislar sobre temas relativos à autorização de operações de natureza financeira para a União, os Estados, os Municípios e as empresas estatais; ao estabelecimento das condições de financiamento interno e externo; e à fixação dos limites de endividamento da integralidade dos entes federativos.

Isso implica que, “não só a União, mas todos os governos subnacionais precisam, para emitir títulos públicos²²⁶ e contratar outras dívidas, do consentimento de seu respectivo Poder Legislativo e, também, de autorização do Senado Federal”.²²⁷ Essa característica – centralização, no Senado Federal, de tema circunscrito ao endividamento dos entes federativos – é apontada por alguns estudiosos do federalismo fiscal como uma das assimetrias do nosso modelo.

Quando se leva em conta que a questão do endividamento público é de suma importância para o federalismo fiscal tendo em vista, fundamentalmente, sua contribuição para a diminuição da autonomia dos entes subnacionais em relação ao centro, conclui-se, por conseguinte, que o Senado, com a atribuição, quase exclusiva, de estabelecer os parâmetros e limites das operações de crédito das diversas esferas, exerce – ou deveria exercer – uma função primordial de equilíbrio do sistema, em especial se considerarmos que se trata de um órgão de representação dos interesses dos estados-membros.²²⁸

²²⁶ Atualmente, por conta de vedação constante do art. 11 da LC 148/2014, Estados, Distrito Federal e os Municípios estão impedidos de emitir títulos da dívida pública mobiliária.

²²⁷ LOUREIRO, Maria Rita. O Senado e o controle do endividamento público no Brasil. In: LEMOS, Leany Barreiro (org.). *O Senado Federal brasileiro no pós-constituente*. Brasília: Senado Federal, Unilegis, 2008, p. 396-397. A autora acrescenta que: “diferentemente de outros países federativos, como, por exemplo, os Estados Unidos, – onde as restrições legais são produzidas de forma descentralizada pelas constituições estaduais e o mercado acaba exercendo o papel mais efetivo –, no Brasil, o controle do endividamento público em qualquer nível de governo é realizado de forma centralizada pelo Senado Federal”.

²²⁸ Alguns autores atribuem a baixa adesão de representatividade dos interesses dos Estados-membros ao caráter primordialmente partidário – e não representativo – do Senado Federal, inclusive com a utilização de dados empíricos. Para maior aprofundamento quanto ao tema:

Surpreende, no entanto, o fato de o Senado já haver promovido a normatização da dívida consolidada dos entes subnacionais, com a imposição de condicionantes e limites (ver Resolução 40/2001); contudo, até os dias atuais, ainda não tenha regulamentado a dívida consolidada da União (art. 52, VI, CF/1988). É importante repetir que o Senado Federal é um órgão de representação dos estados, porém priorizou estabelecer um teto ao endividamento desses entes – com a aplicação de sanções institucionais, inclusive –, mas sem submeter a União a essas mesmas restrições normativas.

Mas não somente a questão federativa é dotada de assimetrias no que se refere ao endividamento público, pois outros pontos sensíveis e igualmente importantes são ocasionados pela regulamentação inadequada desse tema ou, ainda, pela ausência dela. Conforme já visto, a EC 109/2021²²⁹ incluiu expressamente, no texto constitucional, a preocupação do constituinte derivado com a manutenção do montante da dívida pública em níveis sustentáveis. O legislador infraconstitucional deve, ainda, mediante lei complementar, estabelecer os indicadores de sua apuração, especificando, paralelamente, a compatibilidade dos resultados fiscais com a trajetória da dívida por meio da instituição de medidas de ajustes, suspensões e vedações (art. 163, inc. VIII).

É certo que a LC 101/2000²³⁰ (LRF), juntamente com Resoluções do Senado Federal, já previa uma série de dispositivos regulamentadores dos limites da dívida pública e das operações de crédito, assim como a imposição de exigências à recondução da dívida aos limites normativos e às respectivas vedações. Posteriormente, a LC 200/2023, além de instituir um novo regime fiscal “para

BRANCO, Marcello Simão. A atuação do Senado Federal no processo de ajuste fiscal dos anos 90. In: LEMOS, Leany Barreiro (org.). *O Senado Federal brasileiro no pós-constituinte*. Brasília: Senado Federal, Unilegis, 2008, p. 322-323 e ARVATE, Paulo Roberto; BIDERMAN, Ciro; MENDES, Marcos. Aprovação de empréstimos a governos subnacionais no Brasil: há espaço para comportamento político oportunista? *DADOS – Revista de Ciências Sociais*, Rio de Janeiro, v. 51, n. 4, p. 983-1014, 2008.

²²⁹ BRASIL. *Emenda Constitucional 109, de 15 de março de 2021*. Altera os arts. 29-A, 37, 49, 84, 163, 165, 167, 168 e 169 da Constituição Federal e os arts. 101 e 109 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias; acrescenta à Constituição Federal os arts. 164-A, 167-A, 167-B, 167-C, 167-D, 167-E, 167-F e 167-G; revoga dispositivos do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias e institui regras transitórias sobre redução de benefícios tributários; desvincula parcialmente o superávit financeiro de fundos públicos; e suspende condicionalidades para realização de despesas com concessão de auxílio emergencial residual para enfrentar as consequências sociais e econômicas da pandemia da Covid-19. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc109.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

²³⁰ BRASIL. *Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

garantir a estabilidade macroeconômica do país e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico” (art. 1º), promoveu algumas alterações e acréscimos à LRF, em especial no que diz respeito à trajetória sustentável da dívida pública.

Ocorre que essa última lei complementar estabeleceu, de forma expressa, que o atingimento de um nível compatível da sustentabilidade da dívida pública deve estar atrelado ao estabelecimento de metas de resultados primários, nos termos do Anexo de Metas Fiscais das leis de diretrizes orçamentárias, que atinjam a estabilização da relação entre a DBGG e o PIB, conforme previsão no § 1º do art. 2º.

Em conformidade com o estabelecido no inc. VIII do art. 163 da Constituição, o legislador, à primeira vista, parece ter optado por esses parâmetros específicos – DBGG e PIB – para aferir-se a sustentabilidade da dívida pública; porém, no § 2º do mesmo dispositivo legal, estatui que “a trajetória de convergência do montante da dívida, os indicadores de sua apuração e os níveis de compatibilidade dos resultados fiscais com a sustentabilidade da dívida constarão do Anexo de Metas Fiscais da lei de diretrizes orçamentárias”. Verifica-se, portanto, que o dispositivo reproduz as alíneas “a”, “b” e “c” do inc. VIII do referido artigo constitucional, as quais, *a priori*, deveriam ser especificadas em lei complementar, conforme determinação da própria Constituição.

Ainda que se possa argumentar que a especificação desses elementos seria dotada de maior flexibilidade em face da vigência anual das leis de diretrizes orçamentárias, o que, a princípio, permitiria menor engessamento de escolhas conceituais; fato é que não parece ter sido esta a opção do constituinte derivado quando determinou, de forma expressa, que esses itens fossem estipulados em lei complementar, muito provavelmente para evitar alterações políticas ocasionais, ou seja, para evitar justamente maior flexibilização dos parâmetros especificadores da sustentabilidade da dívida pública.

Ademais, ao permitir que os indicadores de apuração da sustentabilidade da dívida sejam estabelecidos anualmente no Anexo de Metas Fiscais da LDO, cria-se a possibilidade de que, a título de exemplo, determinado governo escolha a relação DBGG/PIB como critério de aferição durante seu mandato; e, por sua vez, a gestão seguinte prefira utilizar a fração DLSP/PIB ou, ainda, qualquer outra equação. Essa ausência de clareza, por certo, poderá dar margem a incertezas e indefinições futuras, o que, fatalmente, exigirá a atuação do Poder Judiciário.

Tal celeuma está relacionada, de modo intrínseco, à opção política de permitir – ou não – “um espaço decisório democraticamente permeável”.²³¹ Isso significa, em termos práticos, que o legislador, sobretudo o constitucional, pode priorizar, de forma abrangente ou não, um âmbito de escolhas facultativas quanto à gestão fiscal do governo de ocasião. Para isso, as normas constitucionais e regulamentares

²³¹ LIMA, Rodrigo Medeiros de. *Regras fiscais e o controle quantitativo da dívida pública federal no Estado Democrático de Direito*. São Paulo: Blucher, 2021, p. 158.

deverão se restringir a um arcabouço fiscal mínimo, delimitado pelos preceitos expressos ou implícitos na Constituição, isto é, quanto menos específicas forem as normas econômico-financeiras constitucionais e legais, maior espaço é concedido ao Poder Executivo quanto às escolhas de gestão fiscal.

Essa opção – política, diga-se de passagem – é no sentido de privilegiar a proposta econômica ou ideológica democraticamente eleita. Assim, com essa “maior permeabilidade legislativa”, o projeto econômico do governo escolhido pela maioria pode ser colocado em prática sem a necessidade de revogações e edições de novas leis e, quiçá, de emendas constitucionais.²³²

Em contrapartida, a opção normativa que privilegia as escolhas econômico-ideológicas do governo eleito poderá ocasionar uma alternância excessiva de políticas fiscais e, até mesmo, conflitantes entre si. Assim, os resultados obtidos por um governo que tenha decidido pelo atingimento de superávits fiscais poderão ser completamente revertidos pelo próximo governo que opte pelo atendimento amplo e progressivo das necessidades coletivas, e assim sucessivamente.

Para evitar, portanto, uma excessiva permuta temporal de resultados financeiros, com seus respectivos efeitos efêmeros, o legislador poderá optar por delimitar, de forma mais minuciosa, as regras fiscais, o que, apesar de diminuir a amplitude das escolhas democráticas, acabará ocasionando maior estabilidade normativa do arcabouço fiscal. Ressalte-se, mais uma vez, que se trata de uma escolha política do Poder Legislativo e que poderá ocasionar uma elasticidade da expansão legislativa, como se vê, hoje, no nosso país, com a exorbitante edição de emendas constitucionais e leis complementares em matéria fiscal.

Defendemos, em vista dessas reflexões, a necessidade de se tentar alcançar um equilíbrio entre as diversas normas – constitucionais, legais e infralegais –, de modo que, tanto os consensos mínimos traçados no ordenamento jurídico como a vontade popular legitimamente eleita sejam respeitados.

Nesse sentido, Gustavo da Gama destaca que o trabalho de delimitação das normas constitucionais precisa ser exercido com verdadeira “precisão cirúrgica”, de maneira a evitar, de um lado, a retirada excessiva de espaços de poder decisório das maiorias políticas eventuais e, de outro, evitar que emendas e legislação infraconstitucional possam corroer o projeto constituinte pela violação das normas que compõem seu núcleo de identidade.²³³

²³² Além do problema relativo ao “excesso de normas jurídicas fiscais”, o engessamento excessivo dessas normas pode, inclusive, em situações extremas, conforme já visto no item 2.2 do capítulo antecedente, ocasionar riscos ao próprio regime democrático.

²³³ Apesar de fazer referência expressa às cláusulas pétreas, o raciocínio do autor pode ser aplicado ao ordenamento como um todo (OLIVEIRA, Gustavo da Gama Vital de. *Cláusulas pétreas financeiras e tributárias*. Rio de Janeiro: Gramma, 2019, p. 42).

A consecução desse equilíbrio deve permitir que as normas sejam dotadas do aspecto “naturalmente cambiante”, isto é, independentemente das ideologias políticas e econômicas do governo eleito, é preciso respeitar um espaço mínimo delimitado pelo ordenamento jurídico e, em especial, pela Constituição.

As normas devem permanecer, portanto, flexíveis à esfera de decisão política, à alternância das preferências eleitorais, às oscilações da conjuntura econômica e à constante evolução do debate técnico-econômico. Para isso, as normas constitucionais devem manter a devida abertura, porém dentro dos limites traçados pelo constituinte originário. Já o regime jurídico fiscal infraconstitucional deve constituir, sobretudo, um quadro normativo densificador das balizas constitucionais e disciplinador do processo político-decisório, evitando-se, assim, os riscos próprios das alternâncias políticas.²³⁴

Resguarda-se, dessa forma, um conjunto de parâmetros constitucionais em que a legislação infraconstitucional deve atuar dentro de um arcabouço mínimo demarcado pela Constituição, permitindo-se que as normas regulamentares possam mover-se dentro de um espaço permitido de maior ou menor restrição fiscal.

3.1.1.2 *Função de controle*

É preciso salientar, ainda, que, além da função normativa, cabe ao Poder Legislativo a função precípua de controle da gestão das finanças públicas, cuja execução é, ordinariamente, realizada pelo Poder Executivo por intermédio de seus órgãos e entes pertencentes à sua estrutura organizacional.²³⁵

Devemos reconhecer que o controle da gestão do endividamento do governo se trata de tema de alta complexidade, que exige constante aprimoramento e conhecimento técnico, porém o Congresso Nacional, no exercício de sua função fiscalizatória, é auxiliado, em termos de *expertise*, pelo TCU, podendo, inclusive, requerer inspeções e auditorias de natureza contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial, nas unidades administrativas dos demais Poderes e entidades da administração direta e indireta.²³⁶

Consequentemente, mesmo que uma dada matéria não esteja devidamente regulamentada, não é justificável que o Poder Legislativo deixe de exercer o controle externo sobre determinada política econômico-financeira. A efetividade de uma política econômica, assim como a de qualquer política pública, deve englobar os mais variados aspectos de seus resultados inicialmente desejados, como os sociais, econômicos e jurídicos. Essa análise pode ser realizada por todos os Poderes, o

²³⁴ LIMA, Rodrigo Medeiros de. *Regras fiscais e o controle quantitativo da dívida pública federal no Estado Democrático de Direito*. São Paulo: Blucher, 2021, p. 159-160.

²³⁵ As atribuições do Poder Executivo em matéria de gestão da dívida pública serão mais aprofundadas no próximo item deste tópico (3.1.2).

²³⁶ Art. 71, inc. IV, da CF/1988.

que inclui o âmbito de atuação do Legislativo que, ao regular as possibilidades de propostas econômicas, já inicia o exercício do controle com as escolhas normativas dentro das quais o Poder Executivo poderá agir.

Com a implementação da política econômica, restará ao Poder Legislativo exercer o controle de conformidade de sua respectiva eficiência, seja com a edição de nova legislação, seja com a convocação dos agentes políticos responsáveis por sua execução.²³⁷ A função de controle, por conseguinte, assim como a normativa, está sujeita à integração democrática, com os correspondentes – e necessários – diálogos institucionais.

No âmbito desse exercício dialógico, as audiências públicas assumem um papel relevantíssimo, até porque uma política econômica pode conduzir a consequências de grande alcance que atingirão, em menor ou maior grau, a todos os membros de uma sociedade. É muito importante, portanto, que a totalidade dos grupos sociais esteja devidamente representada nos debates referenciados, de modo a proporcionar-lhes não apenas a defesa de seus interesses, mas, sobretudo, para que os membros do Parlamento não se restrinjam a ouvir somente uma parcela restrita dos representados, segmentados em grupos sociais específicos.

Evita-se, dessa forma, maior abertura dos membros do Legislativo à captura de vantagens singulares, sendo essencial, repita-se, que, além de todos os interesses envolvidos, também as diversas correntes econômicas sejam consideradas, afastando-se, por conseguinte, maior probabilidade do surgimento da denominada “captura cultural”.²³⁸

Ademais, com maiores amplitude e confluência de ideias, bem como a oitiva de profissionais e acadêmicos variados, permite-se ampliar a tecnicidade, ou “capacitação institucional”, do Poder Legislativo, essencial para que, no curso dos debates de alterações legislativas, o respeito aos consensos mínimos traçados pelo constituinte originário seja preservado.²³⁹

Nesse sentido, Garret e Vermeule sugerem algumas propostas de capacitação do Legislativo, a exemplo de: “o aperfeiçoamento do sistema de informações que possam municiar os congressistas e a formação de assessorias técnicas compostas por profissionais especializados”.²⁴⁰ Reitera-se que questões envolvendo a efetividade de políticas fiscais, monetárias, creditícias e cambiais são dotadas de alta

²³⁷ Nesse sentido, o Congresso pode convocar Ministros diretamente envolvidos com a gestão da dívida pública, nos termos do art. 50, da CF/1988.

²³⁸ A captura cultural será detidamente analisada no item 3.2 deste capítulo.

²³⁹ OLIVEIRA, Gustavo da Gama Vital de. *Cláusulas pétreas financeiras e tributárias*. Rio de Janeiro: Gramma, 2019, p. 47.

²⁴⁰ GARRET, Elizabeth; VERMEULE, Adrian. Institutional design of a thayerian congress. *Duke Law Journal*, n. 50, p. 1277-1333, 2001.

complexidade técnica, estando sujeitas, ademais, a diversas conjunturas externas e internas, o que exige um contínuo aprimoramento. Além das comissões temáticas do Congresso Nacional e a existência de um corpo de servidores especializados, é importante que se permita a devida abertura a outros profissionais e acadêmicos, mormente se não houver certeza científica sobre o tema.²⁴¹

Além do estímulo ao debate democrático, também é imprescindível o diálogo institucional entre órgãos e entes do mesmo Poder ou dos demais. Nesse sentido, a oitiva de servidores e membros do TCU, da Controladoria-Geral da União (CGU), do BCB, da STN e dos Ministérios deve ser estimulada nas discussões públicas, de modo que as mais variadas visões e ideologias sejam consideradas pelos parlamentares no exame da efetividade das políticas econômicas, além de serem publicizadas para que a sociedade tenha plena ciência de todas as correntes sobre determinado assunto de interesse coletivo.

A título de exemplo, um estudo conduzido pela Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados, tendo por objeto a dívida pública brasileira, foi dividido em três etapas: (i) contextualização do tema junto a representantes do setor público; (ii) realização de audiências públicas com representantes dos setores público e privado, “incluindo especialistas, profissionais do mercado financeiro, jornalistas, professores e acadêmicos”; e (iii) desenvolvimento de análise, por parte de equipe técnica, dos principais indicadores atualizados da dívida, seus conceitos, números e impactos econômicos, da dinâmica esperada da dívida e de sua interação com a política monetária, fiscal e cambial, das perspectivas fiscais e dos aperfeiçoamentos necessários em face dos novos desafios do quadro fiscal brasileiro.²⁴²

Imprescindível, por conseguinte, que estudos como esse se tornem cada vez mais rotineiros, de modo a fornecer subsídios aos parlamentares em temas de alta complexidade técnica como as políticas macroeconômicas, em auxílio tanto da função normativa como da fiscalizatória.

3.1.2 Poder Executivo

Além da participação na normatização dos limites da dívida pública, o Poder Executivo tem a função de execução das políticas macroeconômicas, que acabam por produzir impactos no endividamento nacional, competência esta que se extrai de comandos constitucionais e legais. O órgão central do Sistema de Administração Financeira Federal é a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), integrante do Ministério

²⁴¹ Essa questão da certeza científica será analisada mais detidamente no próximo capítulo, referente ao controle judicial.

²⁴² MENDONÇA JUNIOR, Félix. *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2023, p. 11.

da Fazenda (MF), conforme dispõe o Decreto 3.590, de 6 de setembro de 2000,²⁴³ à qual compete o exercício das atribuições estabelecidas nos incs. IV a VII do art. 12 da Lei 10.180/2001, todos relacionados à gestão da dívida pública brasileira.²⁴⁴⁻²⁴⁵

No cumprimento de suas atribuições, a STN tem, desde o exercício de 2001 até o atual, publicado um “Plano Anual de Financiamento” (PAF), por meio do qual informa objetivos e estratégias da condução da dívida pública do governo vigente a todos os eventuais interessados e à sociedade.²⁴⁶ Trata-se, por conseguinte, do principal instrumento de planejamento de gestão da dívida, mas que vem recebendo críticas doutrinárias quanto ao modo de sua elaboração uma vez que esta não contempla a participação do Poder Legislativo.²⁴⁷

Com todas as vênias, reputamos que a ausência de participação do Legislativo na formulação do respectivo documento não permite concluir que haja, aprioristicamente, um déficit democrático. Em primeiro lugar, a principal razão do PAF é justamente publicizar a forma como o Poder Executivo pretende operacionalizar a gestão da dívida pública. É certo que o conceito de transparência é muito mais

²⁴³ BRASIL. *Decreto 3.590, de 6 de setembro de 2000*. Dispõe sobre o Sistema de Administração Financeira Federal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3590.htm#:~:text=DECRETO%20No%203.590%2C%20DE,e%20o%20disposto%20no%20art. Acesso em: 6 fev. 2025.

²⁴⁴ Art. 12. Compete às unidades responsáveis pelas atividades do Sistema de Administração Financeira Federal:

[...]

IV – gerir a dívida pública mobiliária federal e a dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional;

V – controlar a dívida decorrente de operações de crédito de responsabilidade, direta e indireta, do Tesouro Nacional;

VI – administrar as operações de crédito sob a responsabilidade do Tesouro Nacional;

VII – manter controle dos compromissos que onerem, direta ou indiretamente, a União junto a entidades ou organismos internacionais; [...] (BRASIL. *Lei n. 10.180, de 6 de fevereiro de 2001*. Organiza e disciplina os Sistemas de Planejamento e de Orçamento Federal, de Administração Financeira Federal, de Contabilidade Federal e de Controle Interno do Poder Executivo Federal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110180.htm. Acesso em: 6 fev. 2025).

²⁴⁵ Nos termos do art. 21, inc. V, do Anexo I do Decreto 7.482/2011, compete à STN gerir a dívida pública mobiliária federal. Para isso, a STN tem uma Subsecretaria da Dívida Pública (Sudip), cujas atribuições estão estabelecidas no RI da STN: Portaria MF 244/2012, art. 65.

²⁴⁶ No último (exercício de 2024), o governo assinala que dará prioridade “à instituição de um novo arcabouço fiscal e à aprovação de medidas legislativas para ampliação estrutural da capacidade de arrecadação”, o que demonstra a intenção do governo federal de obter resultados fiscais positivos para a “estabilização da razão dívida/PIB”.

²⁴⁷ CONTI, José Mauricio; LOCHAGIN, Gabriel Loretto. Planejamento governamental e gestão da dívida pública. In: CONTI, José Mauricio (coord.). *Dívida pública*. São Paulo: Blucher, 2018, p. 331.

amplo que o de publicidade,²⁴⁸ mas, caso o referido documento seja considerado demasiadamente técnico ou genérico, cabe aos órgãos de controle (incluído o Poder Legislativo) recomendar – ou mesmo determinar – a correção da inconsistência.

Ademais, muitas das finalidades constantes do PAF necessitarão do aval do Poder Legislativo. A título de exemplo, no PAF do exercício de 2024, uma das estratégias para se atingir o aumento da arrecadação é justamente uma “reforma tributária de consumo”, a qual “permitirá ganhos de competitividade e aumento da produtividade do país”, sendo essencial, por conseguinte, a participação do Poder Legislativo, seja por meio da aprovação de emendas constitucionais, seja mediante a aprovação de projetos de leis. Por óbvio, caso não concorde com essa medida, poderá o Legislativo, dentro de um debate com a devida amplitude democrática, rejeitá-la total ou parcialmente.²⁴⁹

Com relação aos fatos históricos, desde a década de 1980, antes mesmo da CF/1988, houve a segregação definitiva entre as gestões de política fiscal e política monetária em nosso país, permanecendo a primeira a cargo da STN e, a segunda, exclusivamente ao BCB. Em 1986, é criada a STN, que passa a administrar os fundos e programas de fomento até então gerenciados pelo BC. Em 1987, com o “Plano Bresser” (Decretos 94.443²⁵⁰ e 94.444,²⁵¹ ambos de 12 de junho de 1987), e o Decreto-Lei 2.376, de 25 de novembro de 1987,²⁵² a gestão da dívida pública sai da esfera de competências do BC, passando para o MF. Além disso, o BC também deixa de ser financiador do Tesouro Nacional e são extintas suas funções de fomento, medidas que, posteriormente, seriam consolidadas no art. 164 da CF/1988.²⁵³

²⁴⁸ Retornaremos ao tema no item 3.1.3.2, referente aos Modos de atuação do BCB.

²⁴⁹ BRASIL. Ministério da Fazenda. *Dívida pública federal: Plano Anual de Financiamento 2024*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, n. 24, jan. 2024. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/plano-anual-de-financiamento-paf/2024/114>. Acesso em: 23 set. 2024.

²⁵⁰ BRASIL. *Decreto 94.443, de 12 de junho de 1987*. Atribui ao Ministério da Fazenda competência para exercer atividades relativas aos serviços de colocação e resgate de títulos da dívida pública mobiliária federal e dá outras providências. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=DEC&numero=94443&ano=1987&ato=eebQTTE90MBpWT4cb>. Acesso em: 9 fev. 2025.

²⁵¹ BRASIL. *Decreto 94.444, de 12 de junho de 1987*. Transfere os fundos e programas de crédito do Banco Central do Brasil para o Ministério da Fazenda e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/antigos/d94444.htm. Acesso em: 9 fev. 2025.

²⁵² BRASIL. *Decreto-lei 2.376, de 25 de novembro de 1987*. Dispõe sobre a dívida mobiliária interna da União e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2376.htm#:~:text=DECRETO%2DLEI%20N%C2%BA%202.376%2C%20DE,Uni%C3%A3o%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs. Acesso em: 9 fev. 2025.

²⁵³ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica. *Separata de Boletim de Ciências Económicas*, v. 49, p. 1-23, 2006.

Apesar da divisão normativa de competências entre as políticas fiscal e monetária, não se pode olvidar que as escolhas quanto ao aspecto econômico de uma delas causam, direta ou indiretamente, reflexos na gestão da outra. Suponhamos o exemplo hipotético em que a autoridade monetária de determinado governo deseje diminuir os índices inflacionários e, em consequência, aumente a taxa de juros da economia, para desestimular a demanda agregada. Caso o órgão responsável pela política fiscal opte, concomitantemente às medidas monetárias, por aumentar os gastos públicos ou diminuir a carga tributária, os seus efeitos poderiam anular, total ou parcialmente, os objetivos da política monetária contracionista.

Logo, ainda que a segregação entre as políticas fiscal e monetária tenham objetivado maior controle dos gastos públicos, com um entrave ao seu custeamento por meio da emissão de moeda, fato é que ambas apresentam o potencial de influência econômica mútua. Ocorre que a referida divisão de competências se insere entre órgãos e entes integrantes do Poder Executivo (a política fiscal se encontra no âmbito de atribuições da STN e a política monetária, do BCB), o que, em tese, facilitaria o intercâmbio de comunicações e escolhas conjuntas; porém, as interações podem vir a ser prejudicadas com uma eventual concessão de maior autonomia ao BC, que, nesse caso, teria plenas condições de implementar uma política monetária que atenuie – ou até mesmo anule – os efeitos da política fiscal objetivada pelo próprio Poder Executivo.²⁵⁴

Ainda no que se refere ao endividamento, o papel do Executivo é determinante quanto ao montante a ser pago dos encargos da dívida visto que os parlamentares estão impedidos de propor emendas às leis orçamentárias quanto a essa matéria.²⁵⁵ Da mesma forma, os resultados primário e nominal também são determinados

²⁵⁴ Essa questão da autonomia do BC será analisada mais detidamente no próximo tópico.

²⁵⁵ Art. 166. Os projetos de lei relativos ao plano plurianual, às diretrizes orçamentárias, ao orçamento anual e aos créditos adicionais serão apreciados pelas duas Casas do Congresso Nacional, na forma do regimento comum.

[...]

§ 3º As emendas ao projeto de lei do orçamento anual ou aos projetos que o modifiquem somente podem ser aprovadas caso:

I – sejam compatíveis com o plano plurianual e com a lei de diretrizes orçamentárias;

II – indiquem os recursos necessários, admitidos apenas os provenientes de anulação de despesa, excluídas as que incidam sobre:

a) dotações para pessoal e seus encargos;

b) *serviço da dívida*; (grifos nossos)

c) transferências tributárias constitucionais para Estados, Municípios e Distrito Federal;

[...] (BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

Acesso em: 3 fev. 2025).

pelo Executivo porque a elaboração do Anexo de Metas Fiscais da Lei de Diretrizes Orçamentárias é da competência privativa deste.²⁵⁶

O constituinte originário, portanto, impôs uma limitação à livre conformação do Legislativo em matéria orçamentária, referente à proibição de apresentação de emendas à Lei Orçamentária Anual (LOA) relacionadas ao serviço da dívida, denominada por alguns autores “cláusula pétrea orçamentária”. Em vista disso, os parâmetros decididos pelo Poder Executivo relativos ao pagamento dos encargos da dívida, conjuntamente com os resultados primário e nominal previstos no Anexo de Metas Fiscais da Lei de Diretrizes Orçamentárias, permanecem à margem do controle parlamentar durante o processo legislativo orçamentário.²⁵⁷ Aquilo que for decidido pelo Executivo será o que prevalecerá ao final, o que, segundo parcela da doutrina, estaria em descompasso com os princípios democrático e republicano.²⁵⁸

Tal opção do constituinte – de exclusão do volume de recursos orçamentários direcionado ao serviço da dívida da deliberação parlamentar –, apesar de, por um

²⁵⁶ LRF, art. 4º. A lei de diretrizes orçamentárias atenderá o disposto no § 2º do art. 165 da Constituição e:

[...]

§ 1º Integrará o projeto de lei de diretrizes orçamentárias Anexo de Metas Fiscais, em que serão estabelecidas metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes (BRASIL. *Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 4 fev. 2025).

²⁵⁷ Apesar de não existir qualquer norma que, expressamente, vede a alteração do Anexo de Metas Fiscais da LDO pelo Poder Legislativo, fato é que os resultados primário e nominal estimados pelo Poder Executivo também se encontram indenes de modificação pelo Congresso Nacional, em face de os serviços da dívida comporem os seus elementos: (i) no caso do resultado nominal, de forma expressa; e (ii) no caso do resultado primário, em decorrência do déficit ou do superávit do exercício projetado pelos cálculos estatísticos efetuados pelos órgãos do Poder Executivo, os quais, caso alterados pelo Parlamento, ocasionarão repercussões nos resultados fiscais das contas de governo daquele exercício.

²⁵⁸ SCAFF, Fernando Facury. *Orçamento republicano e liberdade igual: ensaio sobre direito financeiro, república e direitos fundamentais no Brasil*. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 355. Em acréscimo, o autor assevera que: “no caso brasileiro, tal segurança é explicitada na Constituição, sob a forma de uma das cláusulas pétreas orçamentárias, que afasta do controle democrático a deliberação sobre o pagamento do serviço da dívida pública, deixando tal decisão circunscrita ao Anexo de Metas Fiscais contido na Lei de Diretrizes Orçamentárias anual, por força da Lei de Responsabilidade Fiscal, o que veicula a meta de superávit primário, isto é, o montante que deve ser pago anualmente pelo serviço da dívida, o que permite que o governo contingencie orçamentariamente em busca dessa meta”.

lado, se tratar de uma decisão política e, por conseguinte, legítima; por outro lado, provoca efeitos significativos no que tange às prioridades alocativas do orçamento, sobretudo se considerarmos que é justamente durante o ciclo orçamentário que as escolhas para a implementação de políticas públicas e a promoção dos direitos fundamentais são consolidadas. O resultado é de cristalino entendimento: quanto maior a dotação para o pagamento dos encargos da dívida, menor o espaço orçamentário para a aplicação em políticas públicas concretizadoras de direitos sociais.²⁵⁹

Ocorre que os serviços da dívida pública são dotados da denominada “dupla blindagem”. Além de essa espécie de gasto se encontrar fora da deliberação do legislador orçamentário, em face de restrição constitucional, em acréscimo, não se submete aos contingenciamentos durante a fase de execução orçamentária.

Caso a previsão da receita orçamentária não se concretize, os Poderes e órgãos autônomos deverão promover a respectiva limitação de empenho e movimentação financeira, conhecida rotineiramente como “contingenciamento”, ou seja, deve-se bloquear as despesas contratadas e empenhadas. Ocorre que o § 2º do art. 9º da LRF traz um rol que excepciona determinados gastos do contingenciamento, entre eles, destacam-se “as despesas destinadas ao pagamento do serviço da dívida”. Sendo assim, torna-se juridicamente impossível bloquear o pagamento do serviço da dívida, mas é possível contingenciar gastos sociais.

Poder-se-ia concluir, portanto, que o Poder Executivo tem uma margem de escolhas alocativas orçamentárias bastante expressiva, pois, a depender do governo, haverá priorização ao pagamento dos serviços da dívida ou à implementação de políticas públicas, bastando, para isso, uma maior – ou menor – alocação de recursos na dotação referente à liquidação da dívida pública.²⁶⁰

É de extrema relevância, portanto, a política monetária colocada em prática pelo BC, pois poderá impactar consideravelmente as demais despesas do orçamento. Se, em determinado exercício, o BCB adota uma política monetária contractionista, com o aumento da taxa básica de juros da economia, a dívida pública tenderá a se expandir, com o aumento dos seus encargos, especialmente se considerarmos que a maior proporção da dívida esteja concentrada em títulos públicos

²⁵⁹ De acordo com previsão do art. 13 da Lei 4.320/64, o pagamento de juros e demais encargos da dívida pública são classificados como despesas correntes. Já as despesas de capital englobam os gastos com a amortização da dívida, que incluem o pagamento com o principal da dívida e o seu refinanciamento (BRASIL. *Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964*. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14320.htm. Acesso em: 6 fev. 2025).

²⁶⁰ A assertiva não é de todo verdadeira, pois quanto maior a autonomia de atuação do BC, menor a margem de escolhas alocativas do Poder Executivo.

pós-fixados.²⁶¹ Em contrapartida, se o Bacen adota uma política monetária expansionista, com a diminuição da taxa básica de juros, sobrarão mais recursos para as demais dotações do orçamento público.

3.1.3 Banco Central do Brasil

3.1.3.1 Características institucionais

Historicamente, a criação dos bancos centrais nos mais variados países estava atrelada às seguintes funções: emissor da moeda; centralizador das reservas do sistema bancário; e prestador de última instância. Tais peculiaridades acabam por distingui-los dos bancos comerciais uma vez que um banco central é a última instância de garantia de socorro em momentos de crise financeiras.²⁶²

Assim, no exercício de suas funções institucionais, espera-se um papel crucial de um banco central, ou seja, o de “responsável pela confiabilidade ampla do sistema”, tendo em vista que os demais bancos, em regra, dependem de um elemento psicológico que é justamente a “confiança dos depositantes”. Sobretudo em momentos de crise, em que, no geral, ocorre um afluxo inusitado aos cofres de uma entidade bancária, é essencial que as instituições financeiras tenham “a quem recorrer no sentido de abastecer-lhes recursos financeiros emergenciais”.²⁶³

No Brasil, a função de emissor de moeda foi, inicialmente, assumida pelo Banco do Brasil, quando da sua criação, em 1808, por Dom João VI, ocasião em que acumulava concomitantemente as atribuições de banco de governo e de banco comercial. Nos anos subsequentes, essa acumulação de funções acabou por provocar problemas operacionais, que trouxeram graves consequências para a economia do país em determinados períodos, motivo pelo qual, com o passar do tempo, intensificou-se a ideia da separação de suas funções com a criação de um banco central independente.²⁶⁴

²⁶¹ Esse é exatamente o caso brasileiro. Em relatório publicado mensalmente pela STN (Relatório Mensal da Dívida Pública Federal), esses dados são disponibilizados. A título de exemplo, no Relatório referente ao mês julho/2024, na Tabela 1.4, verificamos que, na totalidade dos títulos públicos emitidos, 38,94% correspondiam aos títulos indexados à Selic, 36,05% ao IPCA e somente 13,09% a títulos prefixados (BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. *Relatório Mensal da Dívida Pública Federal – julho/2024*. Publicado em: 30 ago. 2024. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:50320. Acesso em: 22 set. 2024).

²⁶² JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 67.

²⁶³ BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1990, v. 7, p. 396-404.

²⁶⁴ Para mais detalhes quanto à evolução cronológica da necessidade de se criar um banco central com atribuição exclusiva de emitir moeda, ver: JALORETTO, Cláudio. Banco

Até a criação do BCB, em 1964,²⁶⁵ havia um conflito de forças antagônicas no Congresso Nacional quanto à formação de um banco central autêntico, muito em razão dos interesses de alguns setores acostumados às orientações de políticas econômicas aplicadas até então, tendo em vista que o combate à inflação não era prioridade, sendo comum o uso da emissão monetária para cobrir déficits fiscais.²⁶⁶

Mesmo após a criação do BCB, ainda houve uma longa transição até a concretização definitiva de suas funções, o que fora motivado pelas crescentes crises econômicas a partir dos anos 1980 em diante e, finalmente, sacramentada com a CF/1988, tendo-lhe assegurado a exclusividade da condição de emissor da moeda, da centralização das disponibilidades do Tesouro e da condução da política monetária, com a autorização para a compra e venda de títulos de emissão do Tesouro Nacional.²⁶⁷

Após a CF/1988, portanto, pode-se afirmar que o BCB passou, de fato, a exercer as funções de um banco central clássico, que podem ser sintetizadas da seguinte forma:

Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 68-69.

²⁶⁵ Lei 4.595/1964, art. 8º: A atual Superintendência da Moeda e do Crédito é transformada em autarquia federal, tendo sede e foro na Capital da República, sob a denominação de Banco Central da República do Brasil, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, este constituído dos bens, direitos e valores que lhe são transferidos na forma dessa Lei e ainda da apropriação dos juros e rendas resultantes, na data da vigência dessa Lei, do disposto no art. 9º do Decreto-Lei 8.495, de 28.12.1945, dispositivo que ora é expressamente revogado (BRASIL. *Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 6 fev. 2025).

²⁶⁶ JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 68.

²⁶⁷ Art. 164. A competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo Banco Central.

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

§ 2º O Banco Central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.

§ 3º As disponibilidades de caixa da União serão depositadas no Banco Central; as dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei (BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 3 fev. 2025).

•• *Endividamento Público: consequências e seu controle jurídico*

- (i) executor da política monetária, em que regula a expansão ou a contração dos meios de pagamento, com a utilização dos instrumentos monetários ao seu alcance (taxa de juros, recolhimento compulsório, taxas de redesconto, operações de compra e venda de títulos públicos no mercado aberto etc.);
- (ii) banco emissor, em que detém o monopólio da emissão de moeda, isto é, detém o poder de criar moeda;
- (iii) banqueiro do governo, em que assume a função de “caixa do Tesouro”, travestindo-se no depositário e administrador das reservas e disponibilidades financeiras;
- (iv) banqueiro dos bancos, situação em que regulamenta o recebimento dos depósitos compulsórios dos demais bancos, o fornecimento de empréstimos de liquidez e redesconto, o funcionamento dos serviços bancários, além de atuar como “prestamista de última instância”; e
- (v) superintendente do Sistema Financeiro Nacional, em que exerce o poder de editar normas de fiscalização, controle e ordenação das atividades das instituições financeiras, podendo, ainda, conceder autorização para o seu funcionamento e decretar intervenção ou liquidação extrajudicial dessas pessoas jurídicas.²⁶⁸

Posteriormente, a LRF,²⁶⁹ embora mais direcionada para a gestão das finanças públicas, acabou por incorporar uma medida restritiva à livre atuação do BCB na condução da política monetária do país, pois proibiu a emissão de títulos próprios por parte da autarquia, o que gerou algumas críticas de setores da doutrina especializada, tanto econômica quanto jurídica uma vez que, após a LRF, o BCB, forçosamente, passaria a depender de títulos emitidos pelo Tesouro para operacionalizar a condução de suas escolhas quanto à política monetária.²⁷⁰

Há, por conseguinte, certa “dualidade” de funções principais atribuídas ao BCB: (i) na condição de autarquia governamental, atua como regulador do sistema financeiro nacional e como formulador da política monetária; e, (ii) na condição de

²⁶⁸ SADDI, Jairo. Administração das finanças públicas. In: CARDOZO, José Eduardo Martins; QUEIROZ, João Eduardo Lopes; SANTOS, Márcia Walquíria Batista dos (org.). *Curso de direito administrativo econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, v. 2, p. 494-495.

²⁶⁹ Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar (BRASIL. *Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 4 fev. 2025).

²⁷⁰ No próximo tópico, aprofundaremos as principais críticas (e contra-argumentos a elas) à proibição de o BCB emitir títulos próprios.

instituição financeira, é o depositário dos recursos da União, das reservas internacionais do país e dos depósitos compulsórios das instituições financeiras.²⁷¹

É preciso ressaltar que, no exercício de ambas as funções, as escolhas do BCB têm o potencial de impactar a gestão da dívida pública, embora, no Brasil, essa competência seja, *a priori*, dos Poderes Executivo e Legislativo. Conforme anteriormente comentado, quando o BCB atua como formulador da política monetária, poderá conflitar com os resultados pretendidos pelo Poder Executivo na execução de sua política fiscal. Ademais, um aumento da taxa básica de juros da economia produz, automaticamente, a ampliação dos níveis de endividamento em face do acréscimo dos encargos da dívida.

Da mesma forma, quando o BCB conduz a gestão das reservas internacionais e dos depósitos compulsórios, poderá afetar a ampliação ou a contração da liquidez, o que exigirá, em contrapartida, dadas situações específicas, um “enxugamento” ou uma “expansão” da moeda em circulação via operações compromissadas e, por consequência, haverá efeitos diretos no conceito da DBGG, um dos indicadores utilizados para a mensuração dos níveis de endividamento do país.²⁷²

Além da política monetária, o BCB tem, ainda, atribuições de condução das políticas cambial e creditícia do país, que também afetam a gestão da dívida pública, pois, a depender dos instrumentos utilizados, poderão resultar no aumento ou na diminuição das reservas internacionais e na quantidade de moeda em circulação, com reflexos na taxa de juros da economia.²⁷³

²⁷¹ JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 76.

²⁷² Os impactos ocasionados na dívida pública pelas operações compromissadas serão analisados com maior profundidade em item do próximo tópico, referente aos relacionamentos institucionais entre o BCB e o TN.

²⁷³ Lei 4.595/1964, art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

[...]

VI – exercer o controle do crédito sob todas as suas formas;

[...]

XV – efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada. (Incluído pela Lei Complementar 179, de 2021)

Art. 11. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil;

[...]

III – Atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial; [...] (BRASIL. *Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho

Mais recentemente, com a autonomia técnica-operacional conferida ao BCB pela LC 179/2021,²⁷⁴ acrescida à originária “dualidade de funções”, alguns autores passaram a apontar o surgimento de variadas distorções e inconsistências que podem impactar, direta ou indiretamente, a gestão da dívida pública, as quais serão analisadas a partir do próximo item.

3.1.3.2 *Modos de atuação do BCB*

Para conduzir a política monetária, um banco central pode fazer uso de diversos instrumentos operacionais, tais como títulos públicos, depósitos compulsórios, operações compromissadas, títulos privados, redesconto, empréstimos de liquidez ou derivativos; desde que permitidos ou não vedados pelo ordenamento jurídico de cada país.²⁷⁵

No caso brasileiro, a legislação veda, expressamente, a utilização de títulos de emissão própria.²⁷⁶ Para os defensores de maior autonomia a ser conferida ao BC, trata-se de um equívoco do legislador impor a referida restrição, “pois o BC não estaria dependente da emissão de títulos pelo governo” para operar a política monetária, bastando uma eventual recusa do Tesouro para emitir os títulos respectivos e, assim, ocasionar o comprometimento dos resultados monetários desejados pelo BC.²⁷⁷

Como se vê, a escolha quanto aos instrumentos de política monetária está longe de ser algo simplista, pois envolve questões intrincadas relativas à independência do BC que, por sua vez, abrange outros temas ainda mais sensíveis, referentes à própria legitimação democrática quanto à execução da política monetária. Afinal, um banco central pode ter total liberdade ao escolher esses instrumentos? Mesmo que a resposta seja afirmativa, não haveria algum tipo de controle sobre os

Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 6 fev. 2025).

²⁷⁴ BRASIL. *Lei Complementar 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores e altera artigo da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

²⁷⁵ JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 81.

²⁷⁶ Art. 34, da LRF.

²⁷⁷ JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 81. O autor reconhece, no entanto, a adequação dos contra-argumentos, uma vez que, existindo a possibilidade de a autoridade monetária utilizar títulos próprios para o manejo da liquidez, haveria o risco de conflitos potenciais, “pois os títulos do BC podem concorrer com os títulos do governo em determinado mercado, particularmente em momentos de instabilidade financeira”.

resultados apresentados concretamente? A sociedade pode exigir que as escolhas prévias de políticas econômicas pelo BC sejam devidamente justificadas?

Com relação às escolhas de instrumentos monetários, quanto maior for a autonomia concedida ao BC, logicamente haverá uma ampla discricionariedade relativa à definição dos meios a serem utilizados pela autoridade monetária. No Brasil, a autonomia técnica-operacional do BCB foi expressamente reconhecida pela LC 179, de 24 de fevereiro de 2021,²⁷⁸ o que permite deduzir que o legislador priorizou maior “independência” da referida autarquia – especialmente na condução da política monetária – em face do Poder Executivo.²⁷⁹

No entanto, no caso brasileiro, não existe uma autonomia operacional absoluta por parte do BCB uma vez que a própria legislação estabelece quais os objetivos a serem alcançados na concretização de suas funções institucionais.²⁸⁰ Em acréscimo, determina que o BCB deve conduzir a política monetária direcionada para o cumprimento das metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional

²⁷⁸ Art. 6º O Banco Central do Brasil é autarquia de natureza especial caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica, pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira, pela investidura a termo de seus dirigentes e pela estabilidade durante seus mandatos, bem como pelas demais disposições constantes desta Lei Complementar ou de leis específicas destinadas à sua implementação (BRASIL. *Lei Complementar 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 7 fev. 2025).

²⁷⁹ O termo “independência”, dada a sua vagueza, se trata de um conceito aberto, que comporta, portanto, variadas exegeses. Os autores, especialmente os economistas, tendem a diferenciar graus de independência, a qual pode variar desde a escolha dos próprios objetivos da política monetária, perpassando a liberdade de escolha quanto aos instrumentos de execução da política (ness caso, os objetivos ficam a cargo de outro órgão ou da própria legislação), até um patamar um pouco mais restrito de independência, em que tanto os objetivos como os instrumentos da política monetária saem do âmbito de discricionariedade do BC. A título de exemplo, na Alemanha, o *Bundesbank* é orientado pela lei a “salvaguardar a moeda” e o FED, nos EUA, é instruído a buscar tanto o “pleno emprego” como “preços estáveis”. Já na Nova Zelândia, a meta numérica da inflação é estabelecida pelo *Reserve Bank* (BLINDER, Alan S. *Central banking in theory and practice*. England: Cambridge University Press, 1998, p. 54-55).

²⁸⁰ Assim dispõe o art. 1º da LC 179/2021, que define a estabilidade de preços como objetivo fundamental do BCB, além de estabelecer outros objetivos no parágrafo único, a saber: zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego (BRASIL. *Lei Complementar 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores e altera artigo da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 7 fev. 2025).

(CMN).²⁸¹ Conclui-se, portanto, que a autonomia técnica e operacional concedida ao BCB, além de se restringir à escolha dos meios operacionais necessários, não pode se desvirtuar de nenhum dos objetivos estipulados em lei, isto é, o BCB, na execução da política monetária do país, deve, obrigatoriamente, priorizar a estabilidade dos preços; porém, sem se descuidar dos demais objetivos, o que significa que o controle da inflação deve ser a meta principal, desde que orientado para suavizar as flutuações da atividade econômica e fomentar o pleno emprego.

Indaga-se, no entanto, se essa assertiva, no sentido de o BCB dispor de relativa liberdade quanto à seleção dos instrumentos de política monetária, permite a conclusão de que não há um dever de fundamentação em relação a essas escolhas. A resposta também não é simples, pois, em muitas situações, a publicização das deliberações do BCB pode influenciar as expectativas futuras dos agentes econômicos, gerando, por consequência, um fator de instabilidade na precificação futura dos principais índices.²⁸²

Contudo, não podemos olvidar que a transparência foi estabelecida pela CF/1988 como pedra de toque da Administração Pública, uma vez que tem a “importante função de fornecer subsídios para o debate acerca das finanças públicas, de maneira a permitir uma maior fiscalização das contas públicas por parte dos órgãos competentes e, mais amplamente, da própria sociedade”.²⁸³

Nada obstante, deve-se ter em mente que transparência é um conceito mais amplo que o de publicidade, pois a publicação de informações em linguagem técnica não garante, por si só, a transparência se os cidadãos não tiverem condições mínimas de interpretar e compreender adequadamente essas referências e não puderem utilizá-las para o controle social. A transparência, portanto, não se expressa apenas pela quantidade de informações, mas também por sua qualidade, objetividade, inteligibilidade e utilidade. Logo, não pode ser compreendida apenas sob a ótica do acesso à informação, mas deve abarcar outros elementos como

²⁸¹ Art. 2º da LC 179/2021.

²⁸² A título de exemplo, José Luís Oreiro informa que o BCB, no fim de 2021, declarou que “a dinâmica da taxa de juros dependeria de o teto de gastos ser respeitado ou não”, o que acabou criando um ambiente de expectativas de que o Banco Central elevaria a taxa de juros no futuro, acarretando a elevação da taxa de juros longa (de longo prazo) na economia, por parte do mercado financeiro. Em suma, “muito da inclinação da curva de juros foi o *forward guidance* do Banco Central” (MENDONÇA JÚNIOR, Félix. *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2023, p. 126).

²⁸³ MENDES, Gilmar Ferreira. Aspectos administrativos econômicos da responsabilidade fiscal: transparência, controle e fiscalização da gestão fiscal. In: CARDOZO, José Eduardo; QUEIROZ, João Eduardo Lopes; SANTOS, Márcia Walquíria Batista dos (org.). *Curso de direito administrativo econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, v. 2, p. 583.

responsividade, *accountability*, combate à corrupção, prestação de serviços públicos, confiança, clareza e simplicidade.²⁸⁴

Sendo assim, o BCB, no exercício da execução das políticas de sua competência (monetária, cambial e creditícia), tem o dever de, preliminarmente, adotar a transparência como regra de conduta, restringindo o sigilo para as situações excepcionais em que este for, de fato, indispensável visto que, ao priorizar o sigilo à transparência, deve, necessariamente, haver um maior ônus de justificação por parte da autoridade monetária, a qual, a propósito, estará, de forma integral, submetida à devida verificação pelos órgãos de controle.

Não é legítimo, por conseguinte, que o BCB faça uso de alegações genéricas e recorrentes, em toda e qualquer situação, como “o sigilo é necessário para evitar risco de uso indevido das nossas manifestações pelo mercado”, sendo certo que a motivação da recusa à informação deve ser levada a efeito individualmente e considerando as especificidades do caso concreto em análise.

Ademais, com relação aos órgãos de controle, não pode o BCB alegar eventual sigilo, uma vez que se submete à devida prestação de contas, como todo e qualquer órgão ou ente público.²⁸⁵ À vista disso, mesmo que o BCB considere que alguma deliberação não deva ser publicizada em caráter geral, deve disponibilizá-la aos órgãos de controle, pois, no exercício da função fiscalizatória, é incabível restringir-lhes o acesso sob o fundamento da confidencialidade.²⁸⁶

²⁸⁴ ABRAHAM, Marcus. Os princípios reitores da lei de responsabilidade fiscal e as lições de Ricardo Lobo Torres. In: CAMPOS, Carlos Alexandre de Azevedo; OLIVEIRA, Gustavo da Gama Vital de; MACEDO, Marco Antonio Ferreira (coord.). *Direitos fundamentais e estado fiscal* – Estudos em homenagem ao Professor Ricardo Lobo Torres. Salvador: JusPodivm, 2019, p. 359.

²⁸⁵ CF/1988: Art. 70. A fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial da União e das entidades da administração direta e indireta, quanto à legalidade, legitimidade, economicidade, aplicação das subvenções e renúncia de receitas, será exercida pelo Congresso Nacional, mediante controle externo, e pelo sistema de controle interno de cada Poder.

Parágrafo único. Prestará contas qualquer pessoa física ou jurídica, pública ou privada, que utilize, arrecade, guarde, gerencie ou administre dinheiros, bens e valores públicos ou pelos quais a União responda, ou que, em nome desta, assuma obrigações de natureza pecuniária (BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 3 fev. 2025).

²⁸⁶ Nesse sentido, nos autos do MS 23.168-AgR, julgado em 27.6.2019, a 1ª Turma do STF afastou a alegação de sigilo bancário como óbice ao fornecimento de documentos requisitados pelo TCU à sociedade de economia mista, *in casu*, ao Banco do Brasil S/A. (BRASIL. Supremo Tribunal Federal. MS 23.168-AgR, 1ª Turma, Relatora: Min. Rosa Weber, j. 27.6.2019).

De qualquer forma, ainda que a publicidade seja a regra de atuação no BCB, em casos específicos e, desde que, repita-se, seja casuística e pormenorizadamente justificado, é possível que a referida autarquia mantenha o sigilo em situações singulares. Um exemplo de especificidade pode ser extraído de uma decisão do Plenário do TCU, no Acórdão 1.220/2019, em que o objeto principal de discussão era relacionado, em termos sucintos, a uma determinação anterior do referido Tribunal para que o BCB, conjuntamente com a Secretaria de Orçamento Federal (SFO) e a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), realizasse um “estudo acerca do intervalo desejável para a manutenção do estoque de operações compromissadas e do nível de reservas internacionais em face das peculiaridades da economia nacional”.²⁸⁷

Os Ministros do Colegiado do TCU acabaram decidindo, ao fim, pelo provimento do pedido de reexame, tornando insubsistente a referida determinação. Em linhas gerais, encontrava-se no centro do debate justamente a cautela que deve ser reconhecida à publicidade das manifestações do BCB, em razão, sobretudo, dos efeitos de suas repercussões.

Quando o país adquire ou aumenta suas reservas internacionais, isto é, suas disponibilidades em haveres (moedas internacionais, geralmente o dólar), gera a necessidade de a autoridade monetária realizar operações compromissadas para diminuir a quantidade de moedas em circulação, o que, por sua vez, além de afetar as taxas de juros praticadas no mercado e o resultado do BCB, implica um aumento da DBGG.²⁸⁸ Por conseguinte, qualquer indicação, por parte do BCB, daquilo que pretende concretizar em termos de aumento e diminuição de reservas ou compra e venda de compromissadas, poderá suscitar interpretações – ou especulações – por parte dos agentes econômicos.

Usualmente, o BCB sinaliza, para o mercado e para a sociedade, o modo como conduzirá as políticas de sua competência, o que é exigido, inclusive, para que a

Da mesma forma, quando do julgamento do MS 33.340, realizado em 26.5.2015, o mesmo órgão colegiado do STF igualmente afastou o sigilo frente ao TCU, mediante recusa do BNDES em fornecer-lhe dados sob a alegação de sigilos bancários e empresarial (BRASIL. Supremo Tribunal Federal. *MS 33.340/DF*, 1ª Turma, Relator: Min. Luiz Fux, j. 26.5.2015).

²⁸⁷ A referida determinação fora proferida em decisão anterior, no Acórdão 1.084/2018-Plenário, e o Acórdão 1.220/2019 se tratava de um pedido de reexame justamente em face dessa determinação, tendo, portanto, natureza recursal.

²⁸⁸ As compromissadas, em apertada síntese, são operações realizadas pela autoridade monetária com o objetivo de regular a liquidez no curto prazo, mediante a venda, com cláusula de recompra, de títulos do Tesouro Nacional. Uma vez que esses títulos têm prazos mais longos, o BCB negocia os papéis com prazo de recompra por ele definido, de modo a assegurar que a liquidez diária da economia esteja dentro dos parâmetros por ele estabelecidos. A DBGG inclui também as operações compromissadas realizadas pelo BCB com títulos públicos. “Essas operações são incluídas porque apresentam estreita relação com a dívida do Tesouro Nacional, e sua inclusão na DBGG permite melhor acompanhar a situação fiscal do governo” (BRASIL. Banco Central do Brasil. *Dívida líquida do governo geral (% PIB)*. Disponível em <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/4536-divida-liquida-do-governo-geral--pib>. Acesso em: 22 dez. 2024).

autoridade monetária adquira a devida credibilidade para atuar da forma mais eficaz possível.²⁸⁹

No entanto, o BCB não deve abrir mão da correspondente parcimônia quando da publicização de suas decisões, em especial quando se tratar de tema controverso ou em que não esteja presente a denominada “certeza científica”, que é exatamente o que se verifica no presente caso em análise (nível ótimo das reservas e das operações compromissadas).²⁹⁰

Em acréscimo, deve evitar que grupos econômicos façam uso das informações “para aumentar seus ganhos especulativos numa antecipação à atuação da autoridade monetária”. Exemplificativamente, se se souber previamente que o BCB venderá dólares americanos para ajustar o nível das reservas ao parâmetro predeterminado, haverá, em contrapartida, um aumento da oferta dessa moeda, com a correspondente desvalorização, o que reduzirá os ganhos do BCB com a operação e o valor, em real, das reservas internacionais, além das repercussões na balança comercial, com o aumento esperado das importações e queda das exportações.²⁹¹

Conclui-se, portanto, que a divulgação de informações pelo BCB pode induzir o comportamento dos agentes econômicos, com a conseqüente produção de impactos na esfera orçamentária e na consecução das metas fiscais, sendo imperioso reconhecer o cuidado e a prudência que devem permear o acesso à transparência no que se refere à execução de políticas econômicas pela autoridade monetária.

Em vista disso, da mesma forma que, em determinadas circunstâncias, seja legítimo ao BC alegar a necessidade de sigilo para proceder à recusa de acesso a informações, deve a autoridade monetária dedicar o mesmo zelo à publicização de suas deliberações, em razão, reitere-se, das graves conseqüências que poderão ocasionar em termos de políticas econômicas e sociais.²⁹²

²⁸⁹ BRASIL. Banco Central do Brasil. *Relatório de Gestão das Reservas Internacionais*, v. 16, mar. 2024. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/relgestaoreservas/GESTAORESERVAS202403-relatorio_anual_reservas_internacionais_2024.pdf. Acesso em: 7 fev. 2025.

²⁹⁰ Há proeminentes estudos no sentido de que o estabelecimento de um nível fixo e rígido de reservas poderia ocasionar uma limitação na gestão das políticas monetária e cambial do país uma vez que um patamar “ótimo” delas dependeria de circunstâncias conjunturais externas e internas, da política econômica adotada pelo país e de suas repercussões na política cambial, não havendo, ainda, uma literatura internacional conclusiva quanto ao assunto (MENDONÇA JUNIOR, Félix. *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, 2023, p. 268).

²⁹¹ MENDONÇA JUNIOR, Félix. *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, 2023, p. 262.

²⁹² De acordo com o *caput* do art. 7º da LRF e o seu § 1º, os resultados positivos do BC (oriundos, em regra, da gestão das reservas cambiais e da execução da política monetária) devem

Tem sido muito usual que os membros do Comitê de Política Monetária (COPOM), integrado pelo presidente e diretores do BCB, apresentem publicamente constantes preocupações com a política fiscal do país.²⁹³ De fato, não se pode olvidar que as políticas fiscal e monetária são interligadas e provocam impactos mútuos; porém, não se encontra na esfera de competência do BCB a execução da política fiscal, que se insere no âmbito de atribuições do Poder Executivo, por intermédio da atuação do Ministério da Fazenda. Logicamente, qualquer opinião, por parte da autoridade monetária, quanto à má condução da política fiscal, promoverá reflexos nas estimativas e projeções dos agentes econômicos. Há, ademais, um agravante adicional, nesse caso, pois o mercado financeiro poderá atrelar “a crítica implícita” a uma eventual ausência de integração entre as autoridades monetária e fiscal, o que tende a provocar um desequilíbrio nas expectativas futuras, com a elevação das precificações de risco.

Os membros diretivos do BCB devem, portanto, atuar com bastante comedimento quando estiverem divulgando suas estratégias institucionais, sendo certo que, apesar de a transparência ser a regra – devendo, por isso, ser priorizada –, muitas vezes, uma atuação mais contida poderá ser a mais adequada se, por óbvio, a publicização for de encontro ao interesse público geral.

Assim como os demais agentes públicos, o presidente e os diretores do BC se sujeitam às sanções legais nos variados campos administrativo, civil e criminal, não sendo demais destacar que, em contrapartida ao reconhecimento de sua autonomia técnica-operacional, há previsão expressa de hipótese de exoneração de seus membros “quando apresentarem comprovado e recorrente desempenho insuficiente para o alcance dos objetivos do Banco Central do Brasil”.²⁹⁴

3.1.4 Sistema Tribunais de Contas

O controle externo, que abarca a fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial, é da titularidade do Congresso Nacional, por meio do qual qualquer pessoa, física ou jurídica, pública ou privada que, de alguma forma, esteja envolvida com a gestão ou com a execução de recursos públicos, tem o dever de prestar contas.²⁹⁵

ser repassadas ao Tesouro; por outro lado, os resultados negativos devem ser cobertos mediante dotação orçamentária específica, podendo acarretar graves impactos fiscais.

²⁹³ A título de exemplo, na Ata do Comitê da 265ª Reunião (17-18 setembro, 2024), denota-se a seguinte passagem: “O Comitê reforçou a visão de que o esmorecimento no esforço de reformas estruturais e disciplina fiscal, o aumento de crédito direcionado e as incertezas sobre a estabilização da dívida pública têm o potencial de elevar a taxa de juros neutra da economia, com impactos deletérios sobre a potência da política monetária e, consequentemente, sobre o custo de desinflação em termos de atividade”, o que pode perfeitamente ser interpretado como uma “crítica implícita” à condução da política fiscal do país.

²⁹⁴ Art. 5º, inc. IV, da LC 179/2021.

²⁹⁵ Art. 70 e parágrafo único da CF/1988.

Cabe ao TCU a atribuição de auxiliar o Congresso em sua função específica de exercer o controle externo da administração pública federal, mediante as funções delineadas no art. 71, da CF/1988, as quais podem ser sintetizadas em fiscalizadora, consultiva, informativa, judicante, sancionadora, corretiva, normativa, ouvidoria e administrativa.²⁹⁶

O referido “auxílio”, no entanto, não significa nenhum tipo de subordinação hierárquica, política ou técnica, ao órgão do Poder Legislativo. Nesse sentido, setores da doutrina fazem uma interessante correlação entre a atuação do Tribunal de Contas e a do Ministério Público, uma vez que não se pode exercer a jurisdição senão com a participação desse último. “Uma só função (a jurisdicional), com dois diferenciados órgãos [Ministério Público e Judiciário] a servi-la. Sem que se possa falar da superioridade de um perante o outro”. Logo, “assim como não se pode exercer a jurisdição com o descarte do *Parquet*, também é inconcebível o exercício da função estatal de controle externo sem o necessário concurso ou o contributo obrigatório dos Tribunais de Contas”.²⁹⁷

Da mesma forma, o Plenário do STF, por unanimidade de votos, referendou a liminar concedida pelo Relator, Ministro Celso de Mello, na Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) 4.190, cujo voto, em linhas gerais, expressamente, dispunha que os Tribunais de Contas não se acham subordinados, por qualquer vínculo de ordem hierárquica, ao Poder Legislativo, “de que não são órgãos delegatários nem organismos de mero assessoramento técnico”, ressaltando, ao final, que a competência institucional dos Tribunais de Contas resulta, primariamente, da própria Constituição da República.²⁹⁸

Como a gestão da dívida pública está diretamente atrelada ao planejamento e à aplicação de recursos públicos, com impactos imediatos nas escolhas alocativas orçamentárias, cabe ao TCU, precipuamente, a fiscalização dos recursos públicos envolvidos na execução das políticas fiscal, monetária, creditícia e cambial do país uma vez que é da competência da União a condução da economia nacional.

Na realização desta função – controle da dívida pública brasileira –, o TCU pode fazer uso de qualquer de suas atribuições constitucionais, enumeradas nos incs. do art. 71, bem como dos mecanismos previstos em lei, destacando-se, em especial, sua Lei Orgânica (LO, Lei 8.443/1992²⁹⁹), especificados nos itens a seguir.

²⁹⁶ CONTI, José Maurício. *Direito financeiro na Constituição de 1988*. São Paulo: Oliveira Mendes, 1998, p. 23.

²⁹⁷ BRITTO, Carlos Ayres. O regime constitucional dos Tribunais de Contas. *Fórum Administrativo: Direito Público*, Belo Horizonte, v. 5, n. 47, p. 4933-4939, jan. 2005.

²⁹⁸ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. *ADI 4.190 MC-Ref.*, Tribunal Pleno, Relator: Min. Celso de Mello, j. 10.3.2010, DJ 11.6.2010.

²⁹⁹ BRASIL. *Lei 8.443, de 16 de julho de 1992*. Dispõe sobre a Lei Orgânica do Tribunal de Contas da União e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8443.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

3.1.4.1 *Macroavaliação das contas anuais do chefe do Executivo*

O Presidente da República deve “prestar, anualmente, ao Congresso Nacional, dentro de sessenta dias após a abertura da sessão legislativa, as contas referentes ao exercício anterior” (art. 84, XXIV, da CF/1988), sendo seu julgamento da competência exclusiva do Congresso Nacional (art. 49, IX, da CF/1988).³⁰⁰

As denominadas “contas de governo”, também conhecidas como “Balanços Gerais”, são apreciadas pelo Congresso, após a emissão de um parecer prévio por parte do TCU (art. 71, I, da CF/1988) e consubstanciam-se em uma análise das “contas globais”, cujo conteúdo compreende o retrato da situação das finanças da unidade federativa. Revelam, portanto, “o cumprir do orçamento, dos planos de governo, dos programas governamentais, demonstram os níveis de endividamento, o atender aos limites de gasto mínimo e máximo previstos no ordenamento para saúde, educação, gastos com pessoal”.³⁰¹

Aqui, a função de controle exercida pelo TCU é essencialmente técnica-jurídica, restringindo-se a uma atividade opinativa e de assessoramento, de modo a fornecer “os elementos técnicos necessários à formação de um juízo político por parte do Poder Legislativo, tendo em conta ser sua [do Legislativo] a competência de julgamento”.³⁰²

É possível, no entanto, apesar de sua natureza meramente opinativa, que o parecer contenha recomendações e ressalvas em relação a eventuais inconsistências encontradas, o que vem sendo muito usual no exame específico da dívida pública da União. Nesse sentido, nas contas de governo do Presidente da República, referentes ao exercício de 2023, o TCU fez um alerta contundente quanto à expansão do endividamento público, uma vez que:

53. No final de 2023, o saldo da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que engloba as contas da União (incluindo as do Banco Central), dos Estados, dos Municípios e das respectivas estatais não financeiras (exceto Petrobras), com subtração dos seus ativos financeiros, computou R\$ 6,61 trilhões, subindo de 56,1% para 60,8% do PIB, em comparação com 2022.

54. A variação de R\$ 954,8 bilhões na DLSP de um ano para o outro se deveu principalmente à apropriação dos juros, em R\$ 718,3 bilhões, e ao déficit primário do setor público consolidado (União, entes subnacionais e estatais), em R\$ 249,1 bilhões, compensados pelas privatizações, em R\$ 21,1 bilhões.

55. Já a Dívida Pública Federal (DPF) atingiu R\$ 6,52 trilhões em 2023, significando um acréscimo de 9,56% em relação ao ano anterior, mas ainda dentro do

³⁰⁰ Em caso de descumprimento desse dever constitucional pelo presidente, a Câmara dos Deputados deve proceder à tomada de contas (art. 51, II, da CF/1988).

³⁰¹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *ROMS 11.060/GO*, 2ª Turma, Relator: Min. Laurita Vaz, Relator para o acórdão: Min. Paulo Medina, j. 25.6.2002, DJ 16.9.2002.

³⁰² MILESKI, Helio Saul. *O controle da gestão pública*. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 308.

previsto no Plano Anual de Financiamento. Foi necessária a rolagem de 97% da dívida mobiliária interna, contra 83% em 2022.³⁰³

Apesar de o TCU ter sugerido a aprovação das contas anuais do Presidente da República no referido exercício, não deixou de proceder às advertências necessárias quanto aos fatores do aumento da dívida, que se concentraram, basicamente, em apropriação dos juros e aumento do déficit primário consolidado (que inclui todos os entes federativos e as estatais), o que acabou ocasionando a necessidade de rolagem da ordem de 97% da dívida mobiliária interna.

No que tange aos Tribunais de Contas estaduais, não existe uma fiscalização tão abrangente como a do TCU quanto à temática dívida pública, uma vez que é da competência da União a condução da política econômica do país. No entanto, contínuos déficits fiscais dos entes subnacionais vêm, ao longo dos anos, causando impactos expressivos nos resultados macroeconômicos nacionais, do que resulta que os controles exercidos pelos diversos órgãos de fiscalização estaduais ganhem cada vez mais visibilidade e relevância.

Por força de previsão expressa do art. 75 da CF/1988, o modelo federal de controle aplica-se, no que couber, à organização, composição e fiscalização dos Tribunais de Contas dos Estados. É, obrigatória, portanto, a observância da simetria constitucionalmente determinada,³⁰⁴ a qual serve de embasamento para que as Cortes de Contas estaduais procedam à análise das contas de governo dos respectivos governadores e prefeitos, além das demais funções constitucionalmente atribuídas ao TCU.

No âmbito da referida análise, os Tribunais de Contas estaduais, ordinariamente, promoverão a verificação das regras positivadas que disciplinam o endividamento público, previstas na própria Constituição e regulamentadas pela LRF e pelas Resoluções do Senado Federal 40 e 43, de 2001. Todas essas normas são voltadas, precipuamente, para a responsabilidade da gestão fiscal, sendo certo que o legislador priorizou a formação de um delimitado e rígido arcabouço de controle dos déficits e dos níveis de endividamento.

Da mesma forma que fizera o TCU quando do julgamento das contas anuais do Presidente da República, o pleno do Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro (TCE-RJ), no julgamento das contas do ano de 2023 do governador, fez os devidos alertas quanto ao grau de endividamento estadual:

O total da Dívida Consolidada é composto pela soma da dívida fundada direta e indireta, incluindo-se os precatórios posteriores a 05/05/2000. Com as

³⁰³ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Processo TC 010.005/2024-2. Acórdão 1.124*, Plenário, Relator: Min. Vital do Rêgo, j. 12.6.2024.

³⁰⁴ Nesse sentido, têm-se os seguintes precedentes: ADI 6.983, Relatora: Min. Rosa Weber; ADI 6.984, Relatora: Min. Cármen Lúcia; ADI 6.981, Relator: Min. Luís Roberto Barroso.

reclassificações decorrentes do Novo Regime de Recuperação Fiscal, ao final do exercício de 2023, o total da dívida alcançou o valor de R\$ 192,25 bilhões, 8,58% superior à dívida verificada no exercício de 2022 (R\$ 177,06 bilhões), com aumento de R\$ 15,18 bilhões, em valores absolutos.

Conforme informações constantes do Relatório Gerencial da Subsecretaria de Contabilidade Geral do Estado, o aumento da dívida em relação ao saldo de dezembro de 2022 deveu-se, sobretudo, ao refinanciamento previsto no Regime de Recuperação Fiscal (RRF), regulamentado pela Lei Complementar 159/17, com modificações introduzidas pela Lei Complementar nº 178/21, onde há previsão de pagamento parcial da dívida, com o Estado do Rio de Janeiro honrando a cada exercício 11,11% dos contratos garantidos pela União e do contrato da Lei n. 9.496/97, conforme art. 9º da LC n. 159/17.

Ainda de acordo com aquela Subsecretaria, a parcela restante, correspondente a 88,89%, foi honrada pela União, sendo reincorporada ao estoque da dívida em um único contrato atrelado ao IPCA+4% a.a., englobando as dívidas honradas pela União desde 2017, totalizando R\$ 67,50 bilhões em dezembro de 2023.

A Secretaria de Estado de Fazenda estima que, no exercício de 2024, as despesas com serviço da dívida somem R\$ 9,93 bilhões, o que representaria uma variação positiva de 103,78% em relação à despesa realizada no exercício de 2023 (R\$ 4,88 bilhões), e atingiria o ápice no exercício de 2048, com estimativas de desembolso da ordem de R\$ 26,59 bilhões.

[...] são preocupantes as projeções relacionadas ao incremento nas despesas com serviço da dívida para os próximos exercícios, haja vista o vultoso dispêndio com encargos e amortização e as atuais dificuldades para manter o equilíbrio fiscal do Estado.

Acrescente-se que a necessidade de geração contínua de grandes superávits primários poderá comprometer a capacidade de gastos nas demais áreas, como Educação, Saúde, Assistência Social e Segurança Pública.³⁰⁵

Observa-se que, apesar de o Regime de Recuperação Fiscal a que se submete o Estado estar, de certa forma, possibilitando uma execução mais ordenada das políticas e despesas públicas; por outro prisma, está conduzindo a uma postergação dos pagamentos dos serviços da dívida do Estado frente à União, o que, por óbvio, poderá ocasionar resultados preocupantes às finanças estaduais no futuro.

Como dito anteriormente, nesse tipo de controle (exame das contas anuais de governo do Chefe do Poder Executivo), os Tribunais de Contas têm uma atuação mais limitada, pois circunscrita ao encaminhamento de recomendações – que não apresentam caráter coercitivo³⁰⁶ – e sugestões para o aprimoramento de itens

³⁰⁵ RIO DE JANEIRO. Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro. *Acórdão 033384/2024. Proc.: 103074-9/2024*, Plenário, Relator: Cons. José Mauricio de Lima Nolasco, j. 27.5.2024.

³⁰⁶ Esclarecemos que o tema relativo às contas de governo não poder impor comandos coercitivos ao jurisdicionado não é pacífica na doutrina, sendo certo que diversas Cortes de

constantes dessas contas; porém, não se pode olvidar que, com a ciência desses alertas, resta caracterizada a devida cientificação da situação de inconsistência por parte do gestor, o que poderá repercutir tanto no julgamento político a ser efetuado pelo Poder Legislativo como em processos específicos de outras naturezas da competência própria dos Tribunais de Contas.

3.1.4.2 Realização de auditorias

No exercício de sua função fiscalizadora, o TCU tem competência para realizar auditorias e inspeções referentes à gestão da dívida pública (art. 71, IV, da CF/1988). Aqui, ao contrário da função de mero assessoramento técnico quando da emissão de parecer prévio nas contas anuais de governo, o TCU pode encaminhar comandos coercitivos e aplicar sanções aos jurisdicionados, sendo, portanto, uma atuação dotada de maior efetividade.³⁰⁷

São variados os instrumentos a serem utilizados no exercício dessa modalidade fiscalizatória pelo TCU, tais como: auditoria de conformidade; auditoria em

Contas do país costumam encaminhar determinações, especialmente aos órgãos de controle internos e aos Secretários Estaduais de Fazenda e do Planejamento, além de outros órgãos relacionados aos itens analisados nas contas.

³⁰⁷ Em termos práticos, o Relatório final da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI), da Câmara dos Deputados, realizada em 2010, apontou que: “75. O Tribunal de Contas da União possui mandato constitucional (art. 71) e legal (Lei 8.443/92) para realizar auditorias na gestão da dívida pública federal, com escopo abrangente e ampliado pela LRF. Quando de sua exposição a esta CPI, o representante daquela Corte descreveu os mecanismos utilizados pelo Tribunal para auditar a dívida pública brasileira e emitir pareceres, obrigatoriamente encaminhadas à apreciação do Congresso. A Comissão foi informada pelo expositor das auditorias específicas sobre a dívida pública brasileira realizadas pelo TCU ao longo dos últimos anos, incluindo: i) avaliação da gestão da dívida pública federal; ii) auditoria de análise dos riscos de gestão e operacionais; iii) avaliação da composição da dívida líquida, em que foram examinados os ativos e os haveres da União; iv) verificação específica quando da migração da responsabilidade do Banco Central, em relação à dívida externa, para o Tesouro Nacional; v) auditoria sobre a dívida contratual externa, para avaliar a aplicação dos recursos e seu custo efetivo; vi) verificação da pertinência e exatidão do cálculo do resultado primário pela variação da dívida pública (“abaixo da linha”). Além disso, a pedido do Congresso Nacional, faz, periodicamente, o acompanhamento das garantias concedidas pela União a Estados e Municípios em operações de crédito externas. Da exposição do representante do TCU, constatamos que seus trabalhos, embora menos frequentes que o desejado, dão resultados. Informou-nos que auditoria do Tribunal detectou, por exemplo, operações de remissão de dívida que não tinham sido autorizadas pelo Senado Federal, e adotou as providências cabíveis” (BRASIL. Câmara dos Deputados. *Relatório final da comissão parlamentar de inquérito destinada a investigar a dívida pública da união, estado e municípios, o pagamento de juros da mesma, os beneficiários destes pagamentos e o seu impacto nas políticas sociais e no desenvolvimento sustentável do país*. Brasília, 2010, p. 21).

áreas específicas; auditoria financeira; auditoria operacional; inspeção; levantamento; e monitoramento. Todas elas com manuais específicos direcionados à adequabilidade na condução dos trabalhos de fiscalização.³⁰⁸

As diversas espécies de auditoria podem ser manejadas na fiscalização voltada para a gestão da dívida pública, no entanto as mais utilizadas na prática são: auditoria de conformidade; operacional; e financeira. Em linhas gerais, a auditoria de conformidade ou de regularidade objetiva “examinar a legalidade e a legitimidade dos atos de gestão dos responsáveis sujeitos à jurisdição do Tribunal, quanto aos aspectos contábil, financeiro, orçamentário e patrimonial”.³⁰⁹

Em síntese, a auditoria de regularidade é voltada, precipuamente, para o exame de conformidade dos atos e contratos administrativos, assim como da execução de políticas públicas às normas a eles aplicáveis previstas no ordenamento jurídico. Nesse sentido, quando determinado Tribunal de Contas estadual, com fundamento no art. 59, § 1º, inc. III, da LRF,³¹⁰ alerta um Poder ou órgão no sentido de que “os montantes das dívidas consolidada e mobiliária, das operações de crédito e da concessão de garantia se encontram acima de 90% dos respectivos limites”, está realizando um controle de conformidade.

Por outra perspectiva, a auditoria operacional objetiva “examinar a economicidade, eficiência, eficácia e efetividade de organizações, programas e atividades governamentais, com a finalidade de avaliar o seu desempenho e de promover o aperfeiçoamento da gestão pública”.³¹¹ Melhor dizendo, a auditoria operacional tem por objetivo principal avaliar a *performance* das políticas públicas, bem como a

³⁰⁸ Todos os manuais de auditoria, bem como referências conceituais e instruções de manejo dos instrumentos de fiscalização estão disponibilizados no sítio eletrônico do TCU.

³⁰⁹ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Portaria-TCU 185, de 30 de novembro de 2020*. Altera o Anexo da Portaria-TCU 280, de 8 de dezembro de 2010, que dispõe sobre as Normas de Auditoria do Tribunal de Contas da União (NAT), p. 13. Disponível em: [³¹⁰ BRASIL. *Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: \[https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm\]\(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm\). Acesso em: 4 fev. 2025.](https://btcu.apps.tcu.gov.br/api/obterDocumentoPdf/66513656#:~:text=PORTARIAS,PORTARIA%2DTCU%20N%C2%BA%20185%2C%20DE%2030%20DE%20NOVEMBRO%20DE%202020,Contas%20da%20Uni%C3%A3o%20(NAT).&text=considerando%20as%20informa%C3%A7%C3%B5es%20constantes%20do,Art. Acesso em: 7 fev. 2025.</p></div><div data-bbox=)

³¹¹ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Portaria-TCU 185, de 30 de novembro de 2020*. Altera o Anexo da Portaria-TCU 280, de 8 de dezembro de 2010, que dispõe sobre as Normas de Auditoria do Tribunal de Contas da União (NAT), p. 13. Disponível em: [142](https://btcu.apps.tcu.gov.br/api/obterDocumentoPdf/66513656#:~:text=PORTARIAS,PORTARIA%2DTCU%20N%C2%BA%20185%2C%20DE%2030%20DE%20NOVEMBRO%20DE%202020,Contas%20da%20Uni%C3%A3o%20(NAT).&text=considerando%20as%20informa%C3%A7%C3%B5es%20constantes%20do,Art. Acesso em: 7 fev. 2025.</p></div><div data-bbox=)

eficiência do gasto público, a qualidade e a efetividade dos serviços públicos. Trata-se, essencialmente, de uma atividade de colaboração com o gestor público, em geral com atuação *ex ante* ou concomitante à execução das políticas e dos gastos públicos, de orientação mais pedagógica e de aprendizagem institucional.

No que tange à gestão da dívida pública, o TCU vem priorizando a realização de auditorias operacionais, nas quais, em regra, expede recomendações (sem caráter coercitivo) em auxílio aos jurisdicionados, a exemplo de: adoção de controles gerais com o uso da Tecnologia da Informação; disponibilização de meios mais céleres e simplificados para a concretização da transparência nos indicadores e instrumentos utilizados na gestão da dívida; aprimoramento dos órgãos de controle interno para que orientem adequadamente os respectivos jurisdicionados; entre diversas outras.³¹²

Falou-se, neste texto, que, “em regra”, o TCU encaminha “recomendações” em auditorias operacionais, dada a natureza de sua atuação colaborativa, mais voltada para a orientação e a aprendizagem daqueles que se submetem à sua jurisdição. No entanto, como são direcionadas para o “controle do desempenho”, com a respectiva mensuração dos resultados apresentados, implicam “julgamentos de mérito e, portanto, políticos das ações governamentais e avançam para a formulação de opiniões a respeito do sucesso ou falha na sua implementação, bem como recomendações sobre futuras iniciativas”.³¹³ Isso significa dizer que o TCU vem, cada vez mais, endereçando “determinações”, de natureza coercitiva – inclusive, com a imposição de sanções caso não atendidas – em auditorias operacionais.³¹⁴

Por último, no que se refere à auditoria financeira, cujo “principal objetivo é melhorar e promover a prestação de contas de órgãos e entidades públicos”, tendo, ainda, como propósito aumentar o grau de confiança das demonstrações contábeis e financeiras que são disponibilizadas pelos jurisdicionados, esta espécie de auditoria acaba por se traduzir em “um importante instrumento de fiscalização para a verificação independente da confiabilidade das demonstrações financeiras divulgadas por órgãos e entidades públicos, na defesa dos princípios de transparência e prestação de contas”.³¹⁵

³¹² TCU. Acórdãos ns. 491/2015, 571/2017, 574/2017 e 1705/2018.

³¹³ GRIN, Eduardo José. *Controle externo e policy making? Uma análise da atuação do TCU na Administração Pública Federal*. Brasília: IPEA, 2020, p. 15.

³¹⁴ A referida mudança de orientação não se encontra indene de severas críticas doutrinárias, referentes, em geral, “ao expansionismo dos órgãos de controle, à interferência na autonomia decisória do Poder Executivo, controle de mérito dos atos administrativos, risco de surgir uma maior politização nas decisões dos órgãos de controle etc.” (GRIN, Eduardo José. *Controle externo e policy making? Uma análise da atuação do TCU na Administração Pública Federal*. Brasília: IPEA, 2020).

³¹⁵ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Manual de auditoria financeira*. Brasília: TCU, Secretaria de Métodos e Suporte ao Controle Externo (SEMEC), 2016, p. 11-12.

Dessa forma, busca-se enfrentar a denominada “contabilidade criativa” quando da utilização de mecanismos contábeis, financeiros e orçamentários, pois, por meio dela, dados fiscais podem ser “maquiados” com a consequente ocultação de desequilíbrios, de modo a contornar as finalidades da legislação, ainda que não transgrida diretamente qualquer regra do ordenamento jurídico.³¹⁶

No que se refere especificamente à gestão da dívida pública, a utilização desses instrumentos que buscam “ocultar” a real situação fiscal de um ente federativo ganha contornos ainda mais relevantes, uma vez que podem ser orientados para transfigurar os índices relacionados ao déficit público ou à relação dívida/PIB, com a finalidade de acobertar desequilíbrios estruturais nas contas públicas.

Em deliberação relativamente recente, o Plenário do TCU, ao analisar “a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional às instituições financeiras federais (em especial o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES), mediante a emissão direta de títulos públicos, que ocorreu à margem do mercado competitivo, com cerca de 20 (vinte) operações realizadas (2008 a 2015), totalizando aproximadamente R\$ 464 bilhões”, se debruçou, embora não o tenha dito expressamente, sobre uma situação fática que pode ser considerada uma operação de “contabilidade criativa”.³¹⁷

Nos anos supradelimitados, com o intuito de efetivar uma política econômica anticíclica após a crise financeira mundial de 2008, o governo federal, mediante autorização prevista em lei, procedeu à concessão de crédito ao BNDES por meio da emissão, sob a forma de colocação direta, de títulos da dívida pública mobiliária federal.³¹⁸

Em seqüência, o banco oficial expandiu o crédito a setores econômicos específicos, com a oferta de taxa de juros inferiores às de captação, cujo objetivo era o aumento do consumo das famílias e do produto agregado, com foco em segmentos estratégicos, a exemplo das exportações, agronegócio, concessionárias de serviços públicos, construção civil, empresas de tecnologia, micro e pequenas empresas etc.,

³¹⁶ LIMA, Rodrigo Medeiros de. Adoção de uma contabilidade pública uniforme em âmbito nacional como instrumento de aperfeiçoamento do controle do endividamento subnacional e a questão federativa. In: CONTI, José Mauricio (coord.). *Dívida pública*. São Paulo: Blucher, 2018, p. 188.

³¹⁷ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 56/2021*, Plenário, Relator: Min. Aroldo Cedraz. Data da sessão: 20.1.2021.

³¹⁸ Lei 11.948/2009 (conversão da Medida Provisória 453, de 22.1.2009) (BRASIL. *Lei 11.948, de 16 de junho de 2009*. Constitui fonte adicional de recursos para ampliação de limites operacionais do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e dá outras providências. Disponível em: [144](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato20072010/2009/lei/l11948.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%2011.948%2C%20DE%2016%20DE%20JUNHO%20DE%202009.&text=Constitui%20fonte%20adicional%20de%20recursos,BNDES%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs. Acesso em: 7 fev. 2025).</p></div><div data-bbox=)

na tentativa de amenizar os impactos negativos da conjuntura internacional desfavorável sobre o ambiente macroeconômico e diminuir as desigualdades sociais.

Sem adentrar no mérito propriamente dito quanto à opção pela utilização de uma política econômica anticíclica (de estímulo ao consumo e ao crédito) – até porque foi essa também a preferência da maior parte dos países afetados pela crise³¹⁹ –, houve questionamentos quanto ao modo como a referida política fora colocada em prática. Em suas manifestações, os jurisdicionados alegaram que “não teria havido operação de crédito entre a União e as instituições financeiras federais, mas apenas mera troca de ativos, o que tornaria desnecessária a sua inclusão nos orçamentos, eis que não haveria fluxos financeiros; e que a União não teria sido a ‘beneficiária dos empréstimos”.

Ocorre que a equipe técnica do TCU bem como o Ministério Público, que atua junto àquele órgão, evidenciaram uma série de transgressões de naturezas contábil, financeira e orçamentária das operações, entre as quais podemos destacar a ausência do registro orçamentário, o que acabou resultando em “excessivo aumento verificado no saldo da dívida pública mobiliária federal”.

Sinteticamente, a celeuma perpassa a natureza jurídica das operações, uma vez que, segundo o Ministro-Relator, a Consultoria de Orçamentos, Fiscalização e Controle do Senado Federal emitiu pronunciamento no sentido de que a concessão de empréstimo a bancos públicos via emissão direta de títulos representa, sim, uma despesa pública, na modalidade de inversão financeira, a teor do que dispõe o art. 13 da Lei 4.320/1964, a qual, por sua vez, deve ser suportada por uma correspondente receita de capital, consoante o art. 11, § 2º, da mencionada lei.³²⁰

De forma mais específica, se as operações tivessem sido realizadas em seu formato ordinário, haveria, em regra, aumento do capital do banco oficial, seja pela transferência de disponibilidades do Tesouro Nacional, seja por emissão de títulos junto ao mercado financeiro para a captação de recursos. Em um ou outro caso, o governo deveria registrar uma despesa orçamentária de capital (inversão

³¹⁹ Nesse sentido: “em geral, os países emergentes adotaram políticas fiscais expansionistas, aproveitando-se do espaço fiscal criado por anos de crescimento elevado (muitas vezes, na esteira de forte alta dos preços das *commodities*) que permitiram a geração de superávit primários robustos, diminuindo o endividamento público como porcentagem do PIB. A política monetária também foi afrouxada via queda das taxas de juros. Os países avançados também afrouxaram suas políticas monetária e fiscal, mas suas expansões fiscais duraram pouco, já que o alto nível de endividamento público de muitos deles fez com que logo surgissem dúvidas com relação à trajetória da dívida” (FERNANDES, Felipe Tâmega. Bancos centrais e tesouros sob políticas monetárias experimentais. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 525).

³²⁰ BRASIL. *Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964*. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4320.htm. Acesso em: 6 fev. 2025.

financeira, em face do aumento de capital da instituição financeira) e uma despesa orçamentária corrente (subvenção econômica, em razão dos subsídios e demais custos das operações), o que impactaria diretamente no resultado primário, com o comprometimento de fontes orçamentárias que poderiam ser utilizadas para outras despesas. Caso optasse pela emissão de títulos públicos em vez da transferência direta de disponibilidades para o banco, o governo deveria ofertá-los ao mercado e, somente após a captação dos recursos, repassá-los aos bancos estatais. Ocorre que essa opção acarretaria um grande volume de ofertas de títulos públicos, com potencial para impactar significativamente as taxas de juros e, por consequência, a boa execução da política monetária do país.

O governo federal preferiu, portanto, uma alternativa que não causasse repercussões nas políticas fiscal (com a diminuição do resultado primário) e monetária (com interferências na taxa de juros básica da economia). Em vez de repassar um ativo às instituições financeiras (“disponibilidade financeira”), emitiu diretamente títulos da dívida para esses bancos, o que gerou um passivo no balanço da União (“dívida mobiliária”), mas recebendo em troca outro ativo (“crédito associado ao contrato de empréstimo”).

No entanto, o grande problema dessa escolha é que ela permite que tais operações não constem das leis orçamentárias, pois aquilo que deveria ser contabilizado como despesa de inversão financeira (despesa de capital) e despesa de subvenção (despesa corrente) acaba sendo retratado na contabilidade pública como mera operação patrimonial, em que ativos (títulos emitidos) são trocados por outros ativos (créditos juntos ao banco oficial).

Essa “troca de ativos”, repita-se, traz como consequência a não inclusão de seus valores no ciclo orçamentário. Isso significa que não se submetem às regras limitativas orçamentárias e fiscais, uma vez que ficarão de fora dos resultados primários do setor público e do cálculo da regra de ouro (art. 167, III, da CF/1988), além de permanecerem à margem do cômputo da dívida líquida da União (os ativos se anulam contabilmente).

É importante ressaltar que tais operações foram autorizadas, inicialmente, por medida provisória que fora, depois, convertida em lei, obtendo, assim, o aval do Congresso Nacional, motivo pelo qual, apesar de o TCU ter decidido pela irregularidade das operações, o Tribunal não imputou responsabilidades e sanções aos agentes públicos envolvidos.³²¹ Trata-se, portanto, de um típico caso de “contabilidade criativa” não vedado pelo ordenamento jurídico.

³²¹ Conforme o teor do Acórdão 56/2021, item 9.2, o Tribunal firmou entendimento “no sentido de que são irregulares os contratos de concessão de crédito analisados no presente processo, firmados entre a União e suas instituições financeiras controladas e realizados por meio da emissão direta de títulos da dívida pública, com vistas à realização de políticas

3.1.4.3 Acompanhamento da gestão fiscal

Na LRF, há diversos mecanismos de controle da gestão fiscal que se integram à fiscalização e ao monitoramento realizados pelos Tribunais de Contas. Quadrimestralmente, os titulares dos Poderes e órgãos constitucionais de todas as esferas federativas devem emitir o Relatório de Gestão Fiscal (RGF), que conterá informações das despesas que se sujeitam à regulação da LRF (art. 55), para que se possa analisar se se encontram dentro dos limites e se observam as vedações legais.³²²

Como se sabe, a LRF é uma lei voltada, primordialmente, para a responsabilidade na gestão fiscal, em que se busca a prevenção e a correção de riscos com potencial de afetar o equilíbrio das contas públicas, razão pela qual adota, de forma expressa, metas de resultados entre despesas e receitas, a obediência a limites e condições quanto à renúncia de receitas, à geração de algumas espécies de despesas – em especial, as de pessoal e as da seguridade social – e à geração de endividamento público (art. 1º, § 1º).

O RGF contribui para que o respectivo Tribunal de Contas exerça fiscalização efetiva da gestão fiscal e, entre as despesas que demandam maior atenção, encontram-se aquelas que, direta ou indiretamente, afetam a dívida pública, conforme se extrai do art. 59 e seus incisos. Os Tribunais de Contas, inclusive, emitem alertas quando as situações de riscos fiscais se encontrarem presentes (art. 59, § 1º), no exercício de uma atividade meramente preventiva, de modo a impedir que a situação fática da iminência de se ultrapassar os limites legais venha a se concretizar. No entanto, apesar de se tratar de uma atribuição preventiva, não deixa de acarretar consequências jurídicas importantes, pois, “havendo o alerta, elide-se qualquer presunção favorável ao administrador do ente que tiver incorrido em excesso de despesa”.³²³

No que tange especificamente ao montante da dívida consolidada da União, conforme anteriormente comentado, os limites globais ainda não foram

públicas setoriais ou do aumento do capital/patrimônio de referência da instituição financeira, porquanto contrariaram os arts. 2º; 3º; 4º; 11, § 2º; e 13 da Lei 4.320/1964; 32, § 1º, II, e 36 da Lei Complementar 101/2000; e 167, I e II, da Constituição Federal de 1988” (BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 56/2021*, Plenário, Relator: Min. Aroldo Cedraz. Data da sessão: 20.1.2021).

³²² Para os municípios com população inferior a 50 mil habitantes, é facultado optar pela divulgação semestral do RGF (art. 63, inc. II, alínea “b”), o que não significa que essa opção possa eximir o município de se sujeitar aos mesmos prazos de verificação e de retorno ao limite definidos para os demais entes (§ 2º) (BRASIL. *Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 4 fev. 2025).

³²³ PEREIRA, Cesar A. Guimarães. O endividamento público na Lei de Responsabilidade Fiscal. In: ROCHA, Valdir de Oliveria (coord.). *Aspectos relevantes da lei de responsabilidade fiscal*. São Paulo: Dialética, 2001, p. 79.

estabelecidos pelo Senado Federal, o que, apesar de impedir que o TCU determine a recondução da dívida a patamares inferiores ou mesmo que proceda ao alerta formal previsto no referido dispositivo da LRF, não o impossibilita de pontuar as situações críticas potencialmente agravadoras da sustentabilidade da dívida pública. Nesse sentido, nas contas de governo do Presidente da República relativas ao exercício de 2023, cujo parecer fora elaborado com base em diversos relatórios exigidos por lei (também o RGF), houve os seguintes destaques:

- (i) nos termos dos números da dívida divulgados no RGF, tanto a dívida mobiliária como as dívidas consolidada e líquida superaram consideravelmente os limites inicialmente propostos no ano de 2000;³²⁴

³²⁴ De acordo com o voto do Relator: “O estabelecimento dos limites para a Dívida Consolidada da União e para a Dívida Mobiliária Federal, previstos na Carta Magna, ainda não foi realizado. Conforme dispõe o art. 52, inciso VI, da Constituição Federal, os limites globais para o montante das dívidas consolidadas dos entes federativos (União, estados, DF e municípios) devem ser propostos pelo Presidente da República, cabendo ao Senado Federal fixá-los. Já o montante da Dívida Mobiliária Federal deve ser estabelecido pelo Congresso Nacional, conforme art. 48, inciso XIV, da Carta Magna, sem reserva para a sua iniciativa. A Lei de Responsabilidade Fiscal, em seu art. 30, dispôs que o Presidente da República deveria submeter propostas com limites e condições para os montantes das dívidas consolidada e mobiliária, estabelecendo que esses limites deveriam ser fixados em percentual da Receita Corrente Líquida (RCL) e que poderiam ser propostos ‘em termos de dívida líquida’.

Na Mensagem 1.069/2000, o Presidente da República propôs que a Dívida Consolidada Líquida (DCL) da União deveria se limitar a 350% do montante da RCL. Esta proposta, renomeada no Senado Federal para Mensagem 154/2000, resultou no Projeto de Resolução do Senado 84/2007, que foi arquivado definitivamente ao final de 2018, sem apreciação conclusiva. O mesmo documento também propôs os limites para os entes subnacionais (estados, DF e municípios), os quais foram estabelecidos na Resolução do Senado Federal 40/2001.

No caso da Dívida Mobiliária Federal, a Mensagem 1.070/2000 propôs o limite de 650% da RCL. Tal limite chegou a ser aprovado na Câmara dos Deputados (Projeto de Lei 3.431/2000) e tramitou no Senado Federal até 2014, como Projeto de Lei da Câmara 54/2009, sendo arquivado definitivamente, também sem apreciação conclusiva.

Em que pese os limites não tenham sido estabelecidos, o Poder Executivo Federal publica quadrimestralmente, no Relatório de Gestão Fiscal, a apuração da Dívida Consolidada da União, cujo principal componente é a Dívida Mobiliária Federal, e também a apuração da Dívida Consolidada Líquida, haja vista o disposto no art. 55, inciso I, alínea “b”, da LRF e as orientações do respectivo Manual de Demonstrativos Fiscais.

Nos termos dessa publicação (RGF), ao final do exercício de 2023, a Dívida Mobiliária atingiu o montante de R\$ 8,79 trilhões (montante que inclui os títulos públicos na carteira do Banco Central do Brasil), o que representaria 712,57% da RCL. Já a Dívida Consolidada estaria em 732,16%, com saldo de R\$ 9,03 trilhões, enquanto em “termos de dívida líquida” (DCL) teria atingido 494,55% da RCL, com saldo de R\$ 6,1 trilhões.

De acordo com as apurações realizadas nos Relatórios de Gestão Fiscal, desde o final do exercício de 2016, a Dívida Consolidada Líquida se encontra em patamar superior ao proposto (de 350% da RCL). No caso da Dívida Mobiliária, tem-se a mesma situação, à exceção dos valores

- (ii) no caso da União, a manutenção da sustentabilidade da dívida é ainda mais desafiadora, pois não depende apenas da política fiscal, mas também da consolidação do sistema financeiro nacional, da condução da política monetária, da construção de uma estrutura a termo da taxa de juros, entre outras funções;
- (iii) conforme a LC 200/2023, que instituiu o regime fiscal sustentável para garantir a estabilidade macroeconômica do país e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico, a sustentabilidade da dívida pública é alcançada por meio da estabilização da relação entre a DBGG e o PIB;
- (iv) apesar de não ter havido o estabelecimento de um parâmetro específico como limite para a relação DBGG/PIB, há a efetivação de um objetivo, amplo, de que as metas anuais de resultado primário levem à projeção da trajetória dessa relação para a estabilização, evitando um cenário de crescimento contínuo;
- (v) com alterações promovidas por essa lei complementar na LRF, a partir de 2024, o Anexo de Metas Fiscais do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) da União deve conter metas para quatro exercícios e que essas metas sejam compatíveis com aquela trajetória sustentável (ou seja, com a estabilização);³²⁵
- (vi) adicionalmente, a LRF passou a exigir projeções para um período de 10 anos para que se evidencie o nível de resultados fiscais compatíveis com a estabilização da relação DBGG/PIB.³²⁶⁻³²⁷

O que se verifica na prática é que, além de acompanhamentos sobre os RGFs e do cumprimento das metas fiscais, o TCU vem estendendo, a cada ano, sua fiscalização sobre temas relacionados ao endividamento público, passando a abarcar, inclusive, a conformidade e o desempenho das metas declaradas no PAF. Nessa direção, o TCU inclui, entre os objetivos de verificação da dívida pública, um

apurados nos 2º e 3º quadrimestres de 2022 que, de todo modo, ultrapassaram o patamar de 585% da RCL, o que, nos termos propostos, seria o limite para o alerta desta Corte de Contas (90% do respectivo limite, conforme prevê o art. 59, §1º, inciso III, da LRF)”.

³²⁵ Nesse aspecto, o voto especifica que: “de fato, o PLDO 2025, o primeiro na vigência da nova regra, estabelece as metas fiscais para os exercícios de 2025 a 2028, projetando a estabilização da relação DBGG/PIB no último exercício (2028), estimando que ‘a DBGG alcançaria 79,7% do PIB em 2027, sendo este o seu ponto mais alto, e 79,6% do PIB em 2028”.

³²⁶ Nesse caso, o PLDO 2025 apresenta, a partir de 2028 uma trajetória que “inicia um movimento decrescente para atingir 74,5% do PIB em 2034”, o que, por sinal, é praticamente o mesmo patamar apurado ao fim de 2023 (e ao fim de 2019, antes, portanto, da pandemia de Covid-19).

³²⁷ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 1.124/2024. Proc. n. 010.005/2024-2, Plenário, Relator: Min. Vital do Rêgo. Data da Sessão: 12.6.2024.*

controle quanto aos resultados obtidos das políticas e dos atos voltados para sua sustentabilidade.³²⁸

3.1.4.4 *Funções consultiva, de ouvidoria e pedagógica*

Apesar de inexistir previsão constitucional expressa sobre a atribuição consultiva dos Tribunais de Contas, há previsão infraconstitucional generalizada nas Leis Orgânicas desses órgãos. Nesse sentido, é o inc. XVII do art. 1º da Lei 8.443/1992 (LOTUCU), que dispõe que cabe àquele órgão “decidir sobre consulta que lhe seja formulada por autoridade competente, a respeito de dúvida suscitada na aplicação de dispositivos legais e regulamentares concernentes à matéria de sua competência”.³²⁹

A função consultiva dos Tribunais de Contas é fundamental, pois evita que sejam cometidas irregularidades ou ilegalidades pelos entes e órgãos jurisdicionados,

³²⁸ O TCU realiza acompanhamento permanente da dívida pública, nos termos da Resolução TCU 322/2020, entre outras fiscalizações especificamente relacionadas ao tema, como as dos projetos de lei de diretrizes orçamentárias, traduzindo-se em um controle bastante amplo que contempla todas as ações especificadas nos incisos do parágrafo único do artigo 3º, a saber:
I – explicitar e explicar as políticas, ações e fenômenos fiscais, monetários cambiais, financeiros, contábeis e patrimoniais que determinam a trajetória da dívida pública;
II – facilitar a compreensão da sociedade sobre os propósitos (objetivos, justificativas) e a utilidade (consequências, direcionamentos, aplicações, benefícios, riscos) do endividamento, bem como da aplicação dada aos recursos dele oriundos;
III – contribuir para o aprimoramento dos controles internos e da transparência na gestão da dívida encorajando os gestores a desenvolver indicadores que permitam estabelecer níveis de alerta em relação à sustentabilidade e à solvência da dívida; e
IV – identificar os ativos brasileiros que são abatidos da dívida bruta em relação à dívida líquida, a fim de que a nação conheça a sua qualidade, além da real pertinência de os organismos internacionais e analistas internos utilizarem, em relação ao país, um indicador em detrimento a outro, recomendando-se, ao final, que sejam estabelecidos critérios de governança para que esses ativos sejam sempre confiáveis;
V – incentivar a publicação de relatórios de exposições fiscais, inclusive aquelas não usualmente capturadas nos relatórios financeiros e orçamentários e a incorporação de ‘boas práticas’ de gestão de risco;
VI – revisar outras exposições fiscais potenciais e analisar pressões fiscais de longo prazo (BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Resolução TCU nº 322/2020*. Estabelece normas e procedimentos relativos ao processo de acompanhamento permanente da gestão da dívida pública no âmbito do Tribunal de Contas da União. Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/norma/*/COPIATIPONORMA:%28Resolu%C3%A7%C3%A3o%29%20COPIAORIGEM:%28TCU%29%20NUMNORMA:322%20ANONORMA:2020/DATANORMAORDENACAO%20desc/0. Acesso em: 7 fev. 2025).

³²⁹ BRASIL. *Lei 8.443, de 16 de julho de 1992*. Dispõe sobre a Lei Orgânica do Tribunal de Contas da União e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8443.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

decorrentes, muitas vezes, de dúvidas de aplicabilidade de procedimentos técnicos ou de dispositivos legais. Trata-se, assim, de uma atribuição de colaboração com os jurisdicionados, que se deparam, rotineiramente, com variadas exegeses quanto à juridicidade de normas relativas aos aspectos contábeis, financeiros, patrimoniais e orçamentários.

No entanto, os Tribunais de Contas, por serem órgãos de controle externo, não se prestam a exercer a função consultiva de forma ampla e ilimitada, pois não podem substituir as assessorias jurídicas dos órgãos e entes jurisdicionados. Desse modo, há sempre previsão legal ou regimental ressaltando a natureza normativa das consultas, evitando-se, por conseguinte, que analisem fatos ou casos concretos.³³⁰⁻³³¹

No que tange à dívida pública, é comum os Tribunais de Contas serem instados a definirem interpretações de dispositivos de leis reguladoras das finanças públicas, contábeis e orçamentárias, como a LRF e a Lei 4.320/1964, o que se verificou, na prática, em algumas consultas formuladas junto ao TCU.³³²

Já a função de ouvidoria atribuída aos Tribunais de Contas é uma inovação da CF/1988, que estimula a participação popular no processo de fiscalização, consoante a norma inscrita no § 2º do art. 74, nos seguintes termos: “qualquer cidadão,

³³⁰ Nesse sentido é o § 2º do art. 1º da LOTCU: “A resposta à consulta a que se refere o inciso XVII deste artigo tem caráter normativo e constitui prejulgamento da tese, mas não do fato ou caso concreto” (BRASIL. *Lei 8.443, de 16 de julho de 1992*. Dispõe sobre a Lei Orgânica do Tribunal de Contas da União e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8443.htm. Acesso em: 7 fev. 2025).

De igual modo, há dispositivo equivalente na LC estadual 63/1990 (LO do TCE-RJ): art. 3º. [...] “VII – decidir sobre consulta que lhe seja formulada pelos titulares dos Três Poderes, ou por outras autoridades, na forma estabelecida no Regimento Interno, a respeito de dúvida suscitada na aplicação de dispositivos legais e regulamentares concernentes a matéria de sua competência, sendo que a resposta à consulta tem caráter normativo e constitui prejulgamento da tese, mas não do fato ou caso concreto” (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro. *Lei Complementar 63, de 1º de agosto de 1990*. Dispõe sobre a Lei Orgânica do Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro e dá outras providências. Disponível em: https://www.tcerj.tc.br/portalnovo/pagina/lei_organica. Acesso em: 7 fev. 2025).

³³¹ O STF reconheceu a natureza normativa dos processos de consulta no âmbito do TCU, sendo, portanto, “ato normativo susceptível de controle de constitucionalidade por meio de ação direta” (BRASIL. Supremo Tribunal Federal. *ADI 1.691-7/DF*, Plenário, medida cautelar, Relator: Min. Moreira Alves, j. 30.10.1997).

³³² No Acórdão 2.737/2018, o Plenário da Corte respondeu a questionamentos do então Ministro de Estado de Planejamento quanto à desvinculação de superávit financeiro apurado no Balanço Patrimonial da União, em face de dúvida quanto à aplicabilidade dos arts. 8º, parágrafo único, da LRF, 73 da Lei 4.320/1964 e 13 da Lei 11.943/2009. No Acórdão 3.201/2016, o presidente do Superior Tribunal de Justiça formulou consulta, tendo por objeto dúvida quanto a pagamentos a serem efetivados na seara administrativa de valores reconhecidos judicialmente, o que envolve, além da ordem cronológica de pagamentos de precatórios, os limites de gasto com pessoal e da dívida consolidada, conforme preceituam os arts. 19 e 31 da LRF.

partido político, associação ou sindicato é parte legítima para, na forma da lei, denunciar irregularidades ou ilegalidades perante o Tribunal de Contas da União”.³³³

No exercício, portanto, dessa competência, o Tribunal de Contas tem condições de, tão logo recebida a denúncia, “averiguar os fatos e tomar as medidas cabíveis, tanto no que se refere à anulação ou sustação de atos, quanto no que se refere a penalizações pecuniárias ou administrativas”.³³⁴

Outro instrumento integrante dessa função de ouvidoria tem sido previsto em dispositivos legais e infralegais, como é o caso da representação que, embora tenha objetivo muito próximo ao das denúncias, costuma ter um rol menos elástico para a legitimidade de sua propositura. Nesse sentido, o art. 237 do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU) prevê expressamente esse instituto com a restrição de legitimados em seus incisos. Da mesma forma, o art. 107 do Regimento Interno (RI) do TCE-RJ dispõe que: “o Tribunal receberá representações sobre irregularidades ou abusos havidos no exercício da administração contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial dos órgãos e entidades sujeitos à sua jurisdição”, trazendo um rol de legitimados específicos em seu art. 108.³³⁵

³³³ BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 3 fev. 2025.

³³⁴ MILESKI, Helio Saul. *O controle da gestão pública*. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 367.

³³⁵ RIO DE JANEIRO. Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro. *Regimento Interno*. Disponível em: https://www.tcerj.tc.br/portalnovo/pagina/regimento_interno Acesso em: 7 fev. 2025. BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Regimento interno*. Brasília: TCU, Secretaria Geral da Presidência, 2023. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/data/files/5A/54/AE/28/EE157810ED256058E18818A8/RITCU.pdf>. Acesso em: 7 fev. 2025.

Art. 108. São legitimados para apresentar representação junto ao Tribunal:

I – o Ministério Público da União, dos Estados e do Distrito Federal e o Ministério Público de Contas;

II – os Senadores da República, Deputados Federais, Estaduais e Distritais, Vereadores, Juízes e outras autoridades que comuniquem a ocorrência de irregularidades de que tenham conhecimento em virtude do cargo que ocupem;

III – o Tribunal de Contas da União, os Tribunais de Contas dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios e as Câmaras Municipais.

IV – os responsáveis por órgãos de Controle Interno quanto a irregularidades de que tenham conhecimento em virtude do cargo que ocupem;

V – o Secretário-Geral de Controle Externo e os Subsecretários, quanto a irregularidades verificadas em decorrência de fiscalizações e auditorias;

VI – qualquer licitante, contratado ou pessoa física ou jurídica quanto a irregularidades na aplicação da legislação pertinente a licitações e contratos administrativos, desde que demonstrado o interesse processual;

VII – outros órgãos, entidades ou pessoas que detenham essa prerrogativa por força de lei específica.

Denúncias e representações podem ser apresentadas aos Tribunais de Contas sobre os mais variados temas, incluindo o endividamento público. Conforme visto em item anterior, o Acórdão 56/2021³³⁶ do Plenário do TCU decorreu de uma representação proposta pelo Ministério Público que atua junto àquele órgão, em que se questionou a regularidade dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional a instituições financeiras federais mediante a emissão direta de títulos públicos.

Os Tribunais de Contas encamparam uma filosofia de controle no sentido de que “é melhor ensinar e aprimorar do que penalizar”, razão pela qual passaram a desenvolver uma função pedagógica, “realizando encontros técnicos, seminários, programas de orientação e cursos específicos em cada área de conhecimento, promovendo a formação e o aprimoramento dos servidores públicos”.³³⁷

Além dos referidos eventos temáticos, a função pedagógica também se verifica quando, por exemplo, o órgão de controle externo realiza audiências públicas, em que especialistas das diversas áreas são convidados a expor suas visões e, em acréscimo, possibilitando melhor avaliação das consequências práticas das atuações dos órgãos de fiscalização, consoante o disposto nos arts. 20 a 23 da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB, Decreto-Lei 4.657/1942),³³⁸ introduzidos pela Lei 13.655/2018.³³⁹

Nesse sentido, embora não organizado pelo TCU, o Centro de Estudos e Debates Estratégicos da Câmara dos Deputados, com a intenção de apresentar um diagnóstico a respeito da evolução do endividamento público brasileiro, promoveu um ciclo de debates e reuniões técnicas, em que foram convidados, separadamente, representantes da STN, do BCB e do TCU para discussão e esclarecimentos de questões relativas ao tema, em cada campo de atuação institucional desses órgãos nos últimos 25 anos.³⁴⁰

A audiência pública com representantes dos Tribunais de Contas teve como tópico “o controle da evolução da dívida pública brasileira” para tratar da atuação do

³³⁶ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 56/2021*, Plenário, Relator: Min. Aroldo Cedraz. Data da sessão: 20.1.2021.

³³⁷ MILESKI, Helio Saul. *O controle da gestão pública*. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 373.

³³⁸ BRASIL. *Decreto-lei 4.657, de 4 de setembro de 1942*. Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del4657.htm. Acesso em: 8 fev. 2025.

³³⁹ BRASIL. *Lei 13.655, de 25 de abril de 2018*. Inclui no Decreto-Lei 4.657, de 4 de setembro de 1942 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro), disposições sobre segurança jurídica e eficiência na criação e na aplicação do direito público. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/113655.htm. Acesso em: 8 fev. 2025.

³⁴⁰ MENDONÇA JUNIOR, Félix. *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, 2023, p. 14.

Parlamento, do TCU e dos demais tribunais de contas no controle da dívida pública,³⁴¹ que tratou, além das questões ordinárias sobre o endividamento nacional, também do problema federativo causado pelo endividamento dos entes subnacionais.

Segundo Mileski, as realizações de audiências públicas pelos Tribunais de Contas “ainda se encontram tímidas, sendo pouco utilizadas”; mas, certamente, deverão se consolidar como um instrumento indispensável para o controle externo se aproximar da sociedade e da Administração Pública.³⁴²

Ademais, não se pode olvidar que, quanto mais técnico e complexo for um determinado tema, deve existir ainda mais estímulo à oitiva de especialistas e à própria sociedade, como ocorre com a dívida pública, que envolve conteúdos que exigem extensa *expertise* contábil, financeira, orçamentária, econômica e operacional.³⁴³

3.2 A CAPTURA DOS ÓRGÃOS GESTORES E REGULADORES

A captura regulatória tem sido objeto de amplos debates e estudos em face das sérias consequências que pode vir a ocasionar ao interesse público. Alguns, inclusive, sugerem a total desregulamentação uma vez que a “mão invisível” do mercado tem condições de eliminar as externalidades, o que inclui a própria captura. Outros, entretanto, alertam para as consequências de tal pensamento que acabam por provocar uma descrença generalizada no sistema político e abalam a credibilidade do Estado, no sentido de este não ter condições de conduzir as atividades econômicas de forma eficaz.³⁴⁴

Esse dilema ganha contornos ainda mais inquietantes quando se trata da regulação do sistema financeiro, ambiente em que teorias econômicas se enfrentam na arena do debate acadêmico, espalhando-se para o debate público. Além da captura “tradicional”, em que há uma comunhão de vontades entre regulador e regulado contrária ao interesse público, estudiosos vêm se dedicando ao tema da “captura

³⁴¹ MENDONÇA JUNIOR, Félix. *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, 2023, p. 15.

³⁴² MILESKI, Helio Saul. *O controle da gestão pública*. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 375.

³⁴³ Seguindo essa tendência, de intervenção de terceiros em processos em andamento nos Tribunais de Contas, normas infralegais vêm admitindo a participação de *amicus curiae* para os temas considerados de maior relevância, conforme previsão do art. 146 do RI do TCU e do art. 258 do RI do TCE-RJ, que dispõe: “o Relator, considerando a relevância, a especificidade ou a repercussão social da matéria sob apreciação, poderá, por decisão irreversível, de ofício ou a requerimento dos responsáveis, interessados ou de quem pretenda manifestar-se, solicitar ou admitir a intervenção de pessoa natural ou jurídica, órgão ou entidade especializada, com representatividade adequada, para que, no prazo de 15 (quinze) dias contados da sua intimação, apresente suas declarações”.

³⁴⁴ CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 3-4.

cultural”, em que não existe uma interação prévia e direcionada ao favorecimento de grupos específicos. Há, a bem da verdade, uma convergência de visões quanto a determinados temas ou correntes de pensamento.

O favorecimento a determinados grupos ocorre por meio de diversas estratégias de captura, que vão desde os incentivos materiais, passando por assimetrias informacionais, até chegar aos incentivos imateriais. Os incentivos materiais incluem suborno, troca de favores, oferta de cargos e benefícios, financiamentos de campanha ou mediante a ocorrência do fenômeno conhecido como “porta giratória” (*revolving doors*). Com relação às assimetrias informacionais, não há obrigatoriamente um incentivo direcionado para o regulador beneficiar os regulados, mas sim a utilização de mecanismos de privilégios resultantes do déficit informacional ou de conteúdo por parte dos reguladores que, de certa forma, acabam se tornando dependentes da *expertise* dos regulados e, em casos extremos, podem vir a ocasionar uma relação de subordinação técnica.³⁴⁵

Já os incentivos imateriais estão relacionados a mecanismos cognitivos, situação na qual se verifica uma identidade de ideias e pensamentos compartilhada entre regulador e regulado, em que se qualifica a chamada “captura cultural”,³⁴⁶ a qual será mais bem-explicitada no item a seguir.

3.2.1 A captura cultural

James Kwak, em percuciente estudo sobre a captura cultural, destaca os potenciais efeitos nocivos da influência cultural ou social da interação contínua entre reguladores e a indústria regulada, de modo que o regulador começa a pensar como o regulado e não consegue conceber facilmente outras soluções e ideias para abordar seus problemas. No caso de captura cultural – também denominada “captura social” –, o legislador ou a agência reguladora podem não estar totalmente conscientes da extensão da captura de seus comportamentos. Há, ademais, uma dificuldade adicional trazida pela captura cultural. Se, nos modelos tradicionais, a prova da intenção

³⁴⁵ Iana Lima e Elize Fonseca elaboraram um quadro-resumo, no qual as espécies de assimetrias informacionais podem ser identificadas, a saber: o fornecimento de informação viesada; o excesso deliberado de informação; a complexificação das informações fornecidas; e a captura por tecnologia (LIMA, Iana Alves de; FONSECA, Elize Massard de. Captura ou não captura? Perspectivas analíticas no estudo de políticas regulatórias. *Rev. Adm. Pública (Online)*, São Paulo, FGV – Escola de Administração de Empresas, p. 625-643, maio/jun. 2021. Ver quadro 2, p. 632).

³⁴⁶ LIMA, Iana Alves de; FONSECA, Elize Massard de. Captura ou não captura? Perspectivas analíticas no estudo de políticas regulatórias. *Rev. Adm. Pública (Online)*, São Paulo, FGV – Escola de Administração de Empresas, p. 625-643, maio/jun. 2021, p. 632.

deliberada de capturar já é, a todo modo, de difícil constatação; na captura cultural, a prova da interferência consciente compreende ainda maiores complexidades.³⁴⁷

Como esclarecem Carpenter e Moss, mudanças no clima intelectual podem ocorrer por uma série de razões que não necessariamente sejam produtos de captura, a qual, para estar caracterizada, deve compreender condutas deletérias para o interesse público e ser derivada dos esforços deliberados das empresas para moldar o juízo intelectual para seu próprio benefício privado. Especialmente quanto a esse segundo aspecto, verifica-se o enorme obstáculo para se concluir que há uma efetiva ação deliberada para moldar o pensamento intelectual ou técnico quanto a determinado tema. No entanto, o fato é que, havendo ou não uma ação intencional do regulado neste sentido, o resultado prático – contrário ao interesse público – será o mesmo.³⁴⁸

As teorias tradicionais de captura assumem que os reguladores são agentes racionais e, por conseguinte, tendem a maximizar seus interesses materiais ou políticos. James Kwak, no entanto, faz menção a outra possibilidade a que os reguladores se submetem relacionada a influências não racionais, as quais são mencionadas em diversos estudos da psicologia cognitiva e da economia comportamental.

O autor considera três mecanismos de influência capazes de orientar a mentalidade dos reguladores na direção dos interesses da indústria regulada: identificação de grupo; *status*; e redes de relacionamento. No primeiro mecanismo, os reguladores são mais propensos a adotar posições promovidas por pessoas que eles percebem como pertencentes ao seu grupo. No segundo, os reguladores são mais inclinados a respeitar as escolhas de pessoas que eles consideram que possuem *status* social, econômico ou intelectual. E, por último, os reguladores tendem a assumir padrões e comportamentos adotados por pessoas que pertencem às suas redes sociais.³⁴⁹

Todos esses mecanismos provocam um imbricamento de relações sociais e de conjunção de ideias entre os envolvidos, o que resulta em uma profunda comunhão de ideologias, convicções e visões de vida. Em outras palavras, reguladores e regulados passam a compreender o mundo em uma mesma direção filosófica, sem que haja, necessariamente, condutas ilícitas deliberadas. Ao contrário! Os reguladores acreditam efetivamente que atuam em consonância com o interesse público.

³⁴⁷ KWAK, James. Cultural capture and the financial crisis. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 71-98.

³⁴⁸ CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 20.

³⁴⁹ KWAK, James. Cultural capture and the financial crisis. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 77.

3.2.2 A captura acadêmica

A captura acadêmica pode ser considerada um dos desdobramentos da captura cultural. Segundo Luigi Zingales, trata-se de uma modalidade indireta de cooptação das agências reguladoras por meio da captura de profissões das quais essas agências dependem para a obtenção de informações e troca de experiências.³⁵⁰

O autor concentra sua análise na captura de economistas, os quais, em face de suas profissões propriamente ditas, mantêm relações acentuadas com agentes de governo e com empresários. A consequência natural é que oportunidades em consultoria e outras carreiras de alto salário e *status*, fora da academia, acabem atraindo esses profissionais. Os possíveis ganhos na carreira resultam em que os economistas se sintam mais estimulados a produzir artigos cujas teorias e conclusões se aproximem dos interesses da indústria regulada. Afinal, economistas cujas visões são contrárias à indústria dificilmente conseguirão atingir posições de destaque em suas respectivas profissões.

A indústria, por sua vez, consegue influenciar a publicação de *papers* em revistas conceituadas de Economia e em jornais especializados da grande mídia. Em crítica à forma como é realizada a publicação de artigos acadêmicos, especificamente nos EUA, Luigi Zingales explica que uma carreira acadêmica é principalmente determinada pela capacidade de uma pessoa publicar em periódicos revisados por pares e de ter seus artigos citados. Ao contrário da arena jurídica, em que os principais periódicos são editados por estudantes; em Economia e Finanças, as principais revistas são revisadas por pares, isto é, editores e revisores. Ocorre que os editores têm, provavelmente, maior poder de decisão de publicar um artigo ou não, tendo em vista que eles escolhem os árbitros de acordo com as suas preferências. E, ainda que os editores não recebam nenhuma forma de pressão direta para escolher artigos que reflitam interesses mais pró-negócios, isso não significa que o processo de publicação esteja livre de preconceitos e que as carreiras acadêmicas sejam completamente livres de qualquer influência externa.³⁵¹

O fato é que a parcialidade na escolha dos artigos pelos editores das principais revistas de Economia acaba por promover uma seleção direcionada em conformidade com a teoria econômica que melhor atenda aos interesses dos regulados.

Um risco adicional ocorre com as doações de fundos para as universidades norte-americanas. Apesar de o autor reconhecer que existem regras que impedem

³⁵⁰ ZINGALES, Luigi. Preventing economists' capture. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 124.

³⁵¹ ZINGALES, Luigi. Preventing economists' capture. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 132.

que a integridade acadêmica venha a ser corrompida pelos recursos financeiros,³⁵² não se pode afirmar com extrema convicção que os reitores não sejam efetivamente influenciados pelas doações e, por consequência, acabem direcionando as promoções acadêmicas dentro das universidades.

A captura acadêmica realizada dentro das universidades tem o potencial de ocasionar graves consequências e prejuízos para a transparência das informações e, ainda mais grave, para o próprio debate público. Se as faculdades de Economia só ensinam um viés de pensamento quanto ao “funcionamento regular do mercado”, interditam-se o próprio debate acadêmico de ideias e a possibilidade de inovações. Sem a devida amplitude do debate acadêmico, cerceia-se também o debate público. Legisladores, juristas e as pessoas, de modo geral, aceitarão como verdades absolutas os pressupostos de uma teoria econômica desprovidos do devido contraditório.

Tal situação não se verifica com igual intensidade no Brasil em face do maior reconhecimento didático e de especialização das universidades públicas, as quais não dependem de doações ou recursos privados para suas despesas operacionais. Paralelamente, os docentes são submetidos a um processo seletivo público e objetivo de admissão, o que, em regra, possibilita maior independência acadêmica e evita a influência de pressões externas.

3.2.3 Efeitos da captura cultural no mercado financeiro

Especialmente no setor financeiro, a delimitação entre a captura corrosiva e a captura cultural encontra uma dificuldade adicional. Conforme relatam Kwak e Johnson, o constante fluxo de pessoas de Wall Street para Washington, e vice-versa, assegurou que decisões importantes fossem tomadas por colaboradores que haviam absorvido a visão de mundo do setor financeiro e sua perspectiva sobre a política governamental, e que, muitas vezes, enxergavam suas futuras carreiras em Wall Street, e não em Washington.³⁵³

Esse exemplo traduz a complexa delimitação entre o mecanismo da porta giratória e o da identificação de visões quanto ao funcionamento do mercado financeiro. Os reguladores são corruptos e motivados por interesses pessoais ou, ao

³⁵² Um doador, por exemplo, não pode nomear o titular da cadeira para a qual direcionou a doação, nem indicar preferência por quem deve preenchê-la. Da mesma forma, uma doação não pode ser concedida com restrições sobre o tipo de conclusões que precisam ser alcançadas (ZINGALES, Luigi. Preventing economists' capture. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 138).

³⁵³ JOHNSON, Simon; KWAK, James. *13 Bankers: the wall street takeover and the next financial meltdown*. New York, USA: Pantheon Books, 2010, p. 152.

revés, compartilham a mesma visão de teoria econômica dos regulados? Tanto nos EUA como em boa parte do mundo, a alternância contínua de funções ocupadas pelos *insiders* bancários em postos de governo propiciou que a teoria econômica neoliberal se tornasse hegemônica, com todas as suas premissas, tais como: liberalização do câmbio; diminuição da máquina estatal; redução do déficit público; contundentes críticas à política Keynesiana de estímulo aos investimentos etc.³⁵⁴

Fato é que, a partir da década de 1990 e até os dias atuais, houve uma confluência de perspectivas e opiniões entre Wall Street e Washington que era muito mais poderosa do que a corrupção ao estilo dos mercados emergentes. As posições vindas de Wall Street tornaram-se a sabedoria convencional em Washington. Aqueles que discordaram foram marginalizados como pessoas que simplesmente não compreendiam o brilhante mundo novo das finanças modernas.³⁵⁵

Essa imposição de determinada visão de mundo não se restringiu às agências reguladoras do sistema financeiro, mas se estendeu para todos os canais de comunicação mediante o patrocínio da indústria aos chamados novos “guardiões da razão”.³⁵⁶ Dessa forma, os que se atreviam a questionar os pressupostos – agora transformados em dogmas – da teoria econômica ortodoxa costumavam ser ridicularizados de forma pública.

3.2.4 A captura cultural no Brasil

No Brasil, não é diferente. Nos últimos anos, tem-se verificado uma alternância de funções entre os membros da diretoria do BC e profissionais oriundos diretamente do mercado financeiro. Uma possível evidência quanto à ausência de visões distintas entre os diretores do BCB é a recorrente uniformidade das decisões

³⁵⁴ Em seu livro *Capitalism and Freedom*, originalmente editado em 1962, no capítulo V, que trata da política fiscal, Milton Friedman traz ampla argumentação crítica à teoria anti-cíclica de John Maynard Keynes. Em versão mais atualizada, ver: FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom*. 40. ed. Chicago/USA: University of Chicago, 2002.

³⁵⁵ JOHNSON, Simon; KWAK, James. *13 Bankers: the wall street takeover and the next financial meltdown*. New York, USA: Pantheon Books, 2010, p. 159.

³⁵⁶ SALTELLI, Andrea *et al.* Science, the endless frontier of regulatory capture. *Elsevier*, v. 135, jan. 2021, p. 3. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0016328721001695>. Acesso em: 4 jun. 2023. O artigo ilustra os “guardiões da razão” como educadores bem-intencionados, animadores de *science* cafés, blogueiros científicos ou microinfluenciadores e, até mesmo, associações movidas pelo desejo de ressaltar as virtudes de uma visão científica de mundo, que são sequestrados por lobistas corporativos com o objetivo de defender suas posições industriais.

do Copom.³⁵⁷ Ricardo Barboza e Bráulio Borges identificaram que, desde 2012, quando o BC começou a publicizar o voto de cada diretor, em 91% das reuniões, houve concordância plena sobre os rumos da política monetária no país. Mais precisamente, nas últimas 35 decisões do Copom, não houve discordâncias nos votos divulgados para o público.³⁵⁸

Segundo os autores, essa tendência denota, no mínimo, um risco à independência intelectual que deve sempre ser buscada pelos membros de comissões ou comitês que decidem os rumos da política monetária do país, sendo certo que a consolidação de uma deliberação genuína, em que há plena liberdade para a exposição de ideias, é imprescindível para que o processo decisório de um colegiado seja concretamente efetivo.

Kevin Warsh fez um estudo comparativo entre os órgãos decisores de política monetária dos EUA e do Reino Unido. Para ele, o Monetary Policy Committee (MPC) inglês está configurado de forma “favorável à genuína deliberação e tomada de decisões sólidas”. E, por ser reduzido e diversificado, “as contribuições individuais podem ser identificadas e avaliadas, e seus membros são encorajados a pensar por si mesmos”. Em termos de transparência e de liberdade individual de manifestação, o MPC do Reino Unido adota um modelo sobrepujante ao implementado pelo Federal Open Market Committee (FOMC) norte-americano.³⁵⁹

Essa distinção entre ambas as instituições implica um número muito maior de votos dissidentes no MPC comparativamente aos do FOMC, situação que, para o autor, consagra uma “deliberação genuína” no primeiro, em que se garante um

³⁵⁷ Para mais detalhes sobre a composição, atribuições e operacionalização do Copom, ver: BRASIL. Banco Central do Brasil. *Comitê de Política Monetária (Copom)*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controlinflacao/copom>. Acesso em: 8 jun. 2024.

³⁵⁸ BARBOZA, Ricardo; BORGES, Bráulio. Copom de especialistas. *Valor Econômico*, ago. 2020. Disponível em: https://valor.globo.com/opiniao/coluna/copomdeespecialistas.ghtm?fbclid=IwAR1KlyZsjez0UJ464f_24eKppXGpRGBugOb-NUUPyTO884nUYfbmdaiIHic. Acesso em: 8 jun. 2024.

³⁵⁹ WARSH, Kevin M. Institutional design: deliberations, decisions, and committee dynamics. In: COCHRANE, John H.; TAYLOR, John B. *Central Bank Governance & Oversight Reform*. USA: Stanford University, 2016, p. 149. O autor esclarece que o MPC é constituído por um grupo diversificado, em que cinco dos nove membros são “internos”, normalmente com experiência anterior em bancos centrais; os quatro restantes são “externos”, nomeados pelo chanceler da Fazenda. Os quatro externos cumprem um máximo de dois mandatos de 3 anos e, normalmente, são provenientes de origens variadas, incluindo academia, negócios e mercados financeiros. Na opinião do autor, o desenho do MPC facilita uma deliberação eficaz, devido, em parte, ao número relativamente pequeno de pessoas presentes nas reuniões políticas. Normalmente, há cerca de 15 pessoas presentes nas reuniões mensais – os nove membros do comitê, um representante do Tesouro e cinco funcionários seniores da área de análise do departamento monetário do Banco.

processo por meio do qual os participantes não apenas compartilham informações, mas também aprendem uns com os outros e influenciam-se mutuamente. Em acréscimo, verifica-se uma composição efetivamente diversificada (acadêmicos, representantes empresariais e mandatários do mercado financeiro) no MPC.³⁶⁰

Em termos da insuficiente discordância de opiniões, o BCB se aproxima mais do modelo adotado pelo FOMC, em que são raras as divergências entre os membros do Copom, o que pode ser ocasionado por dois fatores: por um lado as decisões são, de fato, unânimes; e, por outro lado, eventuais dissidências não são publicizadas. O primeiro caso pode refletir uma verdadeira “captura cultural”, em que os membros do Copom, muito provavelmente, têm origem acadêmica ou profissional comum. Não há, necessariamente, um “conluio” no sentido de se adotar uma política monetária contrária às preferências do governo de ocasião, mas sim uma opção orientada à adoção dos instrumentos de uma corrente econômica específica. Já o segundo caso – ausência de transparência quanto às divergências – pode implicar a transgressão ao princípio da publicidade previsto na CF/1988.³⁶¹

A falta de diversificação dos membros dos órgãos gestores da política monetária pode trazer resultados ainda mais gravosos ao interesse público nos casos de ampla independência reconhecida ao BC pelo ordenamento jurídico. Conforme já assentado anteriormente, há, hoje, no Brasil, o reconhecimento de uma autonomia operacional ao BCB, mas que não apresenta uma amplitude absoluta, em face de os seus objetivos serem estipulados em lei, além de a condução da política monetária ser limitada ao cumprimento das metas prescritas pelo CMN.³⁶²

É possível, no entanto, que o legislador conceda maior autonomia ao BCB, como seria o caso hipotético de transferir-se para o rol de suas competências a estipulação dos limites das metas de inflação do país, em vez do que hoje se atribui ao CMN. Em uma opção mais extremada, poderia ser atribuída ao BCB uma autonomia plena para a formulação das políticas monetária e cambial, afastando estas de qualquer interferência por parte do Poder Executivo, inclusive com a manutenção de um mandato fixo dos diretores do BCB, não coincidente com o do Presidente da República.

³⁶⁰ WARSH, Kevin M. Institutional design: deliberations, decisions, and committee dynamics. In: COCHRANE, John H.; TAYLOR, John B. *Central Bank Governance & Oversight Reform*. USA: Stanford University, 2016, p. 158.

³⁶¹ Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, *publicidade* e eficiência [...] (grifos nossos) (BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 3 fev. 2025).

³⁶² Vide item 3.1.3.2 – Modos de atuação do BCB.

São exemplos, portanto, de ampliação da autonomia do BCB que podem ocasionar desafios às escolhas democráticas de um governo legitimamente eleito, que, entre outros, inclui um planejamento de condução da política econômica do país. Haveria, *in casu*, possíveis confrontos à soberania popular, a qual, apesar de decidir por determinada proposta econômica, viria a se deparar com a concretização de uma política monetária em sentido diametralmente oposto ao projeto vencedor.

Crucial, por conseguinte, que, se o legislador vier a optar por maior abrangência da autonomia do BCB,³⁶³ imponha condicionantes às escolhas da instituição e meios mais efetivos de responsabilização de seus membros, sob pena de se instalar, no país, a independência irrestrita de uma única instituição com amplos poderes para frustrar, propositadamente ou não, o projeto econômico do governo eleito *a posteriori*.

A literatura estrangeira traz boas reflexões quanto ao tema. Apesar de ser um defensor da autonomia operacional do Federal Reserve (Fed), nos EUA, Charles Plosser, em contrapartida, é favorável ao estabelecimento de limites de atuação aos seus membros, com a instituição de restrições relativas à amplitude de poderes, aos tipos de ativos utilizados para operacionalizar a política monetária e à ausência de transparência em sua comunicação.³⁶⁴

Com relação às competências de um banco central, o autor considera que quanto maiores forem os poderes concedidos aos seus decisores, sobrevêm mais oportunidades para discricionariedades ou subjetividades nas escolhas de políticas monetárias, o que conduz à dificuldade de aferição dos resultados e de responsabilização de seus membros. Em suas palavras: “*I’m reminded of the old saying: responsible for everything and accountable for nothing*”.³⁶⁵

³⁶³ Há, atualmente, em tramitação no Senado Federal, a Proposta de Emenda à Constituição 65, de 2023, que visa alterar a Constituição Federal para estabelecer um novo regime jurídico para o Banco Central do Brasil, conferindo-lhe autonomia técnica, operacional, administrativa, orçamentária e financeira. A proposta também define que o Banco Central será organizado como uma empresa pública com poder de polícia, incluindo regulação, supervisão e resolução e estabelece a supervisão do Congresso Nacional sobre suas atividades (BRASIL. *Projeto de Emenda à Constituição 65, de 2023*. Dispõe sobre o regime jurídico aplicável ao Banco Central. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/161269>. Acesso em: 26 fev. 2025).

³⁶⁴ PLOSSER, Charles. I. Balancing central bank independence and accountability. In: COCHRANE, John H.; TAYLOR, John B. *Central Bank Governance & Oversight Reform*. USA: Stanford University, 2016, p. 214.

³⁶⁵ PLOSSER, Charles. I. Balancing central bank independence and accountability. In: COCHRANE, John H.; TAYLOR, John B. *Central Bank Governance & Oversight Reform*. USA: Stanford University, 2016, p. 214.

A segunda maneira de limitar as ações do BC é mediante a imposição dos tipos de ativos que podem ser negociados por ele, restringindo-se, assim, a composição do seu balanço e o alcance de suas intervenções no mercado. O risco de não existir tal restrição está relacionado ao campo de atuação de um banco central, pois, a depender das espécies de ativos utilizados, o banco central poderá “ultrapassar os limites de uma política monetária tradicional”. Quando um banco central, a título de exemplo, adquire ativos para resgatar uma instituição em sérias dificuldades financeiras, está, por vias transversas, efetuando uma operação de crédito com transferência de recursos públicos, o que se trata propriamente de uma política fiscal.

Por fim, a falta de publicização das estratégias monetárias a serem adotadas pelo BC facilita sua “incursão” em políticas que não sejam de sua competência, conforme ocorrera nos EUA em alguns momentos históricos, em que o Fed atuou como um efetivo operador de política fiscal. Para o autor, a imprecisão das competências do Fed proporcionou-lhe ampla liberdade para exercer seu poder discricionário “sobre o que e quando considera importante, além dos instrumentos que utiliza para alcançar determinado objetivo”.³⁶⁶

Ressaltamos que as escolhas quanto à abrangência da autonomia de um banco central cabem, primordialmente, ao Poder Legislativo. No entanto, não se pode deixar de considerar questões relevantíssimas que envolvem essas decisões, por exemplo: legitimidade democrática quanto à condução da política econômica do país; potencial interferência sistemática em outras políticas igualmente importantes (sociais, orçamentárias e federativas); e, em especial, o modo de seleção dos integrantes de um banco central, devendo o legislador estar atento para se evitar a ausência de pluralidade de pensamentos em sua composição.

Uma vez que a gestão da política monetária tem o potencial de causar expressivos efeitos na atividade econômica, assim como nos índices inflacionários e de desemprego (conhecidos pela doutrina econômica como “mecanismos de transmissão da política monetária”),³⁶⁷ não se pode deixar de reconhecer que se trata de

³⁶⁶ PLOSSER, Charles. I. Balancing central bank independence and accountability. In: COCHRANE, John H.; TAYLOR, John B. *Central Bank Governance & Oversight Reform*. USA: Stanford University, 2016, p. 216. O autor faz remissão a vários exemplos neste sentido: compras massivas de MBS (*mortgage-backed* títulos) foram empreendidas na esperança de que subsídios significativos ao setor imobiliário em relação a outras indústrias teriam resultados benéficos em emprego agregado, mais do que simplesmente comprar títulos do Tesouro. Contudo, também se poderia debater se essas decisões – de subsidiar uma indústria em desfavor de outra – deveriam pertencer ao BC em primeiro lugar.

³⁶⁷ Segundo Ricardo Barboza e Maurício Furtado, uma mera decisão de aumento da taxa de juros pelo BC reduz a demanda agregada e o hiato do produto (aferação da ociosidade da economia), pois inibe o consumo e o investimento. Com relação à taxa de

uma política pública de extrema relevância e, por conseguinte, seu controle deve estar no centro dos debates institucionais de qualquer país.

Sabemos que o BCB detém autonomia para a escolha dos instrumentos necessários para alcançar as metas de inflação previamente estabelecidas pelo CMN.³⁶⁸ Indaga-se, porém, se há ampla liberdade, por parte do BCB, quanto à seleção dos meios monetários para atingi-las. Afinal, a concessão de sua autonomia operacional fora condicionada à persecução de um objetivo fundamental (a estabilidade de preços), mas também à de outros objetivos igualmente importantes (zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego).³⁶⁹

Ainda que o BCB priorize conduzir a política monetária para o controle da inflação (estabilidade de preços), não deve desconsiderar os demais objetivos relacionados, em especial, ao crescimento econômico do país. Deve, por conseguinte, acomodá-los quando da utilização dos diversos instrumentos monetários, sem, repita-se, suprimir qualquer um deles. Crucial, portanto, que se dê a devida transparência aos meios escolhidos pelo BCB para operacionalizar a política monetária. Mas como o BCB realiza esse processo decisório?

câmbio, a elevação da taxa básica de juros tende a apreciá-lo em algum grau, na medida em que aumenta o diferencial dos juros domésticos em relação aos juros externos ajustados pelo prêmio de risco. Assim, os ativos financeiros domésticos se tornam mais atrativos, *vis-à-vis*, os ativos financeiros externos, o que estimula a entrada de capitais no país e aprecia a taxa de câmbio. Um câmbio mais apreciado, por sua vez, se traduz em bens e serviços importados mais baratos em moeda doméstica e em aumento da pressão competitiva sobre as empresas instaladas no país. Também estimula o redirecionamento de parte das exportações para o mercado doméstico, ampliando a oferta de bens. Esses efeitos em conjunto reduzem a inflação (BARBOZA, Ricardo; FURTADO, Maurício. *Dez propostas para a política monetária*. Texto para Discussão, FGV IBRE, 2022, p. 4).

³⁶⁸ Art. 2º Ao Banco Central do Brasil, compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas (BRASIL. *Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999*. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 7 fev. 2025). Idêntica previsão foi mantida na nova regulamentação promovida pelo Decreto 12.079/2024, em seu art. 3º (BRASIL. *Decreto 12.079, de 26 de junho de 2024*. Estabelece nova sistemática de meta para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2023-2026/2024/Decreto/D12079.htm#:~:text=DECRETO%20N%C2%BA%2012.079%2C%20DE%2026,vista%20o%20disposto%20no%20art. Acesso em: 7 fev. 2025).

³⁶⁹ Art. 1º e parágrafo único da LC 179/2021.

O Copom, formado atualmente pelo presidente e oito diretores do BCB, é o órgão responsável por definir a taxa básica de juros da economia – a taxa Selic.³⁷⁰ Ocorre que sua definição é quase integralmente amparada pelas “expectativas de mercado” extraídas do Relatório Focus.³⁷¹ Segundo o BCB, as expectativas “são projeções elaboradas por bancos, gestoras de recursos, empresas não financeiras, consultorias, associações de classe, academia etc., que possuem equipes especializadas que projetam as principais variáveis macroeconômicas, com o intuito de assessorar a tomada de decisões”. O BCB, portanto, reconhece que instituições de variadas atividades devem – ou deveriam – participar das referidas projeções.

No entanto, ao analisarmos as 172 instituições atualmente participantes do sistema “expectativas” do BCB, constatamos que são predominantemente integrantes do sistema financeiro.³⁷² Indene de dúvidas a relevância de que as percepções do

³⁷⁰ Segundo o próprio BCB, a reunião do Copom segue um processo que procura embasar, da melhor forma possível, sua decisão. Os seus membros assistem a apresentações técnicas do corpo funcional do BC que tratam da evolução e perspectivas das economias brasileira e mundial, das condições de liquidez e do comportamento dos mercados. Assim, o Comitê utiliza um amplo conjunto de informações para embasar sua decisão. Depois, a reunião é reservada para a discussão da decisão entre os membros. A decisão é tomada com base na avaliação do cenário macroeconômico e os principais riscos a ele associados. Todos os membros do Copom presentes na reunião votam e seus votos são divulgados. As decisões do Copom são tomadas de modo que a inflação medida pelo IPCA se situe em linha com a meta definida pelo CMN. Uma vez definida a taxa Selic, o BC atua diariamente por meio de operações de mercado aberto – comprando e vendendo títulos públicos federais – para manter a taxa de juros próxima ao valor definido na reunião (BRASIL. Banco Central do Brasil. *Comitê de Política Monetária (Copom)*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/copom>. Acesso em: 8 jun. 2024).

³⁷¹ O Relatório Focus resume as estatísticas calculadas considerando as expectativas de mercado coletadas até a sexta-feira anterior à sua divulgação. Ele é divulgado toda segunda-feira. O relatório traz a evolução gráfica e o comportamento semanal das projeções para índices de preços, atividade econômica, câmbio, taxa Selic, entre outros indicadores. As projeções são do mercado, não do BC (BRASIL. Banco Central do Brasil. *Perguntas frequentes – Expectativas de mercado*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/faqexpectativa>. Acesso em: 9 nov. 2024).

³⁷² As instituições ativas, em 6.11.2024, são as seguintes: 4Intelligence; ABBC; Absolute Gestão; Ace Capital; Adam Capital; Ágora Investimentos; Análise Econômica; André Perfeito; ARX Investimentos; ASA; Asset 1; Ativa Investimentos; AZ Quest; Bahia AM; Banco ABC Brasil; Banco BMG; Banco BNP Paribas; Banco Bradesco; Banco Citibank; Banco Daycoval; Banco do Brasil; Banco Fibra; Banco Inter; Banco Itaú; Banco JPMorgan; Banco Morgan Stanley; Banco Original; Banco Pine; Banco Ribeirão Preto; Banco Safra; Banco Santander; Banco Sicredi; Banco Votorantim; Bank of America Merrill Lynch; Banrisul; Barclays; Barra Peixe Investimentos; BB AM; BDMG; BGC Liquidez; BlueLine AM; BNDES; BNP Paribas AM; BOCOM BBM; Bradesco AM; Bradesco CTVM; Brasilprev; BRB; B Side; BTG Pactual; BTG Pactual Asset; Buysidebrazil; BW Gestão; C6 Bank; Caixa Asset; Canvas

respectivo setor sejam devidamente consideradas pelo BCB (sobretudo por representarem a ampla maioria dos credores dos títulos públicos),³⁷³ porém causa certa perplexidade não haver, nesse rol, nem sequer uma universidade ou uma entidade voltada para estudos acadêmicos na área de políticas macroeconômicas. Repise-se que o próprio BCB reconhece que “empresas não financeiras, consultorias, associações de classe e a academia” devem ser ouvidas quando do momento decisório da taxa Selic.

Trata-se, portanto, de um risco relevante de “captura cultural” dada a ausência de diversificação de ideias no campo da ciência econômica, a forma como, hoje, o BCB delimita a taxa básica de juros da economia. Não se pode olvidar, adicionalmente, os efeitos deletérios que uma majoração indevida da Selic pode ocasionar para o país como um todo, pois afeta os consumidores (custos maiores das linhas de crédito), os estados-membros endividados (maiores encargos financeiros do

Capital; Capstone Partners; CDLPoA; CEF; Citrino Gestão; Claritas Adm. Recursos; Clave Gestora; CM Capital Markets; CNC; CNI; CNseg; Constância Investimentos; Daycoval AM; E2 Economia; Empiricus Consultoria; EQI Asset; Equus Capital; Farsul; FGV; Fiergs; Firjan; Funcef; Funresp-Exe; G5 Partners; Galapagos Capital; GAP Asset; Gauss Capital; Gávea Investimentos; Genial Investimentos; Genoa Capital; GEP | COSTDRIVERS; GO Associados Consultoria; Grupo Boticário; Guide Investimentos CV; HSBC Brasil; HSI Gestora; Ibiuna Investimentos; Icatu Adm. Recursos; Inst. Fecomércio RJ; Itaú AM; J. Safra AM; JGP Gestão; Journey Capital; Kapitalo Investimentos; Kinea Investimentos; Kinitro Capital; Lafis Consultoria; LAIC AM; LCA Consultores; Legacy Capital; Levante Invest; Lifetime AM; Linus Galena; MAG Investimentos; Mapfre Investimentos; Mastercard; MB Associados; MBM Fomento; MCM Consultores; Medley Global; MoneYou Consult; Monte Bravo Corretora; Neo Gestão; Nest AM; Nova Futura CTVM; Novus Capital; O3 Capital; Oby Capital; Occam Brasil Gestão; Opportunity Gestão; Ouribank; PagBank; Parcitas Gestão; Petrobras; Petros; Pezco Economics; PicPay; Planner CV; Point Break Capital; Porto Seguro Investimentos; Previ; PRX Capital; Quantitas AM; Rabobank; RB Investimentos; Renascença DTVM; Rio Bravo; Rokos Capital; RPS Capital; Rubik Capital; Safras & Mercado; Santander AM; Sicredi Asset; Skopos Investimentos; Somma Investimentos; SPX Capital; Sul América Investimentos; Telefônica; Tenax Capital; Tendências Consultoria; Terra Investimentos; TM3 Capital; Tragalgar Gestão; Truxt Investimentos; Tullet Prebon CVC; UBS Brasil CCTVM; Vantor Investimentos; Verde AM; Versa Gestora; Vinci Partners; Vinland Capital; Vitor Vidal Consulting; Vivest; Western AM; WHG; XP Gestão; e XP Investimentos Corretora (BRASIL. Banco Central do Brasil. *Focus – instituições ativas/active institutions*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/faqexpectativa?modalAberto=faqexpectativa-lista-instituicoes>. Acesso em: 9 nov. 2024).

³⁷³ Segundo a STN, é a seguinte a composição dos credores da Dívida Mobiliária Federal, em junho de 2024: instituições financeiras (30,7%); Fundos de Previdência (23,1%); Fundos de Investimento (22%); não residentes (10%); Seguradoras (3,9%); Governo (3,5%); e outros (6,8%) (BRASIL. Tesouro Nacional. *A dívida em grandes números: visão geral dos principais indicadores da DPF*. 3 jul. 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>. Acesso em: 9 nov. 2024).

pagamento da dívida pública frente à União e a instituições privadas) e o próprio endividamento público da União (aumento de dotações orçamentárias para o pagamento dos encargos da dívida em detrimento de outras dotações).

3.2.5 Podemos evitar a captura cultural na regulação do sistema financeiro?

Se na captura tradicional a comprovação quanto à existência de conluio ou de ação deliberada para prejudicar o interesse público demanda um imperioso esforço por parte dos órgãos de controle, tal dificuldade se agiganta nos casos de captura cultural. James Kwak chama a atenção para um aspecto característico do mundo das finanças: “maus resultados não são prova de má política porque os resultados da política são probabilísticos”. Com essa assertiva, ele quer dizer que é teoricamente possível que as crises financeiras sejam produto de um acidente ou do acaso, da mesma forma que ocorre com o fracasso de um time de futebol. Em resumo: muitas políticas que são adotadas pelas agências podem ser perfeitamente enquadráveis dentro da faixa de discordância plausível sobre o interesse público.³⁷⁴

Tal especificidade do sistema financeiro acrescenta um sério complicador à sua regulação, bem como à constatação de situações de captura, especialmente quando se trata da captura cultural. Os maus resultados, em regra, são justificados por fatores conjunturais que podem ocorrer mesmo quando todas as melhores medidas de políticas macroeconômicas foram adotadas. É evidente que esse fato se agrava quando há hegemonia de apenas uma corrente econômica, sobretudo quando se restringem ou se anulam as demais teorias do debate público.

Contudo, apesar de todos os obstáculos, diversos autores trazem sugestões, de modo a se tentar enfrentar a captura cultural, tais como: necessidade de se conceder maior espaço às mídias independentes; diversificação das fontes de *expertise*; e atuação dos órgãos de controle, incluindo a revisão judicial.

3.2.5.1 Maior espaço às mídias independentes

De certo que uma mídia independente, mormente no que se refere a assuntos econômicos, apresenta amplas condições para provocar o debate público, atraindo as atenções para um tema dotado de significativa complexidade técnica. Em regra, as pessoas tendem a se esquivar ou a não se sentir atraídas por conteúdos que fogem à compreensão média geral, que é exatamente o caso das questões relacionadas ao funcionamento do sistema financeiro de um país.

³⁷⁴ KWAK, James. Cultural capture and the financial crisis. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 73.

Ocorre que se trata de um setor estratégico, cujas consequências das escolhas políticas realizadas têm o potencial de provocar sérios resultados para o atingimento – ou não – do bem-estar social. Em outros termos: as decisões de políticas monetária e fiscal podem ocasionar crescimento econômico ou um processo recessivo, cujo sucesso ou fracasso será compartilhado com toda a sociedade.

Moss e Zingales acrescentam outro aspecto à independência da mídia: o da persuasão sobre os legisladores. Os veículos de comunicação podem desempenhar papel importante na redução do poder que os interesses adquiridos têm sobre a elaboração de políticas. Ao informar os eleitores, a mídia ajuda a tornar os representantes eleitos mais sensíveis aos interesses sociais e menos propensos a serem capturados por interesses especiais.³⁷⁵

Um aspecto relevante relacionado à independência da imprensa não pode ser deixado de lado. Vimos que a captura acadêmica se traduz em um dos meios mais perigosos para se monopolizar um pensamento. Simplesmente, sem o debate no âmbito da academia, dificulta-se sobremaneira a pluralidade de ideias, o que faz com que pressupostos de determinada teoria passem a ser considerados certezas incontestáveis.

Com a mídia dando espaço para que outras teorias sejam conhecidas do público, a própria academia será obrigada a, no mínimo, refutar as ideias contrárias, o que, por si só, consiste em uma vantagem para se evitar o “monopólio” teórico.

3.2.5.2 Diversificação das fontes de expertise na decisão regulatória

Nos estudos empíricos desenvolvidos pelos pesquisadores que colaboraram com Carpenter e Moss, as conclusões são orientadas no sentido de haver maior independência das agências que consideram a pluralidade de ideias em suas decisões. James Kwak destaca o valor potencial dos conselhos consultivos acadêmicos que algumas agências reúnem para revisar dados e metodologias. De acordo com ele, “a comunidade acadêmica externa pode fazer um trabalho melhor para garantir que as agências considerem uma diversidade de opiniões e pesquisas relevantes”.³⁷⁶

Da mesma forma, Cuéllar observa que as agências mais independentes conseguiram desenvolver suas próprias “perícias científicas e competências técnicas”, o que evita a dependência da agência quanto à obtenção de dados e à *expertise* por parte dos próprios regulados. Na mesma linha, McCarty sugere que “agências governamentais que regulam domínios complexos precisam desenvolver planos de

³⁷⁵ CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 461.

³⁷⁶ CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 463.

carreira e oportunidades educacionais para pessoal-chave de modo a obter maior autonomia em relação à indústria regulada”.³⁷⁷

Foi visto no item anterior que o Copom vem, em suas últimas reuniões, priorizando a coleta de dados junto a instituições previamente cadastradas no BCB para a formação do Relatório Focus. Historicamente, no entanto, nem sempre foi assim. Nos 2 anos iniciais após a criação do Copom, é possível verificar que as atas eram embasadas em dados de pesquisa de variadas instituições, como a Confederação Nacional da Indústria (CNI), a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep), a Fundação Getúlio Vargas (FGV), a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), entre outras.³⁷⁸

A diversificação das fontes evita, por óbvio, que as ideias preconcebidas dos reguladores que pertencem ao mesmo grupo social ou acadêmico dos regulados acabem orientando todas as decisões da agência. Em não havendo diversificação de ideias, não há debate. Em não havendo debate, as mudanças de pensamento dificilmente ocorrerão. Sem as mudanças de ideias, as decisões serão sempre em uma mesma direção.

Conforme visto antes, a ausência de discordância nas decisões do Copom tem sido apontada como uma verdadeira externalidade. Questões da maior importância em termos de política monetária não têm sido submetidas a um debate prévio. E mesmo que se considere, em um juízo hipotético, haver a possibilidade de discordâncias internas, o fato é que estas acabam não sendo publicizadas, o que, repita-se, estaria em desacordo com a necessária transparência que rege as decisões administrativas no Brasil. O fato é que, nos últimos anos, praticamente não houve divergência de opiniões nas atas do Copom, o que desestimula a independência funcional, majora o risco do chamado *groupthink* e as distorções decisórias que pode vir a gerar.

Imprescindível, em acréscimo, que seja repensada a própria composição do Copom, que não precisa ser, necessariamente, numérica, mas sim qualitativa. Ricardo Barboza e Maurício Furtado informam que, nas diversas composições desde quando foi instituído o regime de metas de inflação no país, apenas dois ou três diretores eram verdadeiros especialistas em política monetária. Apesar de reconhecerem que o corpo funcional do BCB é altamente qualificado, o que auxilia na tomada de decisão de todos os membros do Copom, a palavra final quanto aos parâmetros da taxa Selic é sempre dos diretores.³⁷⁹

³⁷⁷ CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 463.

³⁷⁸ BRASIL. Banco Central do Brasil. *Atas do Comitê de Política Monetária – Copom*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>. Acesso em: 23 set. 2024.

³⁷⁹ BARBOZA, Ricardo; FURTADO, Maurício. *Dez propostas para a política monetária*. Texto para Discussão, FGV IBRE, 2022, p. 23-24.

Propõem, por conseguinte, maior diversificação no BCB, da seguinte forma: (i) um Copom que não se restrinja aos diretores da instituição, garantindo-se alguma diversidade intelectual de seus membros, pois, nas várias composições desde 1999, “houve casos em que os dois principais especialistas em política monetária tinham exatamente a mesma formação acadêmica, com passagens pelos mesmos centros de economia e orientados pelos mesmos orientadores”, o que é, deveras, ruim, uma vez que a macroeconomia não é uma ciência exata e todas as decisões são cercadas de muita incerteza; (ii) maior pluralidade de conhecimento, experiência e prática entre os membros votantes do Copom, que sejam especialistas em política monetária, mas preservando-se um equilíbrio entre profissionais oriundos da academia, do mercado financeiro e do próprio BC; e (iii) que os votos de cada integrante do Copom sejam individualmente explicitados e publicizados, de modo que a sociedade possa ter acesso à contribuição e ao entendimento de cada decisor.³⁸⁰

3.2.5.3 *Revisão judicial das decisões regulatórias*

Elizabeth Magill destaca o poder da revisão judicial para invalidar decisões capturadas após a ocorrência do fato. Apesar de reconhecer que esse mecanismo está longe da perfeição (porque só entra em ação depois que um regulamento já esteja em vigor, ou seja, somente pode ocorrer *ex post*), a autora enxerga esse tipo de controle como um mecanismo importante para limitar a captura e faz um apelo à sua expansão.³⁸¹

Em particular, “a revisão judicial ajuda a nivelar o campo do jogo, permitindo que os fracos bem como os fortes sejam ouvidos” e, frequentemente, é eficaz na detecção de situações em que o fundamento lógico ou probatório para determinada ação regulatória seja fraco. Além disso, na maioria dos casos, os juízes (em comparação com os reguladores) podem ser menos propensos à captura, devido ao mandato vitalício e à maior independência em face dos atores políticos.

Não se pode olvidar, evidentemente, as restrições a que se submete a revisão judicial. A própria autora faz referência às dificuldades da revisão judicial em aspectos relacionados à *expertise* da agência e ao acréscimo de custos que isso pode ocasionar para as eventuais inovações por parte da reguladora. Há, ainda, a dificuldade adicional quanto à comprovação da captura cultural e, mesmo que ocorra, perquire-se até que ponto o Poder Judiciário estaria autorizado a alterar decisões que adotaram determinado “rumo de pensamento”.

³⁸⁰ BARBOZA, Ricardo; FURTADO, Maurício. *Dez propostas para a política monetária*. Texto para Discussão, FGV IBRE, 2022, p. 24.

³⁸¹ MAGIL, M. Elizabeth. Courts and regulatory capture. In: CARPENTER, Daniel; MOSS, David A. *Preventing regulatory capture: special interest influence and how to limit it*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2013, p. 463.

É certo que não cabe ao Judiciário rever posições econômicas adotadas pelo Legislativo e pelo Executivo, mas não menos certo seria retirar-lhe a possibilidade de questionar se os resultados entregues estão em consonância com o interesse público ou, ainda, se atendem às próprias justificativas que embasaram as escolhas de políticas econômicas.

Nesse sentido, em decisão inédita, a Corte Constitucional Federal Alemã (CCFA, Bundesverfassungsgericht) exerceu o controle de constitucionalidade de uma medida econômica efetivada pelo Banco Central Europeu (BCE), isto é, exerceu o controle judicial em face de uma política monetária.³⁸²

O Tribunal Constitucional alemão determinou que as autoridades reguladoras acompanhassem a eficácia da política monetária do BCE, tendo se insurgido, ainda, contra fundamentações “genéricas” desse órgão, o que, segundo seu entendimento, afeta a transparência da gestão de política macroeconômica.³⁸³

Plenamente possível, por conseguinte, que o Poder Judiciário exerça o controle judicial quanto à eficácia ou à efetividade de políticas macroeconômicas, comparando-se as fundamentações das agências reguladoras com os resultados obtidos. Quando os resultados não forem os esperados, cabe ao órgão regulador uma justificativa ainda mais acentuada e fundamentada, de modo a comprovar que os resultados adversos foram oriundos de circunstâncias incertas ou imprevisíveis.³⁸⁴

3.3 ATUAÇÃO DOS ÓRGÃOS DE CONTROLE EM FACE DAS POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

No início do presente capítulo, analisamos as competências e atribuições individualizadas de cada Poder, ente e órgão que, direta ou indiretamente, participam

³⁸² Assim foram as conclusões do Segundo Senado do Tribunal Constitucional Federal Alemão, no julgamento conjunto dos processos 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15 e 2 BvR 980/16, de 5 de maio de 2020, em que, dado o princípio da proporcionalidade, questionou-se a ausência de ponderação entre os fins almejados pela política monetária e os seus múltiplos e consideráveis efeitos de política econômica (BUNDESVERFASSUNGSGERICHT. Federal Constitutional Court. *Headnotes to the Judgment of the Second Senate of 5 May 2020*. Disponível em: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/EN/2020/05/rs20200505_2bvr085915en.html. Acesso em: 30 ago. 2023).

³⁸³ Em termos práticos, as autoridades reguladoras alemãs devem monitorar a eficácia dos resultados de um programa para a compra de títulos da dívida pública de países europeus de modo a concluir se, de fato, a estabilidade da moeda europeia estará garantida e, ainda, se não ocasionará repercussões negativas para a política fiscal alemã. Questiona-se se seria a compra de títulos da dívida pública de países da zona do euro o meio mais adequado para atingir os fins de política monetária como o controle da inflação e a estabilidade da moeda.

³⁸⁴ No capítulo 4, trataremos do controle judicial de políticas macroeconômicas com maior profundidade.

da gestão da dívida pública. Não deixamos de ressaltar, ao longo da leitura dos tópicos, que, de certa forma, a atuação de cada um deles, além de interferir na condução e nos resultados da dívida pública consolidada do país, também pode influenciar as ações dos demais, afinal, as políticas monetária, fiscal, creditícia e cambial estão todas, em alguma medida, interligadas.

Crucial, portanto, que as relações institucionais sejam trazidas ao debate para que se possa investigar a amplitude e os limites de atuação de cada um dos atores envolvidos com a gestão da dívida pública brasileira, que, além de abranger os órgãos de controle externo, engloba os executores das políticas macroeconômicas do país.

3.3.1 Relações institucionais entre os órgãos/entidades integrantes da gestão da dívida

De acordo com o apontado nos tópicos deste capítulo, as escolhas de políticas macroeconômicas cabem, fundamentalmente, aos Poderes Executivo e Legislativo. Ao primeiro, compete executar, dentro dos parâmetros e metas estabelecidos pela legislação, os objetivos definidores do interesse público na condução do endividamento do país. O Legislativo, além de estabelecer as políticas que serão empreendidas ou permitidas pelo ordenamento jurídico, também delimita o *modus operandi* de sua respectiva consumação. Adicionalmente, fiscaliza se os resultados obtidos estão em conformidade com as prescrições constitucionais e legais.

Cabe, portanto, ao Poder Executivo federal, a gestão da dívida pública consolidada do país que, por sua vez, está diretamente atrelada às várias políticas macroeconômicas: fiscal; monetária; cambial; e creditícia. Já vimos que o legislador infraconstitucional optou por desmembrar essas atribuições entre órgãos distintos do Poder Executivo: as políticas monetária, cambial e creditícia permanecem a cargo do Banco Central do Brasil; enquanto a política fiscal, sob a responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional (órgão integrante do Ministério da Fazenda).

Nunca é demais repetir que as decisões em uma dessas políticas podem ocasionar efeitos, mediatos ou imediatos, na condução das demais, uma vez que todas estão umbilicalmente interligadas. Logo, é essencial que, para a boa gestão do endividamento nacional, a legislação considere, efetivamente, essa estreita integração que deve existir na atuação entre os órgãos e entes participantes da sua execução. Dando continuidade a esse raciocínio, merecem destaque o exame da efetividade, da eficiência e da eficácia das metas previamente estabelecidas, a necessidade de regulamentação dos conceitos e parâmetros previstos no ordenamento jurídico e a análise da proporcionalidade dos instrumentos escolhidos para executar a política macroeconômica de forma sistêmica.

O projeto da lei de diretrizes orçamentárias da União, em cada exercício, deve conter um anexo específico que explicita “os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais

agregados e variáveis e, ainda, as metas de inflação, para o exercício subsequente”.³⁸⁵ Consequentemente, qualquer controle sobre os resultados apresentados pela execução dessas políticas deve partir dos objetivos e parâmetros especificados no aludido anexo, que inclui, entre outros agregados, as metas de inflação para o ano seguinte.

De início, é essencial que o referido Anexo contenha, de forma clara e precisa, baseados em estudos estatísticos e dados objetivos, o detalhamento das metas que se pretende alcançar e a identificação discriminada de cada parâmetro de aferição. Contribui-se, dessa forma, para a maior efetividade de atuação dos órgãos de controle e para seu acompanhamento pela sociedade em geral.

No entanto, não é o que tem ocorrido na prática. Ao observarmos a LDO da União referente ao exercício de 2024 (Lei 14.791/2023),³⁸⁶ constatamos que seu Anexo IV (Objetivos das Políticas Monetária, Creditícia e Cambial) se restringe a fazer uma análise (muito perfunctória, diga-se de passagem) dos principais agregados macroeconômicos a partir de 2020 até o ano de 2023. Ainda que seja necessário fazer remissão ao período histórico mais próximo, uma vez que as decisões atuais devem, muito provavelmente, ser orientadas por consequências de ações concretizadas no passado, não há, no referido documento, nenhuma projeção prospectiva para os principais agregados e variáveis econômicos.

A título de exemplo, com relação à inflação, o Anexo IV afirma que “as projeções condicionais do BC apontam que a inflação acumulada em quatro trimestres prossiga a trajetória de queda ao longo de 2023”. Não assinala, contudo, como foram realizadas essas projeções. Indica, apenas, que foram “anunciadas em reunião do Copom”; porém, ao mesmo tempo, admite que “o Comitê julga que a incerteza em torno das suas premissas e projeções atualmente é maior do que o usual”, devido “tanto a fatores externos como domésticos”, que são os a seguir delimitados:

No cenário externo, permanecem desafios para o desempenho da atividade econômica global, decorrentes de aperto da política monetária em diversos países, da evolução da guerra na Ucrânia, da reação da economia chinesa e, mais recentemente, de incertezas no setor bancário nos Estados Unidos e Europa. No âmbito doméstico, há incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal e da magnitude dos estímulos fiscais em 2023 e sua transmissão para a atividade econômica. Nesse contexto, o Banco Central estima crescimento de 1% no ano, com perspectiva de arrefecimento na demanda interna e nos componentes mais cíclicos da oferta.³⁸⁷

³⁸⁵ Art. 4º, § 4º, da LRF.

³⁸⁶ BRASIL. *Lei 14.791, de 29 de dezembro de 2023*. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e a execução da Lei Orçamentária de 2024 e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14791.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

³⁸⁷ BRASIL. *Lei 14.791, de 29 de dezembro de 2023*. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e a execução da Lei Orçamentária de 2024 e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14791.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

Fundamentado, portanto, nesses fatores de risco, o Anexo conclui suas projeções com uma estimativa de crescimento de 1% no ano, o que, na prática, não se concretizou tendo em vista que “em 2023, o PIB (Produto Interno Bruto) cresceu 2,9% frente a 2022”, conforme atestação do IBGE.³⁸⁸

Ainda que erros de estimativa sejam admitidos em projeções de horizonte, pode-se considerar, no mínimo, atípico um desvio em torno de 1,9% para estimativa dos índices de crescimento econômico do país, o que comprova a necessidade de maiores aprofundamento e detalhamento dos dados integrantes do Anexo específico referente às políticas a cargo do BCB. Definitivamente, essa tendência de recurso a assertivas genéricas não contribui com a efetividade das premissas legais voltadas para ações planejadas e transparentes, com a correção de riscos e a prevenção de desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas (art. 1º, § 1º, da LRF).

Outro objetivo do Anexo específico é a publicização das metas da inflação para o exercício seguinte. No ano de 1999, em resposta à crise que resultou na desvalorização do real, houve mudanças significativas nas políticas cambial e monetária do país, “quando a âncora cambial foi substituída pelo câmbio flutuante e pelo regime de metas de inflação”.³⁸⁹

O regime de metas para inflação foi instituído pelo Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999,³⁹⁰ como diretriz da política monetária. “O regime consiste na definição e publicação de uma meta de inflação pré-estabelecida e desvios máximos tolerados, que deve ser perseguida pelo BCB, funcionando como uma âncora para as expectativas de inflação futura”.³⁹¹ Em síntese, a meta para a inflação é definida previamente pelo CMN e cabe ao BCB adotar as medidas necessárias para alcançá-la.

³⁸⁸ BRASIL. IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *PIB cresce 2,9% em 2023 e fecha o ano em R\$ 10,9 trilhões*. 1º mar. 2024. Disponível em: [https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/39303-pib-cresce-2-9-em-2023-e-fecha-o-ano-em-r-10-9-trilhoes#:~:text=Em%202023%2C%20o%20PIB%20\(Produto,Servi%C3%A7os%20\(2%2C4%25\).&text=O%20PIB%20totalizou%20R\\$%2010%2C9%20trilh%C3%B5es%20em%202023](https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/39303-pib-cresce-2-9-em-2023-e-fecha-o-ano-em-r-10-9-trilhoes#:~:text=Em%202023%2C%20o%20PIB%20(Produto,Servi%C3%A7os%20(2%2C4%25).&text=O%20PIB%20totalizou%20R$%2010%2C9%20trilh%C3%B5es%20em%202023). Acesso em: 22 nov. 2024.

³⁸⁹ IANONI, Marcus. Interesses financeiros e captura do Estado no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 37, n. 2, p. 324-342, abr./jun. 2017.

³⁹⁰ BRASIL. *Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999*. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

³⁹¹ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Proc. TC 002.134/2023-3*. Tipo: Representação. Secretaria Geral de Controle Externo Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros. Data: 8.3.2023.

Se a inflação, ao fim do ano, se situar fora do intervalo de tolerância, o presidente do BCB deve divulgar publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, presidente do CMN, contendo a descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito (art. 4º, parágrafo único, do Decreto 3.088/1999).

O CMN é composto, atualmente, pelo Ministro de Estado da Fazenda, na qualidade de presidente; pelo Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento; e pelo Presidente do BCB.³⁹² O Colegiado de três membros, portanto, é o responsável para estabelecer as metas da inflação para cada exercício e, de certa forma, é dotado de legitimidade democrática, uma vez que todos são escolhidos pelo Presidente da República, eleito pelo voto popular.³⁹³ Dado que a decisão da meta para a inflação se trata de um elemento essencial para a condução da política monetária, são plenamente viáveis questionamentos quanto aos critérios utilizados para a sua aferição e à metodologia adotada para estimá-la.

De início, ao considerarmos que o CMN tem a atribuição específica de determinar a meta de inflação, a qual orienta os rumos da política monetária do país,

³⁹² Art. 8º, da Lei 9.069/1995, com redação dada pela Lei 14.600/2023 (BRASIL. *Lei 14.600, de 19 de junho de 2023*. Estabelece a organização básica dos órgãos da Presidência da República e dos Ministérios; altera as Leis 9.984, de 17 de julho de 2000, 9.433, de 8 de janeiro de 1997, 8.001, de 13 de março de 1990, 14.204, de 16 de setembro de 2021, 11.445, de 5 de janeiro de 2007, 13.334, de 13 de setembro de 2016, 12.897, de 18 de dezembro de 2013, 8.745, de 9 de dezembro de 1993, 9.069, de 29 de junho de 1995, e 10.668, de 14 de maio de 2003; e revoga dispositivos das Leis 13.844, de 18 de junho de 2019, 13.901, de 11 de novembro de 2019, 14.261, de 16 de dezembro de 2021, e as Leis 8.028, de 12 de abril de 1990, e 14.074, de 14 de outubro de 2020. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/L14600.htm. Acesso em: 8 fev. 2025).

Desde sua criação, pela Lei 4.595/1964, e, especialmente, após a CF/1988, a composição do CMN foi continuamente alterada por diversas leis e medidas provisórias.

³⁹³ Não há coincidência entre os mandatos do Presidente da República e o do Presidente do BC, após a autonomia formal conferida ao BCB pela LC 179/2021, que dispõe o seguinte:

Art. 4º O Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil serão indicados pelo Presidente da República e por ele nomeados, após aprovação de seus nomes pelo Senado Federal.

§ 1º O mandato do Presidente do Banco Central do Brasil terá duração de 4 (quatro) anos, com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República (BRASIL. *Lei Complementar 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 7 fev. 2025).

seria possível pensarmos em algum grau de aprimoramento, por exemplo, uma composição mais equilibrada e mais diversificada do próprio CMN. Originalmente, a Lei 4.595/1964 previa a seguinte formação:

- Art 6º. O Conselho Monetário Nacional será integrado pelos seguintes membros:
- I – Ministro da Fazenda, que será o Presidente;
 - II – Presidente do Banco do Brasil S.A;
 - III – Presidente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico;
 - IV – Seis (6) membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros, com mandato de seis (6) anos, podendo ser reconduzidos.³⁹⁴

Conforme se constata, a composição inicial do CMN era muito mais plural em termos de variação dos diversos interesses envolvidos dada a previsão de os seis membros escolhidos facultativamente poderem ser oriundos de diferentes origens acadêmicas, profissionais e representativas de setores econômicos. Uma composição mais heterogênea, por conseguinte, apresenta melhores condições de evitar uma captura “cultural”, além de aumentar a representatividade democrática tendo em vista a maior participação do Senado Federal ao avaliar boa parcela dos membros.

Um ponto adicional trazido pela doutrina econômica diz respeito à necessidade de criação de um procedimento mais objetivo e científico para a definição das metas de inflação, “para além do simplório convergir para as metas dos demais países”.³⁹⁵ A preocupação está relacionada a dois aspectos relevantes, o primeiro se refere à ausência de estudos técnicos mais aprofundados para amparar as decisões do CMN; o segundo, à transparência dada ao referido modelo.

No que tange à elaboração de estudos técnicos baseados em critérios objetivos, economistas têm chamado a atenção para algumas peculiaridades dos critérios utilizados pelo CMN para se chegar a um nível de “inflação ótima”. Em primeiro lugar, é preciso que se inclua uma perspectiva estrutural, mais voltada para o longo prazo, que considere as especificidades do país (grau de flexibilidade no mercado de trabalho, nível de fragilidade fiscal, entre outros). Em pesquisa realizada em países emergentes que adotaram o regime de metas de inflação, concluiu-se que os

³⁹⁴ BRASIL. *Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 6 fev. 2025. A redação original da referida Lei previa, em acréscimo, a existência de comissões consultivas atuando juntamente ao CMN, conforme previsto em seu art. 7º, com a participação de órgãos e entes do governo federal, bem como dos setores bancário, crédito, financeiro, industrial e cooperativas de crédito agrícola.

³⁹⁵ BORGES, Bráulio. *Duplo mandato para o BCB: populista e desnecessário?* FGV IBRE, 18 fev. 2021.

resultados dessas metas previamente estipuladas não serviram como uma âncora efetiva, o que significa que as escolhas do “alvo central” da inflação têm se apresentado abaixo das respectivas inflações efetivas nesses países. Em síntese, “na prática, definiram um piso na inflação desses países, e não uma tendência média”.³⁹⁶

Em segundo lugar, essa fundamentação – de conversão para a meta dos demais países semelhantes ao Brasil – tem sido utilizada frequentemente pelo CMN.³⁹⁷ No entanto, no estudo suprarreferido, foram constatados resultados bastante heterogêneos entre os diversos países analisados (Chile, México, Colômbia e África do Sul),³⁹⁸ tendo em vista que, apesar de todos eles se enquadrarem na categoria “emergentes”, é certo que apresentam especificidades singulares na condução de suas respectivas economias. Daí por que não basta uma alegação genérica de aproximação com as metas dos países emergentes para embasar a meta brasileira, sendo essencial, portanto, a utilização de estudos estatísticos criteriosos que considerem, efetivamente, as peculiaridades da nossa economia.

³⁹⁶ BORGES, Bráulio; BARBOZA, Ricardo. *O debate sobre as metas de inflação no Brasil*. FGV IBRE, 7 fev. 2023.

³⁹⁷ Em nota à imprensa, ao justificar a nova sistemática de meta para a inflação, o MF esclarece que “nessa nova sistemática, optou-se por manter a meta de inflação em 3,0% no acumulado em doze meses, com bandas de 1,5 p.p. para cima ou para baixo. A meta de 3,0% é compatível com a definição do CMN para 2025 e 2026 na sistemática anterior e é similar à utilizada em outras economias emergentes da América Latina que também empregam o regime de metas de inflação, como o Chile, a Colômbia e o México. A manutenção da meta em baixo patamar, similar ao praticado em outros países emergentes, fortalece a percepção de compromisso do Brasil com inflação baixa e estável” (BRASIL. Ministério da Fazenda. *Nova sistemática de meta para a inflação*. 26 jun. 2024. Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/canais_atendimento/imprensa/notas-a-imprensa/2024/junho/nova-sistemática-de-meta-para-a-inflação-1#:~:text=Para%202025%20e%202026%2C%20o,reduzido%20para%201%2C5%20p.p. Acesso em: 16 nov. 2024).

³⁹⁸ Chile e México têm metas e intervalos iguais (3,0% a.a., +/- 1 p.p.), mas os resultados, em termos da avaliação do regime de metas, são bem diferentes. No Chile, a inflação média em 2003-19 foi bem próxima do alvo central (3,2% a.a. vs 3%) e houve desvios menos assimétricos da inflação – embora em quase 50% dos anos a inflação tenha se situado abaixo do piso ou acima do teto. No México, a inflação média, de 4,1% a.a., foi bastante superior ao alvo central (3%) e mesmo algo acima do teto, com uma assimetria muito acentuada (maior frequência de desvios para cima e 41,2% dos anos com inflação acima do teto). Na África do Sul – que não conta com um alvo central oficial –, a inflação média se situou dentro dos limites estabelecidos para a meta (embora algo acima do ponto médio, de 4,5%), mas com grande assimetria (pois em quase 30% dos anos a inflação ficou acima do teto (6%). Em 2010-19, quando o alvo central foi de 3,0% a.a., a inflação média cheia anual colombiana foi de 3,8% a.a. O desvio médio da inflação ante o centro da meta em 2010-19 (+0,8 p.p.) dobrou em relação ao período 2005-09 (+0,4 p.p.), no qual a meta de inflação oscilou entre 4 e 5% (com um alvo central médio de 4,5%). (BORGES, Bráulio; BARBOZA, Ricardo. *O debate sobre as metas de inflação no Brasil*. FGV IBRE, 7 fev. 2023).

Em terceiro lugar, o controle sobre os resultados não pode, jamais, ser menos-prezado. Inconsistências frequentes entre as taxas estimadas e as taxas efetivas de inflação podem ser boas condutoras para que, no mínimo, os parâmetros metodológicos utilizados sejam revisados. A mensuração de um índice tão importante como a meta inflacionária não pode resultar de critérios aleatórios ou subjetivos, devendo se sujeitar, ademais, à ampla transparência.

A título de exemplo, nos EUA, formou-se, em meados da década de 1990, uma espécie de Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) para apurar os vieses dos indicadores da inflação norte-americana, que acabou impulsionando uma agenda de aprimoramento, “em questões de fórmulas, escopo e ajustes por qualidade”. No caso brasileiro, o CMN nunca utilizou estudos técnicos para balizar a calibração numérica das metas, o que até seria justificável no início do regime, mas não após mais de 20 anos desde sua criação.³⁹⁹

É importante destacar que, no que se refere às metas fiscais, o legislador estabeleceu normas direcionadas para o uso de critérios objetivos de aferição. Ao se regular o Anexo de Metas Fiscais da LDO, por exemplo, exige-se a aplicabilidade de metas anuais, “em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes” (art. 4º, § 1º, da LRF),⁴⁰⁰ além da definição de diversos critérios objetivos de aferição, tais como: avaliação do cumprimento das metas relativas ao ano anterior; demonstrativo das metas anuais, instruído com memória e metodologia de cálculo que justifiquem os resultados pretendidos, comparando-as com as fixadas nos três exercícios anteriores e evidenciando sua consistência com as premissas e os objetivos da política econômica nacional; evolução do patrimônio líquido, também nos últimos três exercícios, destacando a origem e a aplicação dos recursos obtidos com a alienação de ativos; entre outros (art. 4º, § 2º, da LRF).⁴⁰¹ Da mesma forma, portanto, que o legislador determina o uso de uma aferição objetiva das metas fiscais, é possível que adote semelhante delineamento para as metas monetárias.

Por fim, o cotejo da meta inflacionária não deve estar direcionado, única e exclusivamente, para assegurar a estabilidade dos preços, mas também para zelar

³⁹⁹ BORGES, Bráulio; BARBOZA, Ricardo. *O debate sobre as metas de inflação no Brasil*. FGV IBRE, 7 fev. 2023. Os autores defendem a ideia de que o CMN deveria revisar para cima a meta de inflação brasileira, dos atuais 3% a.a. (já definidos para 2024/2025) para perto de 4% a.a.

⁴⁰⁰ BRASIL. *Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

⁴⁰¹ BRASIL. *Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

pela atividade econômica e pelo fomento do pleno emprego (art. 1º e parágrafo único, da LC 179/2021).⁴⁰² Ao se analisar o próprio modelo utilizado pelo BCB, verifica-se que, no período de 2019 a 2021, a redução da meta, pelo CMN, levou aos seguintes resultados: um aumento de juro real; um impacto negativo sobre o PIB; e uma piora da situação fiscal do país. Vê-se, portanto, que os objetivos complementares da condução da política monetária – crescimento e suavização da atividade econômica – não foram alcançados, com o agravante de a inflação efetiva não ter sido coincidente com a estimada, além de ter apresentado um significativo grau de desvio em relação ao período histórico apurado.⁴⁰³

Outro tema relevante para a execução de políticas macroeconômicas está relacionado à devida regulamentação de uma legislação, que, como é do conhecimento geral, trata de assuntos complexos que fogem à compreensão comum. Ocorre que seus efeitos são sentidos por toda a sociedade. Daí por que a legislação constitucional ou legal, que as orientam, deve se sujeitar a uma regulamentação a mais analítica possível.

A título de exemplo, a EC 109/2021 inseriu a “sustentabilidade da dívida” entre os assuntos que devem se submeter à regulamentação por meio de lei complementar.⁴⁰⁴ Em seguida, fora editada a LC 200/2023, tendo reforçado a preocupação legislativa, no sentido de a política fiscal da União “ser conduzida de modo a manter

⁴⁰² BRASIL. *Lei Complementar 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores e altera artigo da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

⁴⁰³ A inflação média no Brasil em 1999-2022 foi de 6,4% a.a., com a mediana em +5,9% a.a. Entre 2005 e 2018, o centro da meta de inflação no Brasil foi de 4,5% a.a. (IPCA). Em junho de 2017, a meta foi fixada em 4,25% para 2019 e 4,00% para 2020. Em junho de 2018, a meta para 2021 foi fixada em 3,75%. Ou seja: até a realização do exercício pelo BCB, em março de 2019, a meta para os anos seguintes já havia sido reduzida em 0,75 p.p. ante o nível que vigorou durante muitos anos até 2018 (BORGES, Bráulio; BARBOZA, Ricardo. *O debate sobre as metas de inflação no Brasil*. FGV IBRE, 7 fev. 2023).

⁴⁰⁴ BRASIL. *Emenda Constitucional 109, de 15 de março de 2021*. Altera os arts. 29-A, 37, 49, 84, 163, 165, 167, 168 e 169 da Constituição Federal e os arts. 101 e 109 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias; acrescenta à Constituição Federal os arts. 164-A, 167-A, 167-B, 167-C, 167-D, 167-E, 167-F e 167-G; revoga dispositivos do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias e institui regras transitórias sobre redução de benefícios tributários; desvincula parcialmente o superávit financeiro de fundos públicos; e suspende condicionalidades para realização de despesas com concessão de auxílio emergencial residual para enfrentar as consequências sociais e econômicas da pandemia da Covid-19. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc109.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

a dívida pública em níveis sustentáveis” (art. 1º, § 2º).⁴⁰⁵ Indaga-se, portanto, o que pode ser considerado uma dívida sustentável. Até a edição da referida lei complementar, o BCB sempre considerou como parâmetro de referibilidade a DBGG em relação ao PIB, cuja opção era bastante criticada por setores da doutrina.⁴⁰⁶

Apesar das críticas doutrinárias, a própria LC 200/2023 estabeleceu que se considera “compatível com a sustentabilidade da dívida pública o estabelecimento de metas de resultados primários, nos termos das leis de diretrizes orçamentárias, até a estabilização da relação entre a DBGG e o Produto Interno Bruto (PIB)”,⁴⁰⁷ tendo o legislador infraconstitucional optado, por conseguinte, pelos parâmetros até então utilizados para a aferição da sustentabilidade da dívida pública.

O que se pretende destacar não é a opção legislativa pelo critério “x” ou pelo critério “y” (embora se reconheça que também esteja sujeita a críticas), mas sim o fato de que a ausência de regulamentação pode ocasionar uma situação de insegurança jurídica, pois os órgãos ou entes que têm a atribuição de aferir a “sustentabilidade” ficam sujeitos a constantes pressões, de variados grupos de interesses, para adotarem um ou outro parâmetro. Essa circunstância poderia, paralelamente,

⁴⁰⁵ BRASIL. *Lei Complementar 200, de 30 de agosto de 2023*. Institui regime fiscal sustentável para garantir a estabilidade macroeconômica do país e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico, com fundamento no art. 6º da Emenda Constitucional 126, de 21 de dezembro de 2022, e no inciso VIII do *caput* e no parágrafo único do art. 163 da Constituição Federal; e altera a Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

⁴⁰⁶ Neste sentido: “É arbitrária (porquanto não lastreada em norma juridicamente válida) a adoção do conceito de dívida bruta do governo geral (DBGG), que está na casa de 73% do PIB - ao invés do parâmetro de dívida líquida do setor público (DLSP), em torno de 57% do PIB - para fins de projeção do que viria a ser sustentabilidade da dívida pública brasileira. Tal escolha metodológica, por si só, pode agravar a percepção de risco de inflação e, por conseguinte, contribuir para uma definição desarrazoada da taxa básica de juros. Ao não considerar como ativos do setor público as reservas internacionais e os títulos de dívida do Tesouro que detém em seu balanço, o Banco Central adota o parâmetro metodologicamente mais gravoso e embute ágio do que chama de risco fiscal” (PINTO, Élica Graziane; DEOS, Simone. Precificação de risco é cláusula leonina do contrato social da moeda. *Consultor Jurídico*, 26 abr. 2023. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2023-abr-26/graziane-deos-clausula-leonina-contrato-social-moeda/>. Acesso em: 7 fev. 2025).

⁴⁰⁷ BRASIL. *Lei Complementar 200, de 30 de agosto de 2023*. Institui regime fiscal sustentável para garantir a estabilidade macroeconômica do país e criar as condições adequadas ao crescimento socioeconômico, com fundamento no art. 6º da Emenda Constitucional 126, de 21 de dezembro de 2022, e no inciso VIII do *caput* e no parágrafo único do art. 163 da Constituição Federal e altera a Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm. Acesso em: 4 fev. 2025.

incentivar a adoção de juízos subjetivos, sem nenhum embasamento em dados empíricos, na definição dos agregados e elementos de verificação. Ademais, a ausência de regulamentação dos critérios definidores tende a arrefecer a confiança que se exige de um banco central, pois, muitas vezes, põe em xeque suas escolhas, criando-se um risco ocasional desnecessário.

Outro exemplo de assimetrias provocadas pela regulamentação não é exatamente sua ausência, mas a demora em se promover as atualizações necessárias com o decorrer do tempo. Retornando ao exemplo do regime das metas para a inflação, sua regulamentação fora efetivada por intermédio do Decreto 3.088/1999,⁴⁰⁸ que sofreu poucas alterações ao longo dos anos e nenhuma dela, de caráter substancial.

Sua última alteração foi promovida com a edição do Decreto 12.079, de 26 de junho de 2024,⁴⁰⁹ que estabelece nova sistemática de meta para a inflação a partir de 1º de janeiro de 2025, sendo “representada por variações acumuladas em 12 meses de índice de preços de ampla divulgação, apuradas mês a mês” (art. 1º, parágrafo único). Também a partir dessa data, “será considerado que a meta foi descumprida quando a inflação desviar-se por 6 meses consecutivos da faixa do respectivo intervalo de tolerância” (art. 2º). No entanto, causa certa perplexidade o previsto no § 2º do art. 2º: “A meta e o intervalo de tolerância poderão ser alterados pelo Conselho Monetário Nacional, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, observada a antecedência mínima de 36 meses para o início de sua aplicação”.

Antes de tudo, é de difícil compatibilização “a antecedência mínima de trinta e seis meses” para se efetivar qualquer alteração da meta com as situações de choques internos ou externos. Conjunturas como epidemias, conflitos armados, eventos naturais climáticos, crises financeiras, entre outros, são eventos repentinos que aumentam ou diminuem temporariamente a oferta ou a demanda por bens e serviços e que exigem uma resposta quase imediata aos referidos acontecimentos, sob pena de total inefetividade das medidas adotadas tardiamente.

Todavia, mesmo que não haja nenhum tipo de choque, não parece razoável ter de aguardar o prazo de 36 meses quando se constatam um ou mais atos equivocados na condução da política monetária. Se algo está comprovadamente errado, deve, por óbvio, ser alterado o quanto antes. No caso da meta para a inflação, repita-se, é importante

⁴⁰⁸ BRASIL. *Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999*. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

⁴⁰⁹ BRASIL. *Decreto 12.079, de 26 de junho de 2024*. Estabelece nova sistemática de meta para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato20232026/2024/Decreto/D12079.htm#:~:text=DECRETO%20N%C2%BA%2012.079%2C%20DE%2026,vista%20o%20disposto%20no%20art. Acesso em: 7 fev. 2025.

que os resultados estimados da inflação não destoem substancialmente da inflação efetiva, o que, por si só, pode refletir a aplicação de uma metodologia inadequada.

3.3.2 Atuação dos órgãos de controle externo

No que se refere à gestão da dívida pública, os órgãos de controle externo, responsáveis por sua fiscalização, são, basicamente, o Poder Legislativo, o sistema Tribunais de Contas e o Poder Judiciário. É imperioso, por conseguinte, que haja uma estreita delimitação das competências de cada órgão, sob o risco de haver um conflito de atribuições, em especial quando nos deparamos com as denominadas “zonas cinzentas”, em que, casuisticamente, as diversas competências tendem a se fundir em face das sobreposições corriqueiras verificadas na execução de políticas macroeconômicas.

Ao se referir ao federalismo norte-americano, Steven Malanga faz contundente crítica ao que denomina “ativismo judicial para esquivar-se dos limites da dívida”. Segundo ele, quando se considera o Tribunal de Apelações do Estado de Nova York, verifica-se que os juízes, frequentemente, se mostraram abertos a qualquer “engenhosidade moderna, até artifícios” que os legisladores prepararam para contornar as restrições da dívida. Acrescenta que os tribunais de alguns estados têm, com suas respectivas decisões, provocado o surgimento da “dívida sem endividamento”, isto é, permitido que diversas operações e transações permaneçam à margem das restrições constitucionais e legais, o que tem contribuído para a elevação do estoque real da dívida dos estados.⁴¹⁰

A questão do ativismo dos órgãos de controle quanto ao endividamento público está intrinsecamente ligada aos limites de competência de cada um deles quanto às escolhas de políticas macroeconômicas, com o agravante, repise-se, da peculiar e contundente interação entre as políticas fiscal, monetária, creditícia e cambial, o que dificulta, sobremaneira, a separação entre as diversas atribuições orgânicas.

Mas, afinal, de que modo os órgãos de controle externo podem fiscalizar as escolhas quanto a essas políticas? Quais os limites de sua atuação? É possível o controle do mérito de políticas econômicas? É viável a existência de algum juízo de proporcionalidade sobre os instrumentos de políticas fiscais ou monetárias? É legítima alguma verificação sobre os resultados dessas políticas?

3.3.2.1 *Divisão de competências*

A divisão das competências dos órgãos de controle é um marco para condicionar os limites da atuação de cada um. As atribuições legais já foram exaustivamente

⁴¹⁰ MALANGA, Steven. The indebted states of America – States and localities owe far, farmore than their citizens know. *City Journal*, 2019.

discriminadas no início deste capítulo, razão pela qual não serão reexaminadas no presente item. O propósito, a partir daqui, concentrar-se-á na análise das atribuições orgânicas voltadas para a efetivação do exercício do controle externo da gestão da dívida pública.

Conforme já visto, entre as atribuições do BCB, encontra-se a fixação da taxa Selic⁴¹¹ que, por sua vez, é uma referência para as taxas de juros de mercado. Isso, por si só, denota sua importância. Alguns autores, no entanto, acrescentam que, quando o BCB define a taxa de juros, está, além de ter uma atuação meramente econômica, agindo também politicamente uma vez que pode priorizar, às vezes excessivamente, seu objetivo principal de estabilização dos preços (contenção da inflação) frente aos demais objetivos complementares (suavização da atividade econômica e fomento do pleno emprego), influenciando, dessa forma, a própria distribuição de renda do país.⁴¹²

Apesar de reconhecermos que cabe, precipuamente, ao BCB, por intermédio do Copom, a definição da taxa Selic, é possível questionarmos se, no exercício dessa atribuição específica, teria o BCB livre discricionariedade de atuação, uma vez que, repise-se, seus efeitos podem provocar reflexos em toda a política econômica do país e, em última instância, se mal-administrada, ocasionar danos a toda a sociedade.

Tal preocupação não se trata de mera ilação uma vez que pode ser comprovada por números: no ano de 2022, “houve o pagamento de juros sobre a dívida de quase 600 bilhões de reais e neste ano [2023] pode chegar a 700 bilhões”. Já o orçamento de investimento é da ordem de 70 bilhões de reais. Logo, grosso modo, “o pagamento de juros é dez vezes superior ao investimento público no âmbito federal”.⁴¹³

Se fizermos uma comparação internacional e considerando a porcentagem do custo de financiamento da dívida pública em relação ao PIB e a porcentagem da dívida pública em relação ao PIB para vários países, podemos observar, por exemplo, que o Japão tem uma dívida de 260% do PIB, mas o custo de rolagem dessa dívida

⁴¹¹ Segundo definição do BCB: “A taxa Selic é a taxa básica de juros da economia, que influencia outras taxas de juros do país, como taxas de empréstimos, financiamentos e aplicações financeiras. A definição da taxa Selic é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central (BC) para controlar a inflação. A Selic é a taxa de juros média praticada nas operações compromissadas com títulos públicos federais com prazo de um dia útil. O BC realiza operações no mercado de títulos públicos para que a taxa Selic efetiva esteja em linha com a meta da taxa Selic, que é definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BC” (BRASIL. Banco Central do Brasil. *Taxa Selic*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 3 dez. 2024).

⁴¹² MARCONI, Nelson. In: MENDONÇA JUNIOR, Félix (coord.). *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2023, p. 131.

⁴¹³ LACERDA, Antônio Corrêa de. In: MENDONÇA JUNIOR, Félix (coord.). *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2023, p. 133.

não chega a 2% do PIB. A Grécia, país que ainda vive uma situação fiscal gravíssima, deve 200% do PIB; no entanto, é de 2,5% o respectivo custo de financiamento. Já o Brasil apresenta resultado entre 70% e 80% do PIB de dívida bruta, semelhante a muitos países como Índia, África do Sul, México, Reino Unido, Argentina, Austrália, China, Alemanha e Indonésia. No entanto, o Brasil se destaca por um dos maiores custos de rolagem da dívida do mundo, de 7% do PIB ao ano.⁴¹⁴

A condução da referida política monetária, independentemente de qualquer juízo de valor quanto ao mérito, produz, como resultado fático, o encarecimento do financiamento da dívida pública brasileira, com a consequente contração da capacidade de investimento, do crescimento econômico e da geração de renda e emprego no país.

Dadas as consequências graves que podem ocasionar à economia nacional como um todo, talvez, por isso, o tema tenha chegado – ainda de forma muito tímida, é bem verdade – ao TCU. Em processo de representação formulada por membro do Ministério Público de Contas, foram requeridos os seguintes pleitos, no sentido de que o TCU:

avaliar as consequências positivas e negativas ao erário, especialmente aos cofres públicos da União, diante da manutenção da taxa Selic pelo Banco Central do Brasil (BCB) em patamares elevados;

avaliar se as tomadas de decisões operacionais do BCB, em especial acerca da definição das taxas de juros, consideram os riscos fiscais do país, diante da interdependência entre a política fiscal e monetária;

estabeleça diálogo público envolvendo tanto atores do Estado, em especial o Poder Executivo Federal que é atingido diretamente pelas escolhas do BCB, quanto atores do mercado, especialmente organizações representativas dos consumidores, a fim de conhecer e propiciar a visão global da sociedade sobre a definição da Taxa Selic e seus impactos;

avaliar conveniência e a oportunidade de realizar evento específico com audiências públicas no TCU de forma a facilitar e incentivar o diálogo das partes envolvidas, especialmente com convites de atores e entidades especializadas a contribuir sobre o tema nessa Corte de Contas; e,

atue junto ao Banco Central de forma a conhecer e contribuir periodicamente com as decisões tomadas relativas aos patamares da Taxa Selic em prol de uma Administração Pública gerencial e colaborativa.⁴¹⁵

⁴¹⁴ LACERDA, Antônio Corrêa de. In: MENDONÇA JUNIOR, Félix (coord.). *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2023, p. 133.

⁴¹⁵ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Proc. TC 002.134/2023-3*. Tipo: Representação. Secretaria Geral de Controle Externo Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros. Data: 8.3.2023.

O Corpo Técnico do TCU, ao analisar os referidos pedidos, sugeriu, ao Corpo Deliberativo, considerar a representação, no mérito, improcedente em sua totalidade pelas diversas razões que analisaremos em seguida. Inicialmente, é preciso esclarecer que o TCU tem jurisprudência consolidada de que o controle sobre a atividade regulatória deve ser de segunda ordem, não competindo ao Tribunal substituir o regulador ou limitar seus poderes. Deve o TCU, portanto, atuar de forma complementar no que tange à fiscalização da atividade-fim das agências reguladoras. Isso significa que o TCU não deve substituir os órgãos que controla, nem estabelecer o conteúdo do ato de competência do órgão regulador, determinando-lhe a adoção de medidas, salvo quando verificar a ocorrência de ilegalidade ou de omissão da autarquia no cumprimento das normas jurídicas pertinentes.⁴¹⁶

Nesse sentido, rememoramos que cabe ao BCB a escolha dos instrumentos para alcançar as metas de política monetária estabelecidas previamente pelo CMN, mais especificamente as metas dos índices inflacionários, com os respectivos intervalos de tolerância. Logo, o BCB decide, mediante sua atribuição finalística, quais meios operacionais serão implementados para a condução da política monetária; decisão esta que, *a priori*, se encontra fora do âmbito de fiscalização dos órgãos de controle externo.

Ocorre que as escolhas quanto aos instrumentos de política monetária devem se ajustar ao ordenamento jurídico, sendo certo que as determinações, tolerâncias, permissões e vedações legais deverão ser levadas em conta pelo BC. Nesse caso específico, de inobservância do ordenamento jurídico, é cabível o controle de conformidade pelo TCU, inclusive com a decisão de anulação do ato praticado em desacordo com a legislação de regência.

Contudo, se a atuação do BCB estiver em conformidade com o ordenamento, não cabe ao TCU, por exemplo, determinar que a autoridade monetária utilize o meio operacional “x” em vez do meio “y” anteriormente adotado por ela, por considerá-lo “mais adequado”. Quando o legislador, “ao definir determinado ato, intencionalmente deixa um espaço para livre decisão da Administração Pública, legitimando previamente sua opção”,⁴¹⁷ isto é, nas situações em que a legislação concede discricionariedade aos gestores ou aos reguladores, não pode o órgão de controle substituir as opções de gestão ou de regulação por seus próprios critérios de escolha.

A questão perpassa a abrangência do controle a ser exercido em face de atos administrativos discricionários, em especial a perquirição dos limites da

⁴¹⁶ Acórdão 715/2008-Plenário; Acórdão 1201/2009-Plenário; Acórdão 2314/2014; Acórdão 435/2020-Plenário.

⁴¹⁷ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 229.

discricionariedade. Quando o regulador, por exemplo, exerce sua opção com fundamento na discricionariedade que lhe é reconhecida por lei, não significa que estará indene de controle. É plenamente possível a sindicabilidade de atos administrativos que exorbitem os limites da discricionariedade, isto é, que ultrapassem o espaço de livre escolha permitido pela lei, situação em que se avança à verificação no campo da própria legalidade. Conforme muito bem-alertado pela doutrina administrativista, “não se pode confundir controle de mérito com controle dos limites legais da discricionariedade”.⁴¹⁸

Resta saber como se dá, na prática, o exercício do controle sobre os limites de atos discricionários. É preciso delimitar em que momento o administrador ultrapassa os permissivos legais, atuando, a partir daí, de forma irregular e, por consequência, passando a se sujeitar à verificação de legalidade por parte dos órgãos de controle.

Diversas são as teorias que vêm sendo elaboradas, sobretudo no âmbito do Direito Administrativo, mas vamos nos concentrar naquelas que refletem mais adequadamente o controle a ser exercido sobre as opções de instrumentos de política monetária adotadas pelo BCB, com mais aprofundamento a partir do próximo tópico.⁴¹⁹

3.3.2.2 Controle sobre os limites da discricionariedade quanto às escolhas de instrumentos monetários

Conforme visto no item anterior, quando se trata de ato discricionário, os órgãos de controle externo podem apreciar os aspectos da legalidade, mas, adicionalmente, verificar se a Administração não ultrapassou os limites da discricionariedade que, em última instância, também implica um controle de conformidade com o ordenamento jurídico.

⁴¹⁸ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 228.

⁴¹⁹ Maria Sylvia Z. Di Pietro faz remissão a essas teorias, no seguinte sentido prático: “as decisões judiciais que invalidam atos discricionários por vício de desvio de poder, por irrazoabilidade ou desproporcionalidade da decisão administrativa, por inexistência de motivos ou de motivação, por infringência a princípios como os da moralidade, segurança jurídica, boa-fé, não estão controlando o mérito, mas a legalidade do ato”. Resumidamente, a autora destaca que o “desvio de poder ocorre quando a autoridade usa do poder discricionário para atingir fim diferente daquele que a lei fixou”. Com relação à teoria dos motivos determinantes, assevera que, “quando a Administração indica os motivos que a levaram a praticar o ato, este somente será válido se os motivos forem verdadeiros”. No que tange ao princípio da razoabilidade, é possível inferir se a valoração subjetiva foi realizada dentro do razoável, “em consonância com aquilo que, para o senso comum, seria aceitável perante a lei”, de modo a impedir arbitrariedades dos agentes públicos (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 228-231).

Com relação às escolhas de instrumentos monetários, o Corpo Técnico do TCU assevera que aquele Tribunal deve se revestir de cuidado “quando da análise de questões relacionadas à atividade-fim do Banco Central do Brasil”, mormente se considerarmos que fora reconhecida legalmente a autonomia formal dessa autarquia que, por sua vez, “tem um propósito teórico central, qual seja, buscar uma maior eficácia no controle da inflação, com menores custos econômicos e em benefício da sociedade”.⁴²⁰

De fato, por se tratar de atividade finalística do BCB, deve existir muita parcimônia para que o controlador não faça as vezes do regulador e do executor da política monetária, sob pena de ofensa ao princípio da separação de poderes. No entanto, nos dizeres da referida análise técnica, a autonomia do BCB fora concedida mediante algumas contrapartidas; entre elas, o cumprimento do objetivo fundamental (assegurar a estabilidade de preços) e dos objetivos complementares (zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego), ou seja, “buscar uma maior eficácia no controle da inflação, com menores custos econômicos e em benefício da sociedade”.

Caso o BCB implemente uma política monetária visando, exclusivamente, à contenção da inflação, será passível de controle se as medidas adotadas ignorarem ou anularem o crescimento econômico e o fomento do pleno emprego. Trata-se de um caso específico de controle de conformidade, uma vez que a lei, apesar de ter priorizado a estabilidade dos preços, contém um comando para incluir também os objetivos complementares (art. 1º, parágrafo único, da LC 179/2021),⁴²¹ Não pode, por conseguinte, a autoridade monetária simplesmente desconsiderar todos os objetivos legais na condução da política monetária.

O controle de legalidade, nesse caso, seria facilitado nas situações em que os agentes da autoridade monetária motivassem, de forma expressa, a exclusão dos objetivos complementares, por exemplo, “tal política visa exclusivamente obter o controle dos preços” ou “tal política não objetiva alcançar o pleno emprego”. No entanto, algo como “essa política, ao se concentrar na contenção dos preços, trará, como reflexos, a estabilidade da atividade econômica e a busca do pleno emprego” poderia ser enquadrado, satisfatoriamente, na denominada “zona cinzenta” interpretativa, pois

⁴²⁰ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Proc. TC 002.134/2023-3*. Tipo: Representação. Secretaria Geral de Controle Externo Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros. Data: 8.3.2023. Por meio do Acórdão 2.916/2023, a 2ª Câmara, em julgamento de 18 de abril de 2023, seguiu o parecer do Corpo Técnico do Tribunal, para conhecer da Representação e, no mérito, considerá-la improcedente.

⁴²¹ BRASIL. *Lei Complementar 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

não se sabe, de antemão, se, de fato, a priorização do controle da inflação seria capaz de, *a posteriori*, suavizar a atividade econômica e promover o pleno emprego.

Algumas correntes econômicas concordam com essa conclusão; outras, não. O fato é que, inexistindo certeza científica quanto a determinado tema, o controle da efetividade, isto é, do alcance dos resultados legal e previamente pretendidos, adquire crucial importância. Ademais, somente se consegue realizar essa comparação – entre objetivos e resultados – por intermédio da pesquisa empírica, que seja capaz de, com o uso de dados e elementos de aferição objetivos, concluir, precisamente, se a adoção de uma política monetária que vise à contenção da inflação produza como efeitos um efetivo crescimento da economia e dos índices de emprego, mesmo a longo prazo.

Uma análise da série histórica comparativa entre os índices de crescimento econômico e a taxa Selic implementada no período poderia, *a priori*, justificar – ou não – a opção de política monetária. Não seria suficiente uma mera alegação, genérica e padronizada, no sentido de que dada política monetária é eficaz simplesmente porque persegue o controle da inflação, devendo a autoridade monetária comprovar que, além desse objetivo fundamental, os demais também vêm sendo alcançados ou, ao menos, concretamente perseguidos.

Nesse sentido, quando a lei determina, previamente, os objetivos a serem resguardados na prática do ato, deve o agente público empreender todos os esforços para efetivá-los. Assim, quando os dirigentes do BCB justificam a execução de uma política monetária que considere, unicamente, a contenção da inflação, sem fazer menção ou afirmando taxativamente que o crescimento econômico não deva ser alcançado (p. ex., porque o desenvolvimento da economia pode aumentar a inflação), pode-se dizer que há desvio de finalidade no uso do poder discricionário “para atingir fim diferente daquele que a lei fixou”.⁴²² No caso, apesar de se buscar o controle inflacionário, a autoridade monetária está afirmando, de forma expressa, que aquela política monetária não compreende o desenvolvimento uma vez que a lei determina uma conciliação entre esses diferentes objetivos. Deve-se buscar a estabilidade dos preços, mas desde que também seja obtido o crescimento econômico.

Entretanto, quando a autoridade monetária esclarece que a contenção da inflação será suficiente para promover o desenvolvimento econômico, passa a se sujeitar a um controle de resultados. Assim, deve demonstrar que uma política, por exemplo, de aumentos contínuos da taxa Selic, além de conter a inflação, está também promovendo a estabilidade econômica com o aumento dos índices de emprego. O controle do ato discricionário, nesse caso, está relacionado à teoria dos

⁴²² DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 229.

motivos determinantes: “quando a Administração indica os motivos que a levaram a praticar o ato, este somente será válido se os motivos forem verdadeiros”.⁴²³

Pode o TCU, nesse caso, confrontar os motivos do ato discricionário com os pressupostos fáticos que o justificaram. Caso o aumento da taxa Selic esteja, por exemplo, provocando um longo período de recessão econômica, deve o órgão de controle, no mínimo, exigir uma explicação mais pormenorizada por parte da autoridade monetária, pois outros fatores e conjunturas podem estar contribuindo para essa situação, desde que, repita-se, esses últimos também sejam devidamente comprovados.

Quando as diretrizes das metas de inflação não são atingidas, o presidente do BCB deve divulgar publicamente as razões, por meio de Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, com a descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito (art. 4º, parágrafo único, do Decreto 3.088/1999).⁴²⁴ Na condição de órgão de controle externo, o TCU pode recomendar ou, até mesmo, determinar, que os dirigentes do BCB elaborem uma “Carta Aberta” também quando os objetivos complementares (suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego) não se verificarem na prática, de acordo com as exigências de conformação relativas ao princípio da transparência.

Há, aqui, uma limitação da discricionariedade frente à denominada “constitucionalização dos princípios da Administração”.⁴²⁵ Em prol da transparência (art. 37, *caput*, da CF/1988), é possível que se exija do BCB uma publicização ampla,

⁴²³ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 229.

⁴²⁴ BRASIL. *Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999*. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

⁴²⁵ Maria Sylvia Z. di Pietro esclarece que a constitucionalização de princípios e valores produziu reflexos intensos sobre o princípio da legalidade (que resultou consideravelmente ampliado) e a discricionariedade (que resultou consideravelmente reduzida), passando a orientar a atuação dos três Poderes do Estado: eles são obrigatórios para o Legislativo e seu descumprimento pode resultar na declaração de inconstitucionalidade de leis que os contrariem; são obrigatórios para a Administração Pública, cuja discricionariedade fica limitada não só pela lei (legalidade em sentido estrito), mas por todos os valores e princípios consagrados na Constituição (legalidade em sentido amplo); e são obrigatórios para o Poder Judiciário, que pode ampliar seu controle sobre as leis e os atos administrativos, a partir da interpretação de valores adotados como verdadeiros dogmas do ordenamento jurídico. Houve, portanto, ampliação do sentido da lei uma vez que ela passou a ser vista sob o aspecto formal, porque emana do Legislativo, e sob o aspecto material, porque ela tem o papel de realizar os valores consagrados na Constituição (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Constitucionalização do direito administrativo: reflexos sobre o princípio da legalidade e a discricionariedade administrativa*. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella;

para todos os interessados e a sociedade em geral, dos motivos pelos quais o crescimento econômico e o aumento dos índices de emprego não estejam sendo alcançados.

Pode, ainda, o TCU determinar ou recomendar uma mudança de rumo na condução da política monetária, sempre com o devido cuidado para não escolher, ele próprio, a medida a ser aplicada. Dessa forma, é possível a conciliação entre a observância da função finalística do BCB com a atuação efetiva do órgão de controle externo. A título de exemplo, alguns economistas vêm questionando a adoção, por parte do BCB, de uma política monetária excessivamente contracionista.⁴²⁶

Em síntese, a partir de projeções estatísticas com base na denominada “Regra de Taylor”,⁴²⁷ Bráulio Borges traz algumas questões instigantes. O autor inicia sua análise com a seguinte indagação: “estaria a política monetária hoje excessivamente contracionista, como argumentam alguns? Ou não, como defendem o BCB e boa parte dos analistas do mercado financeiro”? Partimos da premissa, por conseguinte, que o tema carece de consenso científico, motivo pelo qual a pesquisa empírica quanto aos resultados passa a obter grande relevância.

Ao analisar a metodologia utilizada pelo BCB, o referido economista concluiu que o hiato do produto não vem sendo considerado. O hiato do produto é um importante indicador de aferição da ociosidade da economia, o que significa dizer que, se negativo, o PIB real é inferior ao seu potencial, com capacidade produtiva não utilizada, a qual provoca uma maior taxa de desemprego, apesar de exercer menores pressões inflacionárias. Ocorre que, quando o BCB não considera o hiato do produto (ociosidade da economia) no seu modelo metodológico de aferição da taxa básica de juros, está, implicitamente, deixando de incluir um dos objetivos complementares de condução da política monetária, qual seja: a persecução do crescimento econômico e do atingimento de melhores níveis de emprego.

Ainda que se possa alegar que, antes de 2021, não havia exigência legal quanto à inclusão dos objetivos complementares na referida projeção, é certo que, após a

RIBEIRO, Carlos Vinícius Alves (coord.). *Supremacia do interesse público e outros temas relevantes do direito administrativo*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 175-196).

⁴²⁶ BORGES, Bráulio. *Avaliando a postura da política monetária brasileira à luz da regra de Taylor*. FGV IBRE, 2023.

⁴²⁷ O autor esclarece que o referencial de taxa de juros sugerido pela regra de Taylor costuma ser utilizado para se avaliar a adequação da política monetária nos países que operam sob regime de metas de inflação, que é justamente o caso do Brasil. De forma muito resumida, a regra de Taylor estabelece que, quando a inflação esperada sobe, a resposta do juro nominal deve ser maior em termos absolutos do que a elevação da inflação, de modo a gerar elevação do juro real e convergência, ao longo do tempo, da inflação para as metas (BORGES, Bráulio. *Avaliando a postura da política monetária brasileira à luz da regra de Taylor*. FGV IBRE, 2023, p. 7).

edição da LC 179, de 24 de fevereiro de 2021,⁴²⁸ esse argumento não mais se justifica. Ademais, mesmo se considerarmos o período anterior à lei, há sérias restrições a tal omissão tendo em vista as disposições constitucionais de garantia ao desenvolvimento (arts. 3º, II; 21, IX; 23, parágrafo único; 48, IV; 174, § 1º; e, 192).

O exame empírico do autor traz outra conclusão, também muito intrigante, quanto aos resultados efetivos de períodos históricos mais recentes, uma vez que “a Selic efetivamente praticada pelo BCB entre meados de 2016 e o final de 2019 se situou sistematicamente acima do sugerido pela regra de Taylor”, ou, em números, “a taxa Selic foi de 8,5% a.a., ao passo que as duas versões da Taylor indicam que deveriam ter se situado perto de 7,5% a.a.”.⁴²⁹

Como resultado dessa política monetária (“excessivamente apertada”, segundo a visão do autor), a inflação permaneceu abaixo das metas durante boa parte do período de 2017 a 2019. Trata-se, no mínimo, de mais um indício de que o BCB concentrou a execução de política monetária, exclusivamente, na contenção da inflação. Ocorre que essa política de manutenção da inflação abaixo das metas ocasionou uma “recuperação atipicamente lenta do PIB brasileiro”, o que trouxe consequências negativas para as finanças do período, que apresentaram aumento da fração DLGG/PIB em torno de 9 pontos percentuais (p.p.), “mesmo com o teto de gastos valendo a partir de 2017”.⁴³⁰

Há, nesse exemplo, um típico caso de anulação dos efeitos da política fiscal implementada pelo Poder Executivo em face da condução da política monetária pelo BCB, isto é, a política monetária contribuiu para o aumento da dívida pública, que era justamente o que a política fiscal pretendia evitar.⁴³¹

⁴²⁸ BRASIL. *Lei Complementar 179, de 24 de fevereiro de 2021*. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores e altera artigo da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 7 fev. 2025.

⁴²⁹ O autor acrescenta que “considerando a Selic efetiva acumulada nesse período, os números efetivos apontam para uma taxa de 33%, ao passo que as Taylors sugerem que deveria ter sido perto de 28%” (BORGES, Bráulio. *Avaliando a postura da política monetária brasileira à luz da regra de Taylor*. FGV IBRE, 2023, p. 11).

⁴³⁰ BORGES, Bráulio. *Avaliando a postura da política monetária brasileira à luz da regra de Taylor*. FGV IBRE, 2023, p. 10.

⁴³¹ O autor alerta que, mesmo após a edição da LC 179/2021, o BCB continuou ignorando os objetivos secundários. Entre o começo de 2020 e o fim de 2021, a evolução efetiva da Selic ficou muito próxima do referencial da Taylor, mas dali em diante a postura adotada pelo BCB passou a divergir, para mais, do juro básico sugerido. Com efeito, no 1º trimestre de 2023, a Selic efetiva, de 13,75% a.a., estava entre 1,25 p.p. e 2,17 p.p. acima dos referenciais estimados segundo a Regra de Taylor (BORGES, Bráulio. *Avaliando a postura da política monetária brasileira à luz da regra de Taylor*. FGV IBRE, 2023, p. 10).

Apesar dessas constatações, no processo de representação que ora analisamos, o Corpo Técnico do TCU concluiu o seguinte:

No que toca à calibração da taxa Selic pelo BCB, principal instrumento utilizado para alcançar as metas inflacionárias, importa ressaltar que, não obstante essa autarquia estar sob a jurisdição do TCU, não compete a esta Corte de Contas analisar o mérito da decisão do Copom sobre a taxa de juros Selic, devendo-se assegurar a autonomia conferida legalmente ao BCB.⁴³²

Discordamos da referida assertiva. De fato, não cabe ao TCU adentrar nas escolhas finalísticas promovidas pelo BCB; porém, é cabível, sim, o controle sobre os limites legais dessas escolhas. Repise-se: “não se pode confundir controle do mérito com o controle dos limites legais da discricionariedade”.⁴³³

Na qualidade de órgão de controle externo, o TCU pode compelir o BCB a justificar, com base no dever de motivação, as escolhas de instrumentos monetários, até para apurar eventuais desvios de finalidade ou mesmo ilegalidades, a exemplo dos casos aqui já relatados.

Nunca é demais repetir que a própria legislação condiciona as escolhas discricionárias do BCB, que não pode simplesmente ignorar suas determinações, devendo esclarecer, de forma pormenorizada, qualquer dúvida quanto aos comandos legais não estarem sendo observados na condução da política monetária. Destaca-se que, com relação à inobservância dos objetivos complementares, o próprio TCU conclui que o crescimento econômico é elemento substancial para a sustentabilidade da dívida pública:

Dessa forma, pode-se concluir que apenas com a obtenção de um ciclo de longo prazo de crescimento econômico será possível obter uma trajetória da dívida pública que seja sustentável. Caso mantenham-se as condições observadas nas últimas décadas, em que períodos de crescimento econômico moderado foram sucedidos por períodos de estagnação ou mesmo recessão, há o risco considerável de que a sustentabilidade da dívida não seja alcançada.⁴³⁴

Logo, haverá um vício de ilegalidade se houver um reconhecimento formal de que o desenvolvimento econômico não esteja compondo, como elemento integrante, a modelagem de aferição da taxa Selic pelo BCB. Nesse caso, o órgão de controle externo não deve determinar que a metodologia “x” ou a metodologia “y” passe a

⁴³² BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Proc. TC 002.134/2023-3*. Tipo: Representação. Secretaria Geral de Controle Externo Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros. Data: 8.3.2023.

⁴³³ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Constitucionalização do Direito Administrativo: reflexos sobre o princípio da legalidade e a discricionariedade administrativa*. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella; RIBEIRO, Carlos Vinícius Alves (coord.) *Supremacia do interesse público e outros temas relevantes do direito administrativo*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 228.

⁴³⁴ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 1.084/2018. Processo TC 033.619/2016-6*, Plenário, Relator: Min. Aroldo Cedraz. Auditoria Operacional por solicitação do Congresso Nacional. Data da Sessão: 16.5.2018 – Ordinária.

ser utilizada, mas sim determinar que o objetivo complementar na execução da política monetária, previsto em lei, seja incluído expressamente na modelagem a ser escolhida pelo BCB.

Ademais, o fato de a lei ter conferido autonomia operacional ao BCB não implica um salvo-conduto apriorístico na condução da política monetária do país, devendo os órgãos de controle atuar, casuisticamente, quando houver indícios de irregularidades, ainda que estas sejam originadas pelo exercício do poder discricionário reconhecido pela legislação.

Se analisarmos as razões de justificativa para a edição da LC 179/2021, resta bastante evidente que a *mens legis* é no sentido de condicionar a autonomia operacional do BCB à busca da diminuição das taxas de juros para que o desenvolvimento econômico seja alcançado:

Dessa forma, [a autonomia do BCB] deve levar à redução das expectativas inflacionárias e dos prêmios de risco inflacionários de longo prazo. Essa melhora nas expectativas poderá levar a taxa básica de juros a um patamar menor e juros reais menores, melhorando o ambiente dos negócios, gerando círculo virtuoso na economia brasileira.

O Brasil convive com elevadas taxas de juros e o custo do crédito ao tomador final é excessivamente alto. Esta proposição, ao conferir autonomia formal ao Banco Central do Brasil, permite uma redução mais rápida e duradoura das taxas de juros bancárias.⁴³⁵

Por óbvio que elevações pontuais – ou até mesmo contínuas – da taxa Selic podem constituir um adequado instrumento de política monetária uma vez que se sujeita a conjunturas externas e internas, as quais, com certa frequência, escapam da previsibilidade; porém, o dever de motivação por parte do BCB não poderá ser afastado, mesmo nos casos de anormalidades.

Além do desvio de finalidade, da inconsistência dos motivos e da concretização de princípios constitucionais, também tem o condão de limitar as escolhas discricionárias de instrumentos de política monetária, pelo BCB, o conhecido “juízo de proporcionalidade”, que será analisado no próximo item.

3.3.2.3 O controle da proporcionalidade

Conforme já exaustivamente disposto ao longo deste capítulo, a legislação confere discricionariedade ao BCB em relação às escolhas de instrumentos para o

⁴³⁵ Justificação ao PLP 19/2019, transformado na LC 179/2021 (BRASIL. Senado Federal. *Projeto de Lei Complementar n. 19, de 2019*. Dispõe sobre nomeação e demissão do Presidente e diretores do Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7916130&disposition=inline>. Acesso em: 7 fev. 2025).

atingimento das metas monetárias estabelecidas previamente pelo CMN. Vimos, também, que não há uma liberdade absoluta do BCB quanto ao seu poder discricionário para realizar essas escolhas uma vez que se submete às condicionantes e limites legais, estando, por conseguinte, sujeito à fiscalização dos órgãos de controle externo.

Por sua vez, os órgãos de controle devem evitar ingerências nas escolhas de instrumentos monetários uma vez que se trata de atividade finalística do BCB. É possível, no entanto, que realizem o controle dos limites do poder discricionário administrativo, como se faz com qualquer outra política pública. Nesse sentido, seria viável o exercício do controle externo sobre a opção de política monetária do BCB?

Em termos mais concretos, o BCB tem priorizado, como instrumento monetário, a utilização de operações compromissadas, em detrimento de outros instrumentos – inclusive, previstos em lei –, como o uso dos depósitos voluntários (Lei 14.185, de 14 de julho de 2021).⁴³⁶ Seria crível algum controle sobre qual seria o instrumento monetário mais adequado ou, em outras palavras, sobre qual meio operacional que, baseado em um juízo de proporcionalidade, ocasionaria efeitos menos deletérios à condução da política fiscal pelo Poder Executivo ou à execução da própria política econômica do país?

De início, é preciso explicitar, ainda que de forma sucinta, os referidos instrumentos utilizados na condução da política monetária. Para manter a taxa de juros dentro da meta estabelecida pelo Copom, o BCB injeta ou reduz liquidez na economia por intermédio de operações de mercado aberto⁴³⁷ efetivadas pelas compromissadas, emitidas ou recompradas no mercado e lastreadas em títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional, que permanecem depositadas na carteira própria da autoridade monetária.⁴³⁸

Em linhas gerais, as operações compromissadas envolvem uma transferência de recursos financeiros, por uma das partes, e de títulos, pela outra, por determinado prazo que, após decorrido, tanto os recursos acrescidos dos juros como os títulos retornam para seus detentores originais. É como se fosse um empréstimo com garantia

⁴³⁶ BRASIL. *Lei 14.185, de 14 de julho de 2021*. Dispõe sobre o acolhimento pelo Banco Central do Brasil de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras; e altera a Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14185.htm. Acesso em: 8 fev. 2025.

⁴³⁷ No passado, essas operações eram realizadas com títulos de emissão do BCB, mas a LRF, em seu art. 34, definiu que, após 2 anos de sua publicação, o BCB ficaria impedido de emitir títulos próprios.

⁴³⁸ CARBONE, Caio; GAZZANO, Marcelo. Relação entre operações compromissadas, reservas cambiais e a conta única. In: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 316.

em que o credor oferece o dinheiro e o devedor entrega o título como forma de garantir o empréstimo. Quando o BCB realiza essa operação, fá-lo da seguinte forma:

Ao ser contraparte em uma operação de venda com compromisso de recompra (o banco comercial “vende” o título com o compromisso de “recomprá-lo” do banco central), denominada em inglês *repurchase agreement (repo)*, seria o equivalente econômico a um empréstimo concedido pelo banco central, no qual a diferença entre os preços de compra e venda reflete os juros acordados. Essa operação aumenta o volume de dinheiro em circulação, que sai do banco central (não está em circulação) e vai para o banco comercial (entra em circulação).

De modo contrário, ao ser contraparte em uma operação de compra com compromisso de revenda (o banco comercial “compra” o título com o compromisso de “revendê-lo” ao banco central), denominada em inglês *reverse repurchase agreement (reverse repo)*, seria o equivalente econômico a um empréstimo tomado pelo banco central. O *reverse repo* é utilizado para “retirar liquidez do mercado”, isto é, diminuir a quantidade de dinheiro em circulação.⁴³⁹

Não nos aprofundaremos no detalhamento dos instrumentos monetários porque o objetivo precípua, ao mencioná-los, é apontar suas diferenças e as principais consequências que poderão advir da adoção de um ou de outro. No entanto, é necessária uma exposição, ainda que breve, dos mecanismos utilizados na condução da política monetária para que se possa alcançar e compreender eventuais peculiaridades e limites ao seu controle.

Em síntese, a política monetária tem, como objetivo principal, o controle da oferta de moeda e da taxa de juros de curto prazo (taxa Selic) que permita gerenciar a liquidez ideal para cada momento econômico e garantir a meta de inflação em determinado período, cujo executor é o BC, que utiliza os seguintes instrumentos clássicos: depósito compulsório; redesconto ou empréstimo de liquidez; mercado aberto – *open market*; e controle e seleção de crédito.⁴⁴⁰

O BC pode fazer uso de uma política monetária expansionista ou contracionista,⁴⁴¹ a depender das conjunturas econômicas do momento, mas sempre em busca de se

⁴³⁹ MENDONÇA JÚNIOR, Félix. *A dívida pública brasileira: um novo estudo*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2023, p. 180.

⁴⁴⁰ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 20. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2015, p. 53.

⁴⁴¹ Segundo o TCU: “[...] uma política monetária é expansionista quando eleva a liquidez da economia, injetando maior volume de recursos nos mercados e elevando, em consequência, os meios de pagamentos. Com isso, são dinamizados o consumo e o investimento agregados com reflexos positivos sobre a expansão da atividade econômica. Essa situação é geralmente adotada em momentos de retração do nível da economia, em que se produz um hiato deflacionário. Por outro lado, uma política monetária é restritiva quando as autoridades monetárias promovem reduções dos meios de pagamento da economia, retraindo a

manter uma quantidade adequada de moeda em circulação, de modo a assegurar que a inflação permaneça dentro dos intervalos previamente estabelecidos pelas metas do CMN.

Conforme já comentado em tópicos anteriores, a legislação estabelece como objetivo fundamental do BCB a estabilidade de preços, isto é, o controle da inflação, o qual, no Brasil, é realizado sob o seguinte arranjo institucional:

- a) o Governo Federal, por meio do Conselho Monetário Nacional – CMN (atualmente composto pelo Ministro da Economia, Presidente do Conselho; Presidente do Banco Central e Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia), define uma meta para a taxa de inflação anual, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado – IPCA, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Para 2022, a meta foi fixada em 3,5%, com limite inferior e superior, respectivamente, de 2% e 5%;
- b) tendo em vista tal meta para inflação, o Comitê de Política Monetária – Copom (composto pelo Presidente e Diretores do BCB) estabelece, para um período de vigência de quarenta e cinco dias, a meta para a taxa Selic, que, no seu entender, corresponderia à taxa de juros básica da economia necessária para o atingimento da meta de inflação definida pelo CMN;
- c) por fim, o BCB atuará para dar eficácia às decisões do Copom, atuando no mercado monetário, por meio das operações compromissadas, com vistas a enxugar ou injetar liquidez no sistema, de modo que a taxa Selic Over (taxa efetiva praticada no mercado) convirja para a taxa Selic meta, definida pelo Copom. Internamente, é o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do BCB que executa essas operações com títulos públicos.⁴⁴²

Verifica-se, portanto, que a taxa Selic (taxa básica de juros da economia) é o principal meio de política monetária, utilizado pelo BCB, para controlar a inflação. Trata-se de um instrumento relevantíssimo, pois influencia todas as demais taxas de juros do país, como as taxas dos empréstimos, dos financiamentos e das aplicações financeiras.⁴⁴³

demanda agregada (consumo e investimento) e a atividade econômica. As medidas restritivas são tomadas sempre que o crescimento da demanda e dos investimentos empresariais se situarem acima da capacidade da oferta de moeda da economia, visando anular os efeitos de um hiato inflacionário. Essa política visa, em essência, restringir a oferta de crédito e elevar seu custo de forma a adequar o consumo e o investimento agregados à oferta monetária da economia” (BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 5).

⁴⁴² BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 7.

⁴⁴³ Na prática, a taxa Selic efetiva se refere à taxa de juros apurada nas operações de empréstimos (operações compromissadas), de 1 dia, entre as instituições financeiras que utilizam títulos públicos federais como garantia, isto é, a taxa Selic é apurada diariamente após o encerramento das operações. É determinada como uma média ponderada das operações

Hoje, o instrumento monetário mais utilizado para se convergir a taxa praticada no mercado para a taxa Selic é justamente as compromissadas, as quais, por sua vez, constituem-se em uma das espécies de operações efetivadas no mercado aberto. Essas últimas (operações de *open market*) equivalem às compras e vendas de títulos públicos realizadas pelo BCB no mercado monetário, junto às instituições financeiras.⁴⁴⁴ Tais transações podem ser feitas de forma definitiva, ou seja, quando a titularidade do título é transferida permanentemente para a contraparte adquirente; mas também podem se efetivar na forma de operações compromissadas, quando o BC negocia títulos assumindo o compromisso de recomprá-los ou de revendê-los dentro de um prazo fixado (normalmente 1 dia, *overnight*, ou em prazos de até um ano). Nessas operações de prazo mais curto (até 45 dias corridos), o BCB atua por meio de instituições credenciadas (*dealers*) ao realizar os leilões dessas operações.⁴⁴⁵

Assim, a operação compromissada constitui-se, essencialmente, em uma contratação temporária, realizada no mercado aberto, sem que haja a respectiva transferência definitiva de propriedade dos títulos públicos utilizados em sua operacionalização, uma vez que há o compromisso de recompra – ou de revenda – assumida pelo vendedor – ou pelo comprador – em uma data preestabelecida, no momento da negociação, que tem por base normativa a Resolução CMN 3.339/2006⁴⁴⁶ e a Resolução BCB 75/2021.⁴⁴⁷⁻⁴⁴⁸

de financiamento de 1 dia, lastreadas em títulos públicos federais realizadas no âmbito do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). De forma conceitual, a diferenciação entre a taxa efetiva e a meta se dá pelo fato de que a meta é definida por medida discricionária da autoridade monetária, como diretriz de política monetária, enquanto a Taxa Selic efetiva é um indicador de referência das taxas de juros efetivamente praticadas nas operações compromissadas. O objetivo do BCB na implementação da política monetária é que o afastamento diário da Taxa Selic efetiva em relação à meta não seja excessivo, a ponto de impor prejuízos aos objetivos de política monetária. Nos 6 primeiros anos de implantação do regime de metas por inflação (2000 até 2006), havia volatilidade no diferencial da Selic meta para a Selic efetiva. A partir de 2006, esse *spread* (diferença) das taxas começou a se estabilizar, até que, a partir de 2013 até momento atual, tal diferença consolidou-se na casa de 10 pontos-base (BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 13-15).

⁴⁴⁴ Os títulos públicos na carteira do BCB são utilizados como instrumento clássico de política monetária exclusivamente para regulação da liquidez, conforme preconiza o art. 164, § 2º, da CF/1988.

⁴⁴⁵ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 6.

⁴⁴⁶ BRASIL. Banco Central do Brasil. *Resolução CMN n. 3.339 de 26.1.2006*. Altera e consolida as normas que disciplinam as operações compromissadas envolvendo títulos de renda fixa. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O&numero=3339>. Acesso em: 8 fev. 2025.

As compromissadas têm sido amplamente utilizadas pelos bancos centrais em todo o mundo por serem dotadas de ampla flexibilidade uma vez que permitem maior agilidade “às variações diárias que ocorrem normalmente nas reservas monetárias da economia”.⁴⁴⁹ Por meio delas, a autoridade monetária consegue, tempestivamente, controlar as reservas bancárias, isto é, a quantidade de moeda na economia, que, por sua vez, definirá a taxa básica de juros de curto prazo (a taxa Selic).⁴⁵⁰

Ocorre que, além das compromissadas, há outros instrumentos monetários por meio dos quais o BCB também pode efetivar o controle da quantidade de moeda em circulação e, concomitantemente, da taxa básica de juros. Em resumo, são os seguintes:

recolhimento compulsório: corresponde à parcela dos depósitos à vista e a prazo que as instituições financeiras devem manter obrigatoriamente depositadas no BCB, normalmente, sem qualquer tipo de remuneração. Desse modo, aumentos da alíquota do compulsório diminuem a quantidade de dinheiro disponíveis às instituições financeiras para a concessão de créditos, uma vez que os bancos são obrigados a depositar recursos adicionais junto ao BCB. A mesma lógica operacional é aplicada para a situação inversa, em que, quando se reduz a alíquota do compulsório, conseqüentemente, há uma injeção de liquidez no sistema financeiro;

operações de redesconto: consistem em uma linha de empréstimos do BCB, em que atua como prestamista de última instância, às instituições financeiras que estejam temporariamente em uma situação de iliquidez, exigindo, em contrapartida, garantias para realização da operação.⁴⁵¹

⁴⁴⁷ BRASIL. Banco Central do Brasil. *Resolução BCB n. 75 de 23.2.2021*. Dispõe sobre as formas de atuação do Banco Central do Brasil no mercado secundário de títulos públicos federais para fins de política monetária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=75>. Acesso em: 8 fev. 2025.

⁴⁴⁸ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 6.

⁴⁴⁹ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 6.

⁴⁵⁰ As reservas bancárias consistem em uma espécie de conta corrente dos bancos junto ao BC, permitindo que a autoridade monetária quantifique o volume de liquidez (a quantidade de dinheiro disponível) do sistema financeiro e sofrem os influxos dos seguintes fatores: demanda por moeda manual; operações cambiais; recolhimentos compulsórios e operações de redesconto; e, operações do Tesouro Nacional (ARAÚJO, Carlos Hamilton Vasconcelos. Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil – aspectos históricos e operacionais. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*. Brasília, n. 12, jan. 2002).

⁴⁵¹ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 6.

Além das operações de *open market*, de redesconto e de recolhimento compulsório, a Lei 14.185, de 14 de julho de 2021,⁴⁵² criou mais uma ferramenta para a consecução da política monetária, os denominados “depósitos voluntários”. *Grosso modo*, é um instrumento que pode ser utilizado para enxugar o excesso de liquidez do Sistema Financeiro Nacional, de maneira tão ágil e eficaz quanto as operações compromissadas; porém, a principal diferença entre eles reside em que, nos depósitos voluntários, não há a exigência de lastro (títulos públicos) para a realização das operações. Assim, não há a necessidade de o Tesouro Nacional emitir títulos para o BCB retirar o excesso de liquidez da economia.⁴⁵³

Parece uma distinção bem tênue entre ambos os instrumentos que, à primeira vista, poderia levar à errônea conclusão de que a utilização de um ou de outro seria indiferente quanto à concretização dos objetivos de política monetária. Ocorre que as consequências oriundas da opção pelo uso dos diversos instrumentos monetários estão longe de ser uniformes e podem, sim, ocasionar efeitos mais ou menos danosos à condução da política econômica do país, especialmente sob uma ótica sistêmica.

É fato que há uma instabilidade grave, em nossa economia, relacionada ao “excesso de liquidez estrutural” do Brasil, o que exige que o BCB tenha de enxugar, atualmente, cerca de R\$ 1 trilhão por dia. O BCB, para esse intento, prioriza o uso de operações compromissadas, que atingiram o volume surpreendente da ordem de 12,3% do PIB.^{454,455}

Já que temos um problema estrutural de liquidez, devemos reconhecer a real necessidade de a autoridade monetária ter de atuar para seu controle, realizado por intermédio dos instrumentos monetários postos à sua disposição. Indaga-se, no entanto, o porquê de o BCB priorizar somente um deles. A resposta, como era de se esperar em tema de alta complexidade técnica, não é simples. Há prós e contras na utilização dos diversos meios de execução de política monetária, que podem ser exemplificativamente ilustrados como se segue:

⁴⁵² BRASIL. *Lei 14.185, de 14 de julho de 2021*. Dispõe sobre o acolhimento pelo Banco Central do Brasil de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras; e altera a Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14185.htm. Acesso em: 8 fev. 2025.

⁴⁵³ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 9.

⁴⁵⁴ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 9.

⁴⁵⁵ Os especialistas apontam diversas causas para o nosso excesso de liquidez estrutural, como: a aquisição de reservas internacionais a partir de 2006, que teve uma evolução do saldo de R\$ 37,2 bilhões ao final de 2005 (1,7% do PIB) para R\$ 1,16 trilhão (17,9% do PIB), em agosto de 2017; a continuidade de déficits primários que promove a expansão da base monetária e, portanto, maior liquidez na economia; e os juros incidentes nas operações compromissadas (BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 17).

- (i) venda definitiva de títulos públicos com prazos mais longos que constem da carteira do BCB: *a priori*, a venda de títulos de longo prazo possibilita melhor gestão da política monetária (também da dívida pública) tendo em vista que se sujeita, em menor frequência, a distúrbios momentâneos. Ocorre que, como o Tesouro Nacional emite títulos precipuamente para a condução da política fiscal, em razão da necessidade de financiamento do setor público, é plenamente possível a concorrência dessas alienações com aquelas de títulos da carteira do BCB, o que exigiria maior integração, bem como decisões conjuntas das autoridades monetária e fiscal;
- (ii) venda de parcela das reservas internacionais: além de ser um instrumento muito controverso entre economistas, trata-se, em acréscimo, de um meio de suma importância para absorver choques econômico-financeiros internacionais, o que, *per se*, denota a máxima cautela na sua utilização;⁴⁵⁶
- (iii) depósitos compulsórios: baseados no poder regulatório dos bancos centrais, por meio dos quais as instituições financeiras são obrigadas a depositar um valor, calculado por alíquotas incidentes sobre todos os depósitos recebidos por elas, junto à autoridade monetária. Trata-se de um instrumento monetário menos flexível que o propiciado pelas operações de mercado aberto, pois envolvem mudanças de regras, seguidas de um tempo para o ajuste operacional das instituições financeiras, motivo pelo qual os compulsórios são mais apropriados para alterações mais intensas e duradouras das condições de liquidez da economia;⁴⁵⁷
- (iv) operações de redesconto: regulam as reservas dos bancos, porém são usados para resolver problemas temporários e inesperados de liquidez, diante da dificuldade dos bancos e outras instituições depositárias para obter financiamento normal no mercado. Esses empréstimos são conhecidos como empréstimos de último recurso do Banco Central.⁴⁵⁸

Conforme já visto anteriormente, as operações compromissadas apresentam a vantagem da ampla flexibilidade, o que permite uma atuação mais maleável e célere por parte da autoridade monetária. Todavia, são operações de curto prazo, tendo, portanto, reduzidos prazos de vencimento, além de a sua correção ser efetivada pela taxa Selic, sendo certo que, quanto maior for a Selic, maiores serão os custos das compromissadas. Os impactos ocasionados no endividamento público são, por

⁴⁵⁶ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 22.

⁴⁵⁷ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 7.

⁴⁵⁸ BARBOSA, Flávia Félix. *Operações compromissadas: teoria e análise do caso brasileiro (2000-2020)*. 150 f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2022.

consequente, bastante consideráveis tendo em vista que aumentam seu valor total (devido à majoração dos encargos) e provocam o encurtamento da dívida (em face da redução dos prazos de vencimento).

Em estudo comparativo, que abarcou países com características econômicas comuns ao Brasil,⁴⁵⁹ Josué Alfredo Pellegrini concluiu que nosso país foi o único que fez uso intensivo de operações compromissadas como instrumento de diminuição de liquidez excedente, a ponto de a carteira brasileira corresponder a 24% do PIB, ao final de 2016, enquanto “o segundo lugar entre os outros treze países era ocupado pelas Filipinas, com apenas 3%”.⁴⁶⁰ Ainda que seja forçoso reconhecer que, apesar das semelhanças, há, de fato, diferenças econômicas específicas em cada país, não se pode olvidar que o Brasil fez uso muito mais acentuadamente das compromissadas do que os demais países. Plenamente factível, por conseguinte, qualquer indagação a respeito de o porquê o BCB ter priorizado o uso das compromissadas em detrimento de outros instrumentos monetários.

O princípio da proporcionalidade, em regra, considera a relação entre meio e fim de dada medida e, ainda, a relação destes com os direitos fundamentais envolvidos.⁴⁶¹ Sua análise perpassa três fases distintas: adequação, em que se verifica se a medida adotada é apta a atingir a finalidade almejada pelo ordenamento jurídico; necessidade, por meio da qual se indaga se haveria a possibilidade de restrição, em menor grau, dos direitos envolvidos; e proporcionalidade em sentido estrito, que considera a razoabilidade da relação meio-fim, isto é, se os benefícios da escolha superam os ônus de sua aplicação.

Com relação à adequação, o gestor público ou o legislador (no caso de normas) deve escolher “um meio cuja eficácia possa contribuir para a promoção do fim”.⁴⁶² Isso implica que a medida adotada seja realmente capaz de promover a finalidade perseguida pelo ordenamento jurídico, ainda que em grau mínimo, ou seja, basta que o meio escolhido “promova minimamente o fim, mesmo que esse não seja o mais intenso, o melhor, nem o mais seguro”.⁴⁶³

Nesse sentido, ao considerarmos o caso específico das compromissadas, devemos partir da premissa de que o objetivo precípua do BCB, em termos de política monetária, é evitar que a taxa Selic efetiva não se afaste excessivamente da taxa

⁴⁵⁹ Uma amostra de 14 países emergentes e que acumularam elevado montante de reservas internacionais, igual ou superior a 15% do PIB.

⁴⁶⁰ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 8.

⁴⁶¹ Alertamos que há divergência doutrinária quanto à sua natureza. Para uns, trata-se de postulado normativo (ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios*. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2014). Para outros, é um princípio (TIPKE, Klaus; LANG, Joachim. *Steuerrecht*. Köln: Otto Schmidt, 2010).

⁴⁶² ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios*. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 208.

⁴⁶³ ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios*. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 208.

Selic meta.⁴⁶⁴ O TCU, em auditoria de acompanhamento, ao analisar as oscilações da taxa Selic no período de 2002 a 2021, constatou o seguinte:

63. Portanto, considerando que o objetivo das operações compromissadas, no âmbito da política monetária, ao regular a liquidez do sistema, consiste em buscar a convergência da Selic efetiva para a Selic Meta, evitando oscilações excessivas, a ponto de impor prejuízos aos objetivos de política monetária, constata-se que o BCB, ao utilizar as operações compromissadas, cumpriu tal objetivo, vez que, ao longo do tempo, a Selic efetiva sempre ficou próxima da Selic meta e que, além disso, principalmente a partir de 2013, a diferença entre tais taxas estabilizou-se na ordem de 10 pontos-base.⁴⁶⁵

Tendo em vista, portanto, que a taxa Selic efetiva se manteve próxima à meta, podemos concluir que as operações compromissadas vêm, ao longo do tempo, cumprindo a finalidade almejada de regular a liquidez do sistema financeiro.⁴⁶⁶

No que tange à necessidade, a medida escolhida deve ser aquela que menos restrinja os princípios ou os direitos envolvidos, entre todas as medidas igualmente adequadas para promover a finalidade almejada. Nesse aspecto, o TCU averiguou que o custo operacional, ao se optar por outro instrumento monetário em vez das compromissadas, teria sido o mesmo, uma vez que:

106. Ademais, em termos de custo da política monetária, mesmo que o BCB pudesse utilizar os três instrumentos citados (compromissadas, emissão de títulos próprios e depósitos voluntários), não se esperaria uma redução das despesas com juros, uma vez que o BCB, ao ter que esterilizar o excedente de liquidez do sistema, com a utilização de qualquer desses três instrumentos, pagaria algo próximo da Selic meta nas transações em *overnight*. Desse modo, os instrumentos utilizados pela Autoridade Monetária devem ser vistos apenas como um dos meios possíveis para operacionalizar a política monetária, e, ademais, qualquer que seja o instrumento utilizado, em termos agregados, é de se esperar praticamente o mesmo

⁴⁶⁴ De forma conceitual, a diferenciação entre a taxa efetiva e a meta se dá pelo fato de que a meta é definida por medida discricionária da autoridade monetária, como diretriz de política monetária, enquanto a taxa Selic efetiva é um indicador de referência das taxas de juros efetivamente praticadas nas operações compromissadas com prazo de 1 dia útil, cursadas em mercado, com lastro em títulos públicos federais custodiados no sistema Selic (BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 15).

⁴⁶⁵ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 16.

⁴⁶⁶ Apesar de o TCU ter reconhecido que tal conclusão é apenas “um dos braços da política monetária” e que “não foi analisada, por exemplo, a eficácia do sistema de metas por inflação como um todo, tampouco foi examinado se a taxa Selic meta definida pelo Copom, ao longo do tempo, foi a necessária para manter a inflação dentro da meta estabelecida pelo CMN, vez que esses aspectos extrapolam o objeto deste trabalho, que tem como cerne as operações compromissadas”.

custo operacional, porquanto o objetivo da utilização desses instrumentos seria a convergência da Selic efetiva para a Selic meta.⁴⁶⁷

Verifica-se, portanto, que, em termos de custos operacionais, qualquer outro instrumento monetário impactaria, em igual medida, o endividamento público, tendo em vista que as despesas com juros não se alterariam, já que a autoridade monetária “pagaria algo próximo da Selic meta nas transações em *overnight*”. Em termos de sustentabilidade, os demais instrumentos monetários causariam os mesmos impactos na evolução da dívida pública.

No que se refere à proporcionalidade em sentido estrito – ou razoabilidade, para alguns⁴⁶⁸ –, a medida adotada deve ocasionar mais vantagens do que desvantagens aos princípios ou aos direitos envolvidos, isto é, os benefícios auferidos devem superar eventuais danos causados. Vimos que as compromissadas têm três características positivas, que são suas “grande flexibilidade, agilidade e alcance para a regulação dos meios de pagamento, com impacto imediato e direto sobre os agregados monetários”.⁴⁶⁹ Em contraposição, apresentam algumas assimetrias apontadas por diversos especialistas.

Em primeiro lugar, as compromissadas têm uma natureza “híbrida”, de caráter monetário e fiscal ao mesmo tempo, em virtude de sua inclusão como um dos elementos integrantes da DBGG.⁴⁷⁰ Desde 2008, o BCB decidiu alterar a metodologia de seu cálculo, excluindo da DBGG os títulos do Tesouro que constem da sua carteira e incluindo as operações compromissadas que realiza.⁴⁷¹ Logo, apesar de o BCB não integrar o conceito de “governo geral”, suas operações compromissadas agregam a DBGG.

⁴⁶⁷ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 25-26.

⁴⁶⁸ Martha Toribio Leão esclarece que Joachim Lang utiliza o termo “razoabilidade” para se referir à proporcionalidade em sentido estrito. Em sentido contrário, posiciona-se Humberto Ávila. (LEÃO, Martha Toribio. *Controle de extrafiscalidade*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 143 (Série Doutrina Tributária, v. XVI)).

⁴⁶⁹ BRASIL. Tribunal de Contas da União. *Acórdão 2.614/2022, TC 047.141/2020-4*, Plenário, Relator: Min. Bruno Dantas, j. 30.11.2022, p. 25.

⁴⁷⁰ Flávia Félix Barbosa esclarece que, em países com uso moderado das compromissadas, sua inclusão na dívida sequer é considerada, já que se trata de operação feita por bancos centrais que, segundo o padrão internacionalmente aceito, não compõem o Governo Geral (BARBOSA, Flávia Félix. *Operações compromissadas: teoria e análise do caso brasileiro (2000 – 2020)*. 150 f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2022, p. 74).

⁴⁷¹ BRASIL. Banco Central do Brasil. *Dívida bruta do governo geral (% PIB) – Metodologia utilizada a partir de 2008*. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/13762-divida-bruta-do-governo-geral--pib---metodologia-utilizada-a-partir-de-2008>. Acesso em: 5 dez. 2024.

Josué Alfredo Pellegrini constata que, embora as compromissadas constituam o segundo maior componente da DBGG,⁴⁷² estão excluídas da gestão da dívida pública federal, de responsabilidade do Tesouro Nacional. O problema é que o BCB tem como função precípua a execução da política monetária, o que não inclui a gestão da dívida pública (que integra a política fiscal). Em decorrência da falta de uma estratégia coordenada voltada para a sustentabilidade da dívida pública, o autor aponta que, “ao mesmo tempo que assumiu esse peso na composição da dívida pública, as compromissadas estão excluídas dos Planos Anuais de Financiamento (PAFs)”, que, para ele, se trata de “peça-chave do planejamento da gestão dos títulos públicos feita pela Secretaria do Tesouro Nacional”.⁴⁷³

Além da natureza “híbrida”, são apontadas outras inconsistências das compromissadas. Uma delas é o reduzido prazo de vencimento associado à dimensão alcançada por essas operações, além de a correção ser efetivada pela taxa Selic. Desta feita, são obrigações de curto prazo que não são geridas como dívida e “os juros pagos por elas, bem como sua rolagem, levam ao aumento do seu estoque e fazem com que o estoque e a conta de juros da dívida pública aumentem”,⁴⁷⁴ o que conduziu, ao longo do tempo, ao encurtamento do prazo médio da dívida.

Francisco Luiz Cazeiro Lopreato, adicionalmente, aponta que o uso das compromissadas criou uma institucionalidade similar àquela que vigorava no período de alta inflação, em que a riqueza financeira estava grandemente aplicada no *overnight*, cujo mecanismo permitiu às instituições financeiras ganho pós-fixado e diário, aliando a possibilidade de resgates imediatos ao privilégio de se obterem ganhos no curto prazo. É exatamente nesse sentido que as operações compromissadas

⁴⁷² Segundo o autor, trata-se da gestão apartada dos dois componentes que respondem por cerca de 90% da dívida pública no Brasil: de um lado, os títulos públicos geridos pelo Tesouro Nacional; de outro, as operações compromissadas administradas pelo BC. Acrescenta que, no período de 2006 a 2014, o Tesouro concentrou-se no resgate de títulos públicos e na redução da participação dos papéis corrigidos pela Selic, enquanto o BC teve como foco o controle da liquidez da economia, por meio do uso das operações compromissadas. Em um contexto de abundância duradoura de liquidez, advinda da aquisição de reservas internacionais, o resultado desse arranjo foi o acentuado aumento das compromissadas, importante instrumento de gestão da política monetária, mas que acabou se transformando no segundo mais importante componente da dívida pública (PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 33).

⁴⁷³ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 33.

⁴⁷⁴ BARBOSA, Flávia Félix. *Operações compromissadas: teoria e análise do caso brasileiro (2000 – 2020)*. 150 f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2022, p. 44.

contribuem para a cultura de alta liquidez com rentabilidade assegurada existente no mercado financeiro doméstico.⁴⁷⁵

Em uma comparação com a alienação definitiva de títulos públicos da carteira da autoridade monetária, apesar de os títulos públicos também constituírem dívida pública, facilitam o “alongamento” de seus prazos e permitem melhor gestão por parte do Tesouro Nacional. No entanto, Josué Alfredo Pellegrini verificou que, no intervalo de 2006 a 2017, o BCB não utilizou essa alternativa.

Do mesmo modo, o BCB não priorizou o uso de depósitos compulsórios (que, em regra, são isentos de remuneração e, por conseguinte, causam menos efeitos no endividamento), seja de forma alternativa, seja de forma complementar às compromissadas. Apenas no biênio 2010-2011, o BC recorreu ao aumento da alíquota dos compulsórios, em apoio às operações compromissadas, mas as exigências foram, em parte, revertidas em 2012. Desse modo, o BC voltou a utilizar mais intensamente as compromissadas em seu esforço de controle da liquidez e, outra vez, sem o uso das transações definitivas com os títulos da carteira.⁴⁷⁶

No que tange aos depósitos voluntários, ainda que tenham sido criados somente no exercício de 2021, com a edição da Lei 14.185,⁴⁷⁷ é fato que as operações compromissadas superam – e muito – o volume desses depósitos.⁴⁷⁸ Poderiam ser úteis como instrumento adicional de política monetária e, caso lograssem êxito em substituir parcela ou a totalidade das compromissadas, “possivelmente haveria aumento do prazo de vencimento dos passivos”.⁴⁷⁹ Em acréscimo, porque não são lastreados em títulos públicos, o pagamento dos juros sobre eles, apesar de constituir um passivo para o BCB, somente implicariam aumento do passivo do Tesouro se o resultado da autoridade monetária fosse deficitário.⁴⁸⁰

⁴⁷⁵ LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. *Dívida pública: O limiar de mudanças?* Brasília: IPEA, jan. 2015 (Texto para Discussão 2026).

⁴⁷⁶ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 26.

⁴⁷⁷ BRASIL. *Lei 14.185, de 14 de julho de 2021*. Dispõe sobre o acolhimento pelo Banco Central do Brasil de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras; e altera a Lei 12.865, de 9 de outubro de 2013. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14185.htm. Acesso em: 8 fev. 2025.

⁴⁷⁸ Em 2023, o valor financeiro diário médio das operações compromissadas no BCB foi de cerca de R\$ 3 trilhões, um aumento de 8,7% em relação ao ano anterior. Já o valor financeiro diário médio das operações de depósito voluntário aumentou de R\$ 37,8 bilhões, em 2022, para R\$ 83,5 bilhões, em 2023 (BRASIL. Banco Central do Brasil. *Estatísticas do mercado aberto*. 4 fev. 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoaberto>. Acesso em: 7 fev. 2025).

⁴⁷⁹ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 41.

⁴⁸⁰ BARBOSA, Flávia Félix. *Operações compromissadas: teoria e análise do caso brasileiro (2000-2020)*. 150 f. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2022, p. 44.

Constata-se, portanto, que o controle de liquidez poderia ter sido feito também pela venda definitiva de títulos públicos da própria carteira do BCB, juntamente com compromissadas, secundadas pelos compulsórios; entretanto, “o Banco Central não seguiu essa direção em nenhum momento do período considerado”,⁴⁸¹ razão pela qual a priorização do uso das operações compromissadas não ultrapassa um juízo de razoabilidade tendo em vista que a opção pela sua utilização continuada provocou impactos muito negativos à sustentabilidade da dívida, com o “encurtamento” dos prazos de vencimento e o aumento do seu volume, em face dos encargos pagos atrelados à taxa Selic. Caso os demais instrumentos monetários tivessem sido utilizados, complementar ou alternativamente, não verificaríamos, na atualidade, um volume tão amplo de compromissadas.

Apesar de o uso contínuo das operações compromissadas não atender ao subprincípio da proporcionalidade em sentido estrito, é plenamente factível questionarmos a abrangência e o alcance das decisões do TCU. Seria crível ao órgão de controle externo determinar que as compromissadas passassem a ser substituídas por outro instrumento monetário a partir de uma data qualquer? Seria possível um comando no sentido de existir um limite máximo de operações compromissadas? Ou, ainda, que outros meios de política monetária fossem utilizados de forma complementar às compromissadas?

Nunca é demais repetir que a escolha dos instrumentos monetários se constitui em uma atividade finalística da autoridade monetária e que, apesar de sujeita à fiscalização dos órgãos de controle externo, tem especificidades próprias, sendo a principal delas a imprevisibilidade quanto às estimativas ou precificações de risco a serem elaboradas pelos credores de títulos públicos ou pelos operadores do mercado financeiro frente a uma decisão impositiva por parte do órgão controlador.

Sendo assim, quaisquer decisões, especialmente as de conteúdo impositivo, devem se sujeitar à necessária cautela quanto ao alcance de suas consequências que, ao final, poderão ser ainda mais nocivas que a própria manutenção da medida da autoridade monetária que se deseja afastar. De certo modo, as decisões dos órgãos controladores também se sujeitam à proporcionalidade tendo em vista que os seus efeitos poderão causar danos relevantes aos princípios ou direitos a que o ordenamento jurídico visa proteger. Nesse sentido, uma estimativa anômala dos riscos monetários e cambiais pode afetar a relação de confiança entre a autoridade monetária e os operadores do mercado de títulos públicos, obrigando-se a primeira, inclusive, a adotar medidas cujos efeitos inicialmente se pretendia evitar.

⁴⁸¹ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 31.

A título de exemplo, Josué Alfredo Pellegrini esclarece que a adoção de providências para a redução das compromissadas poderia ter sido adotada há muitos anos; no entanto, como esta não foi a opção posta em prática, agora encontramos um ambiente muito mais desafiador para se constituir uma estratégia coordenada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central nessa direção.⁴⁸²

Por certo, medidas equivocadas do passado provocam consequências danosas no futuro e, além do mais, maiores dificuldades para revertê-las. Como os credores das compromissadas seriam os mesmos dos títulos públicos, provavelmente tenderiam a demandar as mesmas condições, a saber: correção pela Selic; e prazos curtíssimos. Isso em função de que “ao longo dos anos em que as compromissadas cresceram, o mercado pode ter se acostumado ou se organizado para manter cerca de 18% do PIB remunerados pela Selic junto ao Banco Central, passíveis de resgate em poucos dias”,⁴⁸³ e qualquer tentativa de sua reversão somente poderá ser alcançada a médio ou a longo prazo. “Se transcorreram anos para que as compromissadas chegassem à atual situação, serão necessários anos para elas voltarem a ser apenas um instrumento de política monetária, sem relevância em termos de financiamento ao setor público”.⁴⁸⁴

Se a adoção de uma estratégia coordenada entre o Tesouro e o BCB já é de execução altamente complexa (em especial, se considerarmos maior autonomia da autoridade monetária), uma mera decisão do TCU para determinar a substituição das compromissadas, seguramente, teria consequências incalculáveis quanto a repercussões na política monetária e no comportamento dos credores de títulos públicos.

Não seria razoável, portanto, que o TCU impusesse comandos coercitivos para a substituição das compromissadas por outro instrumento de modo a estabelecer um limite máximo do seu volume operacional ou, eventualmente, que designasse quais seriam os meios monetários mais adequados, sob pena de a referida decisão causar maiores danos do que benefícios ao controle inflacionário.

Mas, afinal, o que poderia o TCU fazer em casos como esse, de riscos quanto à não observância da razoabilidade nas suas próprias decisões? Já vimos que os comandos impositivos relacionados à atividade finalística da agência devem ser evitados se estiver em jogo a imprevisibilidade de seus efeitos, porém o TCU também pode fazer uso de recomendações (sugestões, sem caráter coercitivo) ou executar uma auditoria operacional ou uma auditoria de monitoramento, de modo que seus

⁴⁸² PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 37.

⁴⁸³ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 38.

⁴⁸⁴ PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. *Instituição Fiscal Independente*, Estudo Especial, n. 3, out. 2017, p. 38.

técnicos conheçam e contribuam periodicamente com as decisões da autoridade monetária.

Pode, da mesma forma, promover audiências públicas para facilitar e incentivar o diálogo entre eventuais interessados, especialmente favorecer uma participação diversificada, com representantes, além de seus técnicos, da autoridade monetária, do Tesouro Nacional, do mercado financeiro, bem como das organizações representativas dos consumidores e da sociedade em geral.

Poderia, em acréscimo, dar ciência ao Poder Legislativo de eventuais necessidades de alterações na legislação. Desde uma representação mais plural do CMN e do Copom até a instituição de regimes de metas, não somente para a inflação e para o superávit primário, mas também para a relação dívida pública/PIB.

Enfim, as atribuições constitucionais e legais do TCU vão muito além de simples determinações aos jurisdicionados, podendo compreender ações colaborativas e dialógicas junto aos eventuais interessados com a promoção de ampla participação social em temas sensíveis aos interesses públicos.