

# DA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E SUA ENGENHARIA JURÍDICA: UMA INTRODUÇÃO

**José R. N. Chiappin**

Departamento de Economia. FEA-USP.

**Carolina Leister**

UNIFESP-EPPEN.

**Ailton Cassettari Junior**

Caixa Econômica Federal.

## SUMÁRIO

Introdução – 1. Definições e componentes da estrutura da dívida pública – 2. Os fundamentos econômicos da engenharia jurídica para um novo desenho institucional da política fiscal e da associada gestão da dívida pública – 3. O papel do mercado de títulos públicos na governança e gestão da dívida pública – 4. A dívida pública federal – Conclusão – Referências.

## INTRODUÇÃO

O objetivo deste artigo é o de considerar o problema da dívida pública do ponto de vista da engenharia jurídica, no desenho e construção de modelos de políticas econômicas com fundamentos na economia que tem o papel de proporcionar suas principais diretrizes para promover a sua sustentabilidade. O direito e a legislação são interpretados tanto na atividade de engenharia jurídica quanto na de reguladora para o desenho e construção de modelos de mecanismos e arranjos institucionais para compor as políticas monetárias e políticas fiscais.

Alinha-se aqui na tradição de Hobbes e Bentham, para os quais há harmonia artificial dos interesses proveniente da construção artificial dos direitos e não à tradição de Locke e Smith, que defendem a harmonia natural dos interesses (CHIAPPIN; LEISTER, 2017). O estudo da construção do mercado de energia elétrica no Brasil é um exemplo o qual reflete a concepção de Hobbes e Bentham de que o mundo político e social é um artefato e produto das ciências do artificial, entre elas, do direito.

Nesse contexto, o objetivo é reconstruir o desenho do modelo de política da dívida pública em termos de alguns de seus mecanismos e arranjos institucionais nos quadros da política fiscal informada pela combinação das diretrizes provenientes dos fundamentos econômicos dos novos clássicos com os novos keynesianos. Com a reconstrução, pretende-se mostrar como foi bem-sucedida essa proposta em proporcionar para a dívida pública sua estabilização, controle e sustentabilidade desde 2000 até 2014, quando sofreu, devido aos choques externos provenientes da crise de 2000-2009 que derrubou a economia da Europa em 5% do PIB atingindo o Brasil em 2014, um processo de inflexão que merece a mais profunda reflexão, particularmente por ter desencadeado uma mudança radical na política e na política econômica do país.

Sem aprofundar na distinção entre a atividade do direito e da legislação, com fundamento na constituição e nas leis, como engenharia jurídica e como reguladora adiantamos que para a concepção que se defende, cabe a essa atividade do direito e do legislado no papel de engenharia jurídica, o desenho e construção de modelos de direitos e de obrigações, e, por esse meio, de modelos de mecanismos e arranjos institucionais para compor a arquitetura da política institucional do Estado, de suas pessoas naturais e jurídicas, e, de seus mercados. Quanto à atividade do direito e da legislação como reguladora esta segue, e complementa a primeira como um instrumento, com numa legislação infralegal, para regular, aperfeiçoar, ajustar e aprimorar os mecanismos e arranjos institucionais. Por exemplo, atuando para resolver, por ajuste, regulação, e aperfeiçoamento, o problema das falhas de mercado que advém do desenho e construção pela engenharia jurídica (CHIAPPIN, 2011, 2012; CHIAPPIN; LEISTER, 2017).

A razão para o recurso à combinação das duas atividades na modelagem, construção e aperfeiçoamento dos mecanismos e arranjos institucionais do Estado e do mercado é que ambos, Estado e Mercado, não são exatamente uma máquina, como pensava Hobbes (HOBBS, 1840, p. ix), cujos modelos são desenhados e construídos pelos engenheiros seguindo as leis da física e cujas falhas podem ser resolvidas pela substituição completa de suas peças, ou mesmo, por outras máquinas mais eficientes. Os mecanismos e arranjos institucionais que compõem o Estado e o Mercado não podem ser completamente substituídos, como aponta Hume (HUME, 1889, p. 480), como um mecanismo mecânico ou térmico ou elétrico de uma máquina. Contudo, podem ser regulados, ajustados, aperfeiçoados, refinados de tal modo a torná-los mais eficientes, não excluindo, a possibilidade de uma atividade de engenharia jurídica, pelo exercício do direito e legislação, com base nos princípios e normas constitucionais e nas leis, desenhar e construir modelos de mercados pela transformação de uma tipo de estrutura de mercado em outro, ou mesmo pela construção de modelos de mercados.

Este artigo enquadra o problema da política econômica da dívida pública brasileira com os recursos teóricos acima mencionados, considerando que o direito e a legislação tem o papel de engenharia jurídica assim como de reguladora, principal auxiliar da engenharia jurídica, no desenho e construção de modelos de política fiscal. Essa política é formulada e construída segundo diretrizes econômicas que propõem ser uma abordagem racional, portanto, comprometida com a eficiência da alocação dos recursos públicos como recursos escassos. Os modelos desenhados e construídos da ordem e política econômica, pelo direito e a legislação, no Brasil, em tempos recentes, particularmente da ordem econômica, da Constituição de 1988 e posterior legislação, encontraram, como afirma a hipótese deste trabalho, suas diretrizes e orientações em duas concepções da economia, os novos clássicos e os novos keynesianos. Destacamos os princípios da administração do Estado, particularmente, o da eficiência, que se encontram no artigo 37, o novo modelo orçamentário e seus três instrumentos legais, e seus princípios da ordem econômica particularmente o da livre iniciativa e da concorrência como as principais diretrizes encontradas na Constituição de 1988 para o enquadramento das novas políticas econômicas que tiveram como consequências sua orientação para a elaboração da lei 101/2000, lei de responsabilidade fiscal.

Na ordem lógica de uma proposta de considerar o direito e a legislação numa atividade de engenharia jurídica, com base em princípios e normas constitucionais e leis, particularmente, a Lei da Responsabilidade Fiscal, para o desenho e construção de modelos de mecanismos institucionais para a gestão da dívida pública recorre-se à Secretaria do Tesouro Nacional onde temos com maior clareza o posicionamento governamental. Esses mecanismos institucionais devem ser desenhados e construídos para realizar os objetivos da gestão da dívida pública.

Para que esse objetivo seja realizado, ele deve ser primeira explicitado. Encontramos os objetivos, por exemplo, no plano anual de Financiamento de 2002, onde se afirma que “o objetivo básico da gestão da dívida pública é a minimização de custos no longo prazo, considerando a manutenção de níveis prudentes de risco (BRASIL, 2002, p. 6)”. Dado o objetivo fica explícito que o modelo básico para garantir a sustentabilidade da dívida pública é aquele da minimização de custos dados níveis prudentes de risco.

Desenhados os objetivos, passa-se à elaboração dos meios, instrumentos e estratégias para efetivamente realizá-los. Um desses meios prioritários é o alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública para o financiamento da dívida, como meio para gerar credibilidade de que o governo é capaz de sustentar uma dívida mais longa e, ao mesmo tempo, fomentar o aparecimento de papéis privados mais longos essenciais para companhias de seguro e fundos de pensão. Além disso, quanto mais longa a dívida, mais se forma uma estrutura a termo da taxa de juros suficientemente longo para torná-la mais estável e menos dependente das contingências, como as políticas monetárias, de curto prazo (LOPES, 2006). Dessa forma, o alongamento da dívida pública casa com o outro meio de realizar esse objetivo que é aquele de aprimorar a estrutura a termo de juros (CASSETTARI; CHIAPPIN, 2018), que como mencionado é essencial para o financiamento de fundos de pensão e seguros. Outro meio é buscar manter em níveis prudentes, diminuindo se possível, o percentual da dívida vincenda em 12 meses, e também, a substituição de títulos pós-fixados por pré-fixados proporcionando uma maior previsibilidade e controle da dívida pública como componentes de sua meta de sustentabilidade. Todo ato e ação dos agentes públicos são atos administrativos, e, portanto, com fundamento na legislação. Assim, ainda que esse desenho de um modelo da gestão da dívida pública venha de diretrizes e orientação de fundamentos econômicos, que pressupomos serem dos novos clássicos em combinação com os novos keynesianos, para ter efeito e ser eficazes, devem estar fundado no direito e na legislação.

No nível mais fundamental, esse novo modelo da gestão da dívida pública é elaborada com base em vários princípios constitucionais, começando com o da livre iniciativa, artigo 170, *caput*, da CF/88 o qual implica o livre exercício de qualquer atividade econômica, entre elas, a liberdade de contrato com a liberdade de contratar, que, inclusive, sustenta a construção de um mercado de títulos como instrumento de financiamento da dívida pública. Outro é o novo modelo orçamentário caracterizado, artigos 165 a 169, por sua abordagem racional dos recursos públicos reforçado pelo artigo 37, juntamente com os ambos da CF88, que enfatiza a eficiência como um dos princípios da administração pública, ao lado da legalidade, moralidade, impessoalidade, publicidade. Com base nesses fundamentos constitucionais e no recurso legislativo da Lei de Responsabilidade Fiscal,

lei complementar número 101/2000, que pretende introduzir uma administração racional nos gastos públicos, o Tesouro Nacional é autorizado, dentro de uma política de meta fiscal, a se encarregar da gestão e da responsabilidade fiscal da dívida pública. Nesse contexto, ele começa por destacar no que consiste a Dívida Pública Federal, afirmando que se trata de “(...) todas as dívidas contraídas pelo governo federal para financiamento do seu déficit orçamentário, nele incluído o refinanciamento da própria dívida, e, para outras operações com finalidades específicas, definidas em lei” (BRASILFAQ, p. 1), e que sua formação decorre do compromisso da sua gestão com a realização do objetivo de “(...) suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco” (BRASIL, 2011, p. 7; 2001, p. 3).

Um adicional conjunto de legislações de 2001 pretendeu propor novos recursos jurídicos para o desenho de novos modelos de mecanismos institucionais, dentro das diretrizes da Constituição de 1988, para a administração e gestão da dívida pública. A Constituição, por exemplo, nos artigos 163 a 169, trata dos temas das finanças públicas contemplando o orçamento e a dívida pública, afirmando que eles deverão ser tratados por meio de lei complementar. O artigo 9 da Lei número 10.180/2001 é um princípio orientador da engenharia jurídica na construção de modelos de mecanismos e arranjos institucionais para a administração pública, no sentido de que estabelece que esta tem que visar “ao equilíbrio financeiro do governo federal, dentro dos limites da receita e despesas públicas.” Assim como o engenheiro segue a orientação de princípios da física para construir os mecanismos mecânicos, térmicos ou elétricos, o legislador deve seguir, como um engenheiro jurídico, princípios jurídicos para construir mecanismos institucionais. Um desses mecanismos institucionais é o mecanismo da meta fiscal, assim como é também o mecanismo da meta de inflação (CHIAPPIN, 2011; 2012).

Os demais artigos, 10, 11 e 12 (inciso IV) da Lei n. 10.180/2001, fornecem ao legislador novos recursos para ir desenhando e construindo os mecanismos institucionais tanto do regime de meta fiscal quanto particularmente do modelo de gestão da dívida pública. No artigo 26 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, aprendemos que o Congresso Nacional deveria promover, no prazo de um ano, exame analítico dos atos e fatos geradores do endividamento externo brasileiro, expressando e indicando o seu impacto sobre a economia e a sociedade brasileira. Todo esse conjunto de legislação evoluiu no contexto do desenvolvimento da economia brasileira até o final da década de 1990. Do mesmo modo também houve um descontrole no crescimento da dívida pública que veio inviabilizar o crescimento econômico. Nessa perspectiva, a dívida interna tornou-se um importante tema de preocupação, explicitando que a administração e a legislação estava sem mecanismos institucionais concretos para monitorá-la e geren-

ciá-la, de modo a compatibilizá-la com o crescimento econômico e, por essa razão, foi interpretada como um obstáculo ao crescimento.

Busca-se então enquadrar a dívida pública no modelo de uma política fiscal desenhada e construída, por uma atividade de engenharia jurídica, nos fundamentos constitucionais mencionados e nos seus desdobramentos com a lei de responsabilidade fiscal. Começa-se por destacar que a dívida pública é um importante instrumento pelo qual os governos financiam seus déficits orçamentários, e que pode ser decomposta na dívida federal, estadual e municipal. O financiamento faz-se por meio de empréstimo junto ao público. O objetivo deste trabalho é tratar da dívida interna, e, portanto, que o empréstimo é contratado no mercado interno. Outra importante classificação introdutória é da dívida bruta e dívida líquida (BRASILSTN, 2011, p. 25), entendendo-se a primeira pela agregação de todos os financiamentos do governo por meio dos empréstimos que podem se dar por emissão de título, denominada dívida mobiliária, ou por meio de contratos, e a segunda como a dívida bruta menos os créditos financeiros do governo, destacando-se que, no caso atual, as reservas cambiais.

A dívida pública, como a soma da dívida interna com a dívida externa, passou, por conseguinte, a merecer uma atenção maior da política econômica, no que diz respeito ao seu monitoramento, seu controle e seu gerenciamento, na sequência do que tinha ocorrido com a demanda obrigatória constitucional, formulados pela Constituição de 1988, do planejamento, fundamentado na legislação, para o setor público, particularmente com seu orçamento, o qual deveria se submeter a uma organização decomposta em três componentes para a sua efetiva operacionalização: o plano plurianual, a lei de diretrizes orçamentárias e a lei orçamentária anual.

Como mencionado, a primeira análise da dívida pública federal a decompõe em dívida pública interna (DI) e dívida pública externa (DE). A dívida pública interna pode ser financiada de três modos diferentes, mas, majoritariamente, por meio da emissão de títulos públicos e, portanto, denominada de Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi).

## 1. DEFINIÇÕES E COMPONENTES DA ESTRUTURA DA DÍVIDA PÚBLICA

O governo tem despesas (G) e, por isso, precisa formar receitas (T) para financiar essas despesas. Contudo, pode acontecer de as receitas não serem suficientes, gerando um déficit orçamentário. Tanto os fatores que dão origem a ele quanto o seu resultado são elementos importantes para avaliação do desempenho fiscal do governo. Dessa forma, sua medida é importante no processo dessa avaliação. A acumulação de déficit orçamentário e seu financiamento geram a

dívida pública, que, por seu turno, também precisa ser financiada. Uma vez diante dele, deve ser financiado através de recursos não tributários, os quais podem ser: empréstimo ou financiamento externo, aumento da dívida interna e emissão de moeda.

Os déficits orçamentários ou públicos podem ser descritos por diferentes definições ou medidas. As mais comuns são o déficit nominal, o déficit primário e o déficit operacional. O déficit nominal (DN), além de incluir a diferença entre os gastos (G) e as receitas (T), abrange também o pagamento de juros da dívida pública (JD) e a correção monetária. O déficit primário (DP) é o mesmo que o déficit nominal, excluindo as despesas com juros e correção monetária, enquanto o déficit operacional (DO) é quando do déficit nominal se excluem apenas as despesas com a correção monetária.

Desse modo, de maneira formal, podemos escrever o déficit nominal como formado da diferença entre a receita e a despesa mais os juros nominais sobre a dívida interna e mais os juros nominais sobre a dívida externa, ou seja,  $DN(t) = (G(t) - T(t)) + iDI(t-1) + i^*eDE(t-1)$ . Podemos escrever o déficit operacional como  $do(t) = (g-t)(t) + rdi(t-1) + r^*ede(t-1)$ , o qual se obtém do déficit nominal, tendo em vista as variáveis reais e desconsiderando a correção monetária, e, finalmente, podemos escrever o déficit primário como  $DP(t) = (G-T)(t)$ . O déficit primário, em termos reais, reescrito como  $dp(t) = (g-t)(t)$ , é o mesmo que o déficit operacional, com a exclusão das despesas referentes aos juros da dívida pública. É fácil observar que ele é adequado para avaliar o impacto da política fiscal nos resultados governamentais.

Dependendo da concepção econômica que orienta os formuladores de políticas econômicas, a dívida pública pode se tornar no principal objetivo da política econômica, enquadrada na política fiscal, visto que há várias maneiras de interpretar o papel e função do Estado relativamente ao desenvolvimento político, econômico e social.

Uma nova abordagem dos recursos públicos que se dá com o planejamento estratégico das contas governamentais na Constituição de 1988, na forma de um programa e promoção eficiente dos recursos públicos, trouxe uma proposta de racionalização orçamentária. Ele dividiu o orçamento em três componentes, consistindo das diretrizes dos planos plurianuais, da lei de diretrizes orçamentárias e da lei orçamentária anual. Tal programa nunca pôde ser efetivamente implementado, em razão da longa convivência com um processo político, econômico e social turbulento. Esse processo se caracterizou por inflação descontrolada, por incertezas políticas alimentadas por um sistema político sem direito à reeleição, assim como por uma sequência de fracassos das inúmeras tentativas de planos de estabilização. Todos esses eventos e situações incentivavam que as medidas e políticas adotadas fossem sempre em curto prazo.

## **2. OS FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DA ENGENHARIA JURÍDICA PARA UM NOVO DESENHO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA FISCAL E DA ASSOCIADA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

O Plano Real se constituiu num plano econômico por meio do qual se implementou uma política de estabilização efetiva, para o combate e redução da inflação. A política econômica desse plano delineou uma política monetária e fiscal sob as bases da concepção econômica dos novos clássicos, combinada com a concepção dos novos keynesianos. Dos novos clássicos importou a ideia de que a economia está sempre em equilíbrio e de que os agentes se comportam segundo os ditames das expectativas racionais. A moderação é feita pelos novos keynesianos, que também aceitam a tese das expectativas racionais, mas rejeitam que a economia está sempre em equilíbrio e adotam a tradicional tese de que os preços são viscosos e, portanto, apenas lentamente vão para o equilíbrio, necessitando do auxílio de políticas econômicas. Sob tais premissas é que foram construídas as políticas monetárias e fiscais de metas controladas por combinação de regras com discricionariedades (CHIAPPIN, 2011, 2012).

No entanto, na primeira etapa do Plano Real, a política econômica não pôde contar com uma política monetária, devido à trindade impossível (AIZENMAN, 2010). Nessa etapa, contou com os recursos de uma âncora cambial, pela qual se almejou o controle da inflação, através de um regime de câmbio fixo com o qual se buscou o controle dos preços internos com os preços externos, por intermédio de mecanismos de importação, o que implicou um desequilíbrio da balança comercial. Além disso, fez-se uso de uma política de altas taxas de juros, com a qual se pretendeu o equilíbrio da balança de pagamentos da conta capital. Isso só foi possível devido aos resultados do Plano Collor, o qual permitiu um razoável montante de reservas internacionais. Foram essas condições que desenharam a política econômica que tornou viável a construção da política de estabilização. Foi também o esgotamento ou exaurimento das reservas internacionais que levou à mudança desse plano de estabilização.

Numa segunda etapa do Plano Real, uma vez eliminada a trindade impossível, no caso, a âncora cambial, buscou-se desenhar uma nova proposta de política econômica, com o objetivo da manutenção, controle e aprofundamento dos resultados, ainda um pouco frágeis, da política de estabilização de preços. O desenho desse novo modelo de política econômica representou a elaboração de vários mecanismos para compor uma arquitetura institucional mais ampla, sustentada por uma tríade de políticas formadas da política monetária de metas inflacionárias, de política de metas fiscais ou de superávits primários e de câmbio flutuante.

Com a estrutura da política econômica da primeira etapa do Plano Real, foi alcançada uma razoável, mas frágil, estabilização da economia, extremamente



vulnerável a choques externos. Essa vulnerabilidade da estrutura da política de estabilização com base na âncora cambial, de câmbio fixo, se revelou, com a crise de 1999, ocorrida na Rússia e na Coreia, e que se propagou pelo sistema internacional para acabar atingindo o Brasil, o qual se viu vulnerável em função de ser fortemente dependente das poucas reservas internacionais estocadas no Banco Central do Brasil.

O resultado dessa crise foi o exaurimento das reservas internacionais e, conseqüentemente, sua incapacidade de fazer frente às obrigações internacionais. Essa crise acarretou várias mudanças na arquitetura inicial do Plano Real. Foi necessário recorrer ao FMI para um aporte de 40 bilhões de dólares, perdendo-se a âncora cambial, devido à alteração do regime de câmbio fixo para o regime de câmbio flutuante, o que colocou em risco os resultados da redução da inflação a patamares relativamente baixos, que pareciam apropriados para se desenvolver uma política de manutenção e de controle. A questão estava, portanto, em saber qual seria e como se desenharia uma nova estrutura institucional para uma política econômica adequada, para realizar e implementar o controle e a manutenção da inflação.

Essa transição não foi planejada, ainda que o objetivo em médio prazo, com o recurso da política de bandas cambiais, pudesse ter sido a transformação gradual num regime de câmbio flutuante conduzido de forma controlada. Mas, ao mesmo tempo em que essa transformação se tornou inevitável, em particular, pela queda das reservas capaz de sustentar a âncora cambial, abriu a possibilidade de se recorrer ao recurso de uma política monetária – impossível, antes, na etapa da âncora cambial, em razão da trindade impossível formada do fluxo livre, embora imperfeito, de capital, câmbio fixo e política monetária – marcando uma nova etapa do Plano Real, sob controle do Banco Central. O desenho e a construção dessa política monetária foram feitos, como mencionado, sob as diretrizes da concepção econômica dos novos clássicos moderados pelos novos keynesianos, de modo sincronizado e articulado com parte de uma política econômica mais ampla, envolvendo a política fiscal, ambas comprometidas com a manutenção e controle da estabilização alcançada na etapa anterior. Assim, a transição do regime de câmbio fixo para um regime de câmbio flutuante surgiu como uma das precondições para a construção de um novo fundamento da sustentação de uma política econômica que visava à manutenção da estabilização, na forma de políticas de metas, em longo prazo, sem a âncora cambial.

Como sabemos, na primeira etapa do Plano Real, a âncora cambial consistia numa taxa de câmbio fixo. Junto com essa política de câmbio, adotou-se também uma política de fluxo livre de capital. Sob essas condições, não podemos ter uma política monetária efetiva. Esse resultado é denominado, conforme indicado acima, trindade impossível. A opção por uma política monetária ativa e efetiva,

junto com a opção pela política de fluxo livre de capital, só é possível com uma política de câmbio flutuante. A passagem do regime de câmbio fixo para a do câmbio flutuante tornou possível o recurso ao desenho de um novo modelo de política monetária efetiva como instrumento para o controle e a manutenção da estabilidade da inflação conquistada na etapa anterior.

A reconstrução do papel da engenharia jurídica no desenho dos modelos de mecanismos e arranjos institucionais dessa política monetária com a proposta de um regime de meta de inflação que seguiu as diretrizes e orientação, particularmente dos novos keynesianos, foi explorada em dois outros trabalhos (CHIAPPIN, 2011, 2012) e serviu de ponto de partida para o presente trabalho.

Nesse contexto se deu, à política monetária associada, o desenho de mecanismos e de arranjos institucionais para a construção de uma política fiscal com um regime de meta fiscal, com o objetivo de administrar e controlar a dívida pública. Esse objetivo se tornou central na orientação de desenhos e construção de mecanismos e arranjos da arquitetura institucional, composta tanto do regime de meta de inflação quanto da meta fiscal. Para realização desse objetivo, procurou-se desenhar outros vários mecanismos institucionais, como aquele relacionado com a organização e o gerenciamento do orçamento público nos quadros institucionais da Constituição de 1988, que estabeleceu a exigência de um planejamento estratégico compulsório, a fim de racionalizar a elaboração e a implementação do modelo orçamentário.

Essa racionalização aconteceu, como mencionado, pela elaboração de uma proposta de um novo desenho e construção de modelo de mecanismos e arranjos institucionais, estabelecidos no artigo 174 da CF/88, os quais deveriam ser executados seguindo-se a proposta descrita nos artigos de 165 a 169 da CF/88.

É bom se ressaltar, ainda mais uma vez, que esse passo a mais se deu também, do mesmo modo, e em harmonia, com o desenho e a construção dos modelos de mecanismos e arranjos institucionais para uma política econômica, envolvendo tanto regimes de meta de inflação quanto de meta fiscal. O desenho dos modelos desses mecanismos institucionais relacionados com a política monetária e a política fiscal foi conduzido, é oportuno que fique claro, por obra de uma engenharia jurídica, orientada pela política e pela economia, no caso, de uma concepção específica de economia, no caso, dos novos clássicos numa combinação com os novos keynesianos, como Blanchard e Bernanke (CHIAPPIN, 2011, 2012), que proporcionou um efetivo aperfeiçoamento nos mecanismos e arranjos institucionais que vinham sendo elaborado, embora possam ter sido orientados por outros paradigmas da economia, a fim de dar maior racionalização à administração do setor público, que começou com a Lei 4.320/64, passando pela Lei 4595/64.

O principal recurso do direito no exercício de uma atividade de engenharia jurídica para o desenho e a construção dos novos mecanismos institucionais na

construção e operacionalização de um modelo orçamentário racional e, portanto, planejado, se deu, inicialmente, conforme destacado, com a Constituição de 1988, particularmente do artigo 174, e, posteriormente, para a sua implementação, com a elaboração da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) ou Lei n. 101/2000. Essa lei é o resultado da necessidade de implementar o conteúdo do artigo 174 da CF/1988, o qual afirma que “(...) o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.” A diretriz de um enfoque racional e planejado foi detalhada na proposta de modelo orçamentário estabelecido pelos artigos 165 a 169 da CF/1988, segundo o qual o orçamento deve ser organizado por meio de três instrumentos: o plano plurianual (PPA), a lei de diretrizes orçamentárias (LDO) e a lei orçamentária anual (LOA).

No entanto, o desenho e a construção desses novos mecanismos e arranjos da arquitetura institucional para o setor público com a base fundamental, no modelo orçamentário, não constituíram apenas resultado e desdobramento das legislações anteriores, incluindo a Constituição de 1988.

O processo pelo qual se desenvolveu a engenharia jurídica do desenho e construção dos mecanismos e arranjos institucionais relacionados com uma proposta de racionalização do setor público, com o objetivo de maior eficiência na administração dos recursos públicos, não foi feito às cegas, mas orientado seguindo passo a passo as diretrizes políticas e econômicas de caráter liberal, com seu princípio fundamental na livre iniciativa e livre concorrência, como já se encontrava na Constituição de 1988.

Do mesmo modo que o modelo de desenvolvimento anterior a 1988 teve uma engenharia jurídica fundada nas diretrizes mais próximas de uma concepção keynesiana da economia associada a uma concepção política de valorização da intervenção do Estado na economia, a nova engenharia jurídica, que desenhou os mecanismos institucionais básicos do modelo de Estado e de desenvolvimento trazido pela Constituição de 1988, tem fundamento em outras diretrizes políticas e econômicas que emergiram na década de 1970. A concepção econômica que forneceu as diretrizes para a nova ordem econômica da Constituição de 1988 pode ser encontrada, como mencionado, mas não suficientemente reiterada numa combinação dos novos clássicos com os novos keynesianos que partilham uma semelhante interpretação do indivíduo como agente racional. A racionalidade econômica afirmava que as ações do agente eram apenas determinadas pelo passado. Com a concepção da economia dos novos clássicos, estabeleceu-se que o agente tem suas ações escolhidas tanto por eventos passados quanto por eventos potenciais futuros no que foi seguida pelos novos keynesianos e, por isso, o estabelecimento de metas assim como a valorização da publicidade e da transparência tem importância fundamental na programação do comportamento do indivíduo.

O resultado do Plano Real de fazer com que a economia se encaminhasse para um estado de maior estabilidade de preços, no qual o mercado brasileiro estaria operando, após também um processo profundo de privatização, compatível com a política dos novos clássicos e construção do mercado, para que este funcione sempre em equilíbrio, produziu impactos na elaboração das legislações, como, por exemplo, na reforma de alguns pontos da Constituição de 1988, por meio de emendas constitucionais, em particular, pela alteração do artigo 37, introduzindo como um novo princípio da administração pública o da eficiência, juntamente com aqueles da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade.

Insistimos em tratar do desenho e construção de mecanismos institucionais, no lugar de instituições, pois, estamos considerando que a construção da arquitetura do Estado moderno, desde Hobbes (HOBBS, 1840, p. ix), foi pensada como a construção de tecnologias sociais e políticas orientadas pelas ciências políticas, econômicas e do direito à imagem e semelhança das máquinas com seus mecanismos, construídas pela física com Galileu e Descartes. O modelo fundamental das diversas ciências, entre elas, o direito, a política e a economia, foi o relógio e seus mecanismos. Não se deve esquecer – e esse é o ponto em conexão com a adição da eficiência como um dos princípios da administração – que o uso da ciência, no estudo, desenho e construção das máquinas visava principalmente a torná-las mais eficientes. O estudo de Carnot da máquina térmica visa a alcançar o conhecimento das condições da máxima eficiência desse tipo de máquina (CHIAPPIN; LEISTER, 2017). Essa mesma ideia foi incorporada pelos cientistas sociais para pensar as tecnologias sociais e políticas na governança do Estado. O desenho e construção do Estado moderno por Hobbes foi feito segundo o modelo das máquinas em busca de eficiência e para separá-lo do que se denominava Estado Absoluto que para Hobbes era uma corporação privada, e, nunca, um Estado que se caracterizava tanto pelo desenho e construção do interesse público quanto por formas de governo capaz de alinhar o interesse privado com o público e evitar que o primeiro capturasse o segundo (CHIAPPIN; LEISTER, 2017).

Do mesmo modo, o Brasil passou a pensar o Estado como uma tecnologia social, desenhado e construído pelas ciências, no caso, da política, da economia e do direito. A política e a economia desenham e propõem os mecanismos e a engenharia jurídica do direito constrói juridicamente esses mecanismos institucionais, da mesma maneira que os engenheiros constroem máquinas, usando os desenhos sugeridos pelos físicos, químicos e biólogos, com base nas leis da natureza.

Consideramos, com Simon, que o direito tem um papel importante no desempenho de uma engenharia jurídica e que os direitos e, como decorrência, o mecanismo de mercado não são naturais, mas uma construção artificial e, nessa linha, nos colocamos, na mesma tradição de Hobbes, e, então, de Bentham, rejeitando

aquela de Locke e de Smith (CHIAPPIN; LEISTER, 2017). Quanto ao direito de desempenhar o papel de engenharia jurídica, recorremos a Simon, *in verbis*:

It has been the task of science disciplines to teach about natural things: how they are and how they work. It has been the task of engineering schools to teach artificial things: how to make artifacts that have desired properties and how to design [...] Schools of engineering, as well as schools of architecture, business, education, law, and medicine, are all centrally concerned with the process of design (SIMON, 1988, p. 129).

A específica concepção da economia dos novos clássicos e dos novos keynesianos, com fundamento nos indivíduos como agentes racionais formuladores de expectativas racionais e na consequente tese da economia em permanente equilíbrio para os primeiros, corrigidas pelos segundos, como de aproximação lenta, é decorrente de um processo de ajuste dos preços e salários nominais que foi utilizado para desenhar os regimes de meta de inflação e fiscal como instrumentos para se alcançar e manter o equilíbrio econômico. Como mencionado, o artigo 9 da Lei número 10.180/2001, estabelecendo a exigência do equilíbrio entre as receitas e despesas, representa essa orientação econômica, sendo um princípio orientador central para engenharia modelos de mecanismos e arranjos institucionais para a administração pública. Segundo essa concepção, os agentes privados não tomam suas decisões com base no processamento apenas de informações passadas, mas amparadas na formação de expectativas que estão sempre se refazendo, em função das novas formulações ou reformulações de políticas econômicas, isto é, eles não são apenas *backward-looking*, mas também *forward-looking*, ou seja, eles também processam, em suas decisões, informações futuras, através de inferências.

Segundo nosso ponto de vista, foram as concepções econômicas mencionadas que ditaram as diretrizes, para que o direito no exercício de sua engenharia jurídica proponha desenhos e construções de regimes jurídicos para a política econômica consistente de uma estrutura que tem como característica central ser um termo médio, entre, de um lado, mecanismos e arranjos institucionais formulados segundo regras fixas e rígidas, e, por outro lado, mecanismos e arranjos institucionais formulados por procedimentos discricionários, combinando disciplina com flexibilidade essencial para que a política econômica seja capaz de tratar e se adaptar às demandas de novas e frequentes situações políticas e econômicas.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) é uma lei complementar, Lei n. 101/2000, e foi desenhada, elaborada e construída para implementar o princípio da eficiência no setor público, particularmente, nos temas da tributação e do orçamento, a serem seguidos pelos entes federativos, segundo prescrição do artigo 163 da CF.

O aperfeiçoamento da arquitetura institucional com a Lei de Responsabilidade Fiscal foi, contudo, um resultado da combinação de uma engenharia econômica com uma engenharia jurídica. Esta última seguiu as diretrizes estabelecidas com fundamento na teoria econômica vigente nas políticas fiscais e monetárias, após a década de 1970, as concepções econômicas dos novos clássicos e dos novos keynesianos, que estavam em vigor até esse período e que, por sua vez, emergiram como uma reação (MODENESI, 2005) aos problemas econômicos da época, com a combinação de inflação alta com desemprego alto, atribuída à aplicação da concepção keynesiana na elaboração das políticas econômicas desde o final da Segunda Guerra até os anos 1970.

A concepção econômica dos novos clássicos defende a tese de que os agentes econômicos são racionais e formam expectativas racionais, e nisso são acompanhados pelos novos keynesianos, não apenas *backward looking*, como afirmavam antes, mas, principalmente, *forward looking*. A ideia de flexibilidade dos novos clássicos é superada pela ideia de viscosidade dos preços, a qual acaba por implicar nova abordagem da política econômica, exigindo que se busque sempre, por parte do governo, um equilíbrio entre os gastos e as receitas, todavia, com os recursos de uma aproximação sucessiva por meio de políticas de controle e manutenção dirigidas por metas, seja de inflação, seja fiscais. No entanto, como o ponto de partida é da presença de uma dívida pública, a política econômica elaborada nessa perspectiva, o que aconteceu com o Plano Real, busca promover, por um lado, uma política monetária para o controle e a manutenção da estabilização de preços e, por outro lado, vinculada a ela, uma política fiscal superavitária, para sistematicamente, e, por aproximação sucessiva, reduzir a dívida pública a um nível de sustentabilidade.

Com essa abordagem, procurou-se a transformação da dívida pública num importante instrumento de política econômica, mas, para isso, dependente de que os órgãos competentes efetivamente a controlassem. Desse modo, a sua gestão da dívida se tornou essencial na lei de responsabilidade fiscal, merecendo uma grande quantidade de artigos no desenho de seus mecanismos. Esses mecanismos deveriam permitir a construção de uma estrutura institucional mais adequada do sistema do tesouro nacional, o qual, por sua vez, deveria sofrer uma reestruturação para acompanhar a modernização legislativa do plano de metas, no caso, fiscal, com o fim de realizar a tarefa de monitorar, administrar e controlar a dívida pública.

A primeira etapa no desenho e construção de mecanismos institucionais para controlar a dívida pública, no quadro de uma política fiscal, foi elaborar um mecanismo de governança e uma estrutura institucional adequada do tesouro nacional, que é parte do Ministério da Fazenda, responsável pela política fiscal, para que este desempenhasse com eficiência essa tarefa do planejamento de ges-

tão de sustentabilidade da dívida pública como componente essencial da política de meta fiscal. Para isso foi criada uma estrutura institucional de governança do tesouro nacional que concentrou atividades que se encontravam dispersas em outros órgãos, como o planejamento, o estabelecimento de normas, a supervisão e o controle da dívida mobiliária federal em seis subsecretárias distintas, entre elas, a subsecretaria da dívida pública com o objetivo de proporcionar eficiente distribuição das funções relacionadas com a governança da dívida e, com isso, buscar a desenvolver capacitações técnicas apropriadas para planejar e executar a gestão da dívida pública (BRASILSTN, 2011, p. 7). Com base numa ainda mais refinada divisão de trabalho, a Subsecretaria da Dívida Pública buscou-se um desenho mais detalhado desse modelo de mecanismos institucional para a governança da dívida pública. Assim, para o bom funcionamento do mecanismo outros mecanismos institucionais são requeridos, e a subsecretaria da dívida pública foi subdividida em três outros órgãos, a CODIP, para o desenvolvimento de estratégias de curto prazo, a COGEP, voltada para o desenvolvimento de estratégias em médio e longo prazo, e também a CODIV, com a função de registro, controle, pagamentos, acompanhamento orçamentário das dívidas internas e externas e geração de suas estatísticas oficiais (BRASILSTN, 2011, p. 8).

Ainda que o Tesouro Nacional apareça pela, primeira vez, na legislação brasileira, quando se deu sua primeira regulamentação em 1808, como Erário Régio, também chamado de Tesouro Geral e Público, para exercer as funções de administração, arrecadação, distribuição, assentamento e expediente da Real Fazenda, foi apenas com a Constituição de 1824, que, no artigo 170, surge a administração da receita, da despesa e da contabilidade da Fazenda Nacional, conduzida por um Tribunal debaixo do nome de “Tesouro Nacional”.

Apenas recentemente se buscou uma modernização institucional especializada na administração das finanças do Estado, com a criação, pelo Decreto n. 92.452/86, da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), como um órgão pertencente à estrutura do Ministério da Fazenda, para exercer funções fiscais até então realizadas pelo Banco Central e pelo Banco do Brasil S/A, como vimos acima. Para esse exercício, a Secretaria do Tesouro Nacional se tornou, então, o órgão central do Sistema de Administração Financeira federal. Essa arquitetura institucional, contudo, teve início, de modo mais efetivo, com a edição da Lei n. 4.320/1964, pela qual se estatuíram normas gerais de Direito Financeiro, com diretrizes para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União e entes federativos e, na sequência, da Lei n. 4.595/64, na qual se dispõe sobre a estrutura do sistema financeiro nacional, com a criação do CMN, Conselho Monetário Nacional, para elaborar as políticas relacionadas a ele, e com a criação do Banco Central do Brasil, como autarquia federal, para exercer a função de principal executor das políticas orientadas pelo CMN.



As outras leis e mecanismos que foram desenhados e construídos para compor a estrutura da arquitetura institucional, de sorte a operacionalizar o controle e gerenciamento das finanças públicas e, particularmente, da dívida pública estão relacionadas, direta ou indiretamente, com a construção de um mercado para títulos públicos. A primeira dessas leis, a Lei n. 4728/65, disciplina o mercado de capitais e estabelece diretrizes e medidas para o seu desenvolvimento. Com o mesmo propósito é editada a Lei n. 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a sua comissão. O desdobramento dessas duas leis aparece na Lei n. 6.404/76, criando e definindo a natureza das sociedades por ações, na Lei n. 8668/93, dispondo sobre a constituição e o regime tributário dos fundos de investimentos imobiliários, e com a Lei n. 9.613/98, que legisla sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores.

Ainda como parte desse planejamento estratégico para uma governança e gerenciamento da dívida pública, estipulado pelo programa de apoio à reestruturação e ao ajuste fiscal de Estados, a União centralizou a dívida pública mobiliária dos Estados e do Distrito Federal, assim como outras autorizadas pelo Senado Federal. O portador dessa centralização foi a Lei n. 9496/99, a qual autorizou a União a assumir as dívidas acima mencionadas. Essa estratégia impôs, por sua vez, uma demanda por uma estrutura ainda mais complexa e abrangente, a fim de exercer um efetivo controle da dívida pública.

Todavia, as principais inovações se deram, como já enfatizamos, a partir de 2000, com a Lei de Responsabilidade Fiscal, n. 101/2000, com diretrizes para a gestão da dívida pública, pela elaboração do Plano Anual de Financiamento (PAF), realizada pelo COGEP, com o auxílio dos dois órgãos, CODIP e CODIV, ambos da Subsecretaria da Dívida Pública pertencentes à estrutura do sistema do Tesouro Nacional. A administração e gerenciamento da dívida pública constituem o principal fato gerador da Lei de Responsabilidade Fiscal, uma vez que era o principal problema econômico, juntamente com a infração, enfrentado na época, e que, de agora em diante, deveria ser buscado não apenas o equilíbrio de contas, mas, como pede, o artigo 37 da Constituição de 1988, a transparência e a publicidade desse processo de aproximação sucessiva, através de meta fiscal, para a sua solução.

A Lei de Responsabilidade Fiscal expressa claramente, no artigo 1, seus objetivos, os quais são de estabelecer normas de finanças públicas, segundo o Capítulo II do Título VI da CF/88, buscando a racionalização na responsabilidade da gestão fiscal. O artigo 2 descreve como se entende e como pode ser operacionalizada a aplicação da responsabilidade na gestão fiscal. Essa racionalização ou operacionalização se dá por meio de ação planejada, com planos previamente traçados e aprovados na instância legislativa, pela determinação de metas e seu cumprimento, relacionado com receitas e despesas, garantindo equilíbrio nas contas.



A transparência deve ser alcançada por vários meios, entre os quais, pela participação popular na elaboração dos planos e orçamentos, pela disponibilidade e acesso às contas da administração pública e pela emissão de relatórios da gestão fiscal.

Assim, a Lei de Responsabilidade Fiscal implementa, de modo racional, o planejamento estratégico do controle da dívida pública, em função de um aperfeiçoamento do desenho e construção de mecanismos institucionais para um modelo eficiente de orçamento descrito na Constituição de 1988, com novas atribuições e funções. A engenharia jurídica trabalha junto com a proposta dos novos keynesianos, na elaboração de uma aproximação sucessiva no controle e realização de metas políticas. O *locus* próprio se dá com o artigo 4, no parágrafo 1, o qual não deixa dúvidas de que o desenho para a abordagem ao problema da dívida pública é aquele de metas fiscais, e que estas deverão integrar o projeto da lei de diretrizes orçamentárias, por meio do Anexo de Metas Fiscais, em que serão estabelecidas: 1) as estimativas para metas anuais, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário; 2) o montante da dívida para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes; 3) Avaliação do cumprimento das metas relativas ao ano anterior; 4) demonstrativo das metas anuais, comparando-as com as fixas nos três exercícios anteriores.

Exemplos dessa estrutura de metas para o controle da dívida pública determinada pela Lei de Responsabilidade Fiscal, a qual deve ser adicionada à Lei de Diretrizes Orçamentárias, podem ser encontrados na Lei de Diretrizes Orçamentárias, no Anexo IV, Metas Fiscais, mais precisamente, no IV.1 Anexo de Metas Fiscais Anuais, como mostrado na Tabela 1. No primeiro, foram fixadas, como meta fiscal, as metas de superávit primário do setor público para os anos de 2001, 2002 e 2003. A meta de superávit primário do Governo Central, proposta para 2001, é de 2,60% PIB, enquanto, para os anos de 2002 e 2003, são de 2,2% e 1,8% do PIB (LDO, 2001). Avaliação em termos de R\$ milhões de 2000.

**Tabela 1**

	<b>2001</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2003</b>
Discriminação	Valor	%PIB	Valor	%PIB	Valor	%PIB
I. Receita Total	241.608	19,56	253.685	19,56	266.358	19,56
II. Despesa Total	219.492	16,96	225.152	17,36	241.846	17,76
III. Resultado Primário	32.115	2,60	28.533	2,20	24.511	1,80
IV. Resultado Nominal	-11.776	-0,95	-5.127	-0,40	-6.209	-0,46
V. Dívida Líquida do Governo Central	321.906,7	25,5	317.563	24,06	315.063	22,79

Fonte: BC.

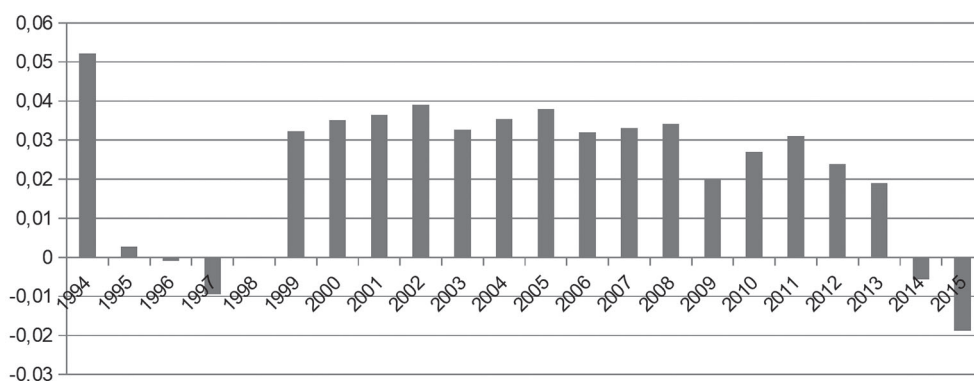
Não eram metas fixas ou rígidas, mas, indicativas e que podiam ser revistas, dependendo do endividamento e das variáveis que o determinam. Essas variáveis, como predominantes, são identificadas como a taxa de câmbio, a taxa de juros real e a taxa de crescimento real da economia. Nessa perspectiva, estabelecida a meta do superávit primário, a trajetória da relação dívida/PIB é determinada, como consta do Anexo, pela evolução da taxa de câmbio, da taxa de juros real e da taxa de crescimento real da economia. Nessa linha de raciocínio, a estabilização da relação dívida/PIB depende do monitoramento e controle dessas variáveis.

Entretanto, a busca pela governança e gestão da dívida pública, com a perseguição pelo cumprimento das metas fiscais, se alia ainda a outros objetivos, que consistem na queda do endividamento público para a formação de uma poupança nacional, como um auxílio ao Banco Central, na execução da política monetária, assim como ao Ministério da Fazenda, na da política fiscal, já que, com a realização de superávit primário, se diminui a necessidade de financiamento do Tesouro Nacional.

Dessa forma, a gestão racional da dívida pública é transformada num instrumento de política econômica, de política fiscal e de política monetária, para uma efetiva política de estabilização. Contudo, a questão que se coloca é se os mecanismos que compõem a estrutura institucional podem ajudar a resolver o problema de produzir uma efetiva distribuição de recursos para realizar os objetivos fixados no artigo 3 da Constituição Federal de 1988, a qual, no inciso II, afirma que se deve garantir o desenvolvimento nacional, erradicando, como expresso no inciso III, a pobreza e a marginalização, reduzindo as desigualdades sociais e regionais.

Nota-se claramente que a gestão racional da dívida pública, nos termos da Lei de Responsabilidade Fiscal, foi realizada, como deveria ser, em termos instrumentais, com excelentes resultados em termos de seu controle e de sua proposta do crescimento da dívida, de modo sustentável, o que é mais importante, combinada com o objetivo dos principais propósitos previstos no artigo 3, inciso II, de sorte a garantir o desenvolvimento nacional com o sistemático controle e diminuição da pobreza, reduzindo as desigualdades sociais e regionais, que são os verdadeiros objetivos constitucionais, tendo os objetivos da meta de inflação e fiscal como objetivos instrumentais e meios para o desenvolvimento nacional. Os dados e gráficos mostram que se atrelou o controle da dívida pública ao desenvolvimento social, ao longo do período de 2001 a 2014, deixando claro o que é meio e o que é fim constitucional. Contudo, o objetivo aqui é apenas mostrar como, de 2001 a segundo mostra o gráfico abaixo, foram utilizadas as estratégias descritas na Lei de Responsabilidade Fiscal para o controle e diminuição da dívida pública. No entanto, o ano de 2014 aponta para uma inflexão na dívida, cuja análise precisa ser feita com cuidado, tendo em vista o contexto internacional de uma crise

sem precedentes que atingiu, desde 2008, o próprio núcleo da economia mundial, dos Estados Unidos e da União Europeia. O gráfico 1 do superávit primário, abaixo, formulado por Andrei Teixeira, em sua monografia feita sob orientação de um dos autores deste trabalho, é ilustrativo dessa forte inflexão (TEIXEIRA, 2016).



**Gráfico 1 – Superávit primário convencional (% PIB)**

Fonte: BC.

A Lei de Responsabilidade Fiscal dá origem ao Plano Anual de Financiamento de 2001, em que se encontra estipulado com clareza qual é o objetivo básico da gestão da dívida pública. Ele afirma que é “(...) a minimização de custos no longo prazo, levando-se em conta a manutenção de níveis prudentes de risco” (BRASIL, 2001, p. 4). Ou, numa formulação mais recente,

O objetivo estabelecido para a gestão da Dívida Pública é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco. Adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos (BRASILSTN, 2011, p. 9).

A redação desse plano tem o cuidado de qualificar os riscos, fixando índices de mensuração para monitorar a dívida pública. A gestão da dívida pública depende deles essencialmente para promover a sua transparência e publicidade. Estas são propriedades essenciais para o sucesso da governança. Nessa linha, o plano menciona que, entre os fatores de risco, há um destaque especial que deve ser dado ao refinanciamento, relacionado à capacidade do emissor da dívida de tratá-la e ao mercado, que calcula custos de determinado instrumento de financiamento proveniente de fatores contextualizados (BRASIL, 2001, p. 11).

Os principais indicadores e índices de mensuração do risco são o prazo médio da dívida e o percentual que vence no curto prazo, estabelecido como sendo de 12 meses. Estes servem de instrumentos para a gestão avaliar e controlar os riscos, de modo sistemático, e empreender esforços para sua redução ou manutenção em níveis satisfatórios, os quais não afetem o custo da dívida.

Após essas etapas, buscou-se fixar algumas diretrizes para a redução dessa dívida, que são elaboradas levando-se em conta que a estrutura da dívida pública tem importantes elementos que descrevem seu perfil, sendo pelo menos quatro em destaque, no processo de gerenciamento, a saber: o tamanho, o prazo médio ou maturidade média, o tipo e estrutura da indexação dos títulos públicos e a concentração dos vencimentos ou o percentual vencendo no curto prazo (12 meses).

O tamanho da dívida é percebido proporcionalmente em relação ao PIB, funcionando como um indicador ou índice de mensuração da capacidade do Governo de honrar seus compromissos de débito e, portanto, da sustentabilidade de sua capacidade de endividamento. O prazo médio da dívida está ligado à busca de um equilíbrio fiscal que, por sua vez, tem impacto na determinação da taxa de juros. Nesse contexto, a interpretação é de que um prazo médio de dívida que seja curto estaria associado com uma taxa de juros mais alta, pois estaria refletindo a possibilidade de aumento no risco de quebra do governo e, portanto, uma maior volatilidade do custo da dívida mobiliária. Vale o raciocínio inverso, como faz o BC (1999, p. 19), a respeito da composição de títulos e prazo médio para uma dívida com prazo médio/longo, que significaria uma “(...) menor volatilidade do custo da dívida mobiliária, uma vez que a rolagem da dívida incorporará novos níveis de taxa de juros mais lentamente. Assim, será menor o impacto fiscal da política monetária.” Quanto à característica da estrutura da indexação da dívida pública que pode envolver títulos prefixados e pós-fixados, a combinação destes em termos da predominância de prefixados é vantajosa, pois possibilita maior controle dos custos da dívida.

Cabe ao COGEP o desenvolvimento de estratégias em médio e longo prazo, que consistem na elaboração das metas, dos objetivos e das diretrizes relacionados com os principais indicadores do perfil da dívida, instrumentos de garantia da eficiência na sua efetiva governança pelo período de um ano. Esse órgão é típico de uma instituição construída sobre fundamentos da teoria econômica dos novos clássicos, que veem no agente econômico um racional que avalia as informações segundo expectativas congruentes do tipo *forward looking*. Para induzir o agente a realizar as metas previamente fixadas, é essencial que todas as informações relacionadas com as metas, objetivos e diretrizes para a dívida pública sejam absolutamente transparentes e públicas.

Para isso, o Plano Anual de Financiamento elabora as seguintes diretrizes: 1) financiamento predominantemente por meio de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional; 2) ampliação ou alongamento do prazo médio da DPMFi; 2.1) com ênfase na desconcentração dos vencimentos no curto prazo ou na redução do percentual da DPMFi a vencer em 12 meses; 3) um aumento gradual da participação dos instrumentos prefixados no total da dívida; ou 4) redução da exposição líquida a taxas de juros e câmbio; ou 5) a construção de um modelo de *benchmark* de uma composição ótima da dívida em longo prazo; 6) do aperfeiçoamento do perfil da DPFe; 7) do desenvolvimento do mercado de títulos públicos para a construção de uma estrutura a termo da taxa de juros que, nesse caso, substituiria o relativamente subjetivo sistema *focus*; e 8) a ampliação da base dos investidores com a divulgação do programa do tesouro direto.

### **3. O PAPEL DO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS NA GOVERNANÇA E GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA**

Um dos objetivos da gestão da dívida pública é desenvolver o mercado de títulos públicos, o que é enfatizado explicitamente em seus compromissos.

Os instrumentos de financiamento da dívida pública interna estão no Decreto n. 3859/2000 e descrevem as características dos títulos utilizados pela DPMFi, que é paga, na sua maioria, por meio da emissão de títulos públicos federais. Esses são mecanismos financeiros de renda fixa emitidos pelo governo federal com duas finalidades: uma é exatamente financiar o déficit orçamentário, incluindo o refinanciamento da dívida pública, enquanto a outra está voltada para operações para fins específicos definidos em lei.

Os títulos públicos federais são ativos de renda fixa que podem ser classificados como pós-fixados ou prefixados. Eles têm previsibilidade de retorno, o qual pode ser avaliado no momento do investimento.

O mercado de títulos públicos funciona emprestando dinheiro para o governo, em troca de uma remuneração a receber no futuro. Ele se divide em mercado primário e secundário. O primário é aquele em que o investidor compra os títulos diretamente do emissor. O secundário é aquele em que o investidor adquire o título de outro investidor, no qual se dão transações em busca de liquidez. As ofertas públicas são realizadas pelo Tesouro Nacional e operacionalizadas pelo Banco Central. A Lei de Responsabilidade Fiscal interferiu diretamente na construção desse mercado, quando proibiu o Banco Central, no artigo 34, de emitir títulos próprios, só se adquirindo títulos federais.

Esse mercado tem liquidez diária e é de baixo custo, quase sem risco de crédito, dado que o emissor não declara falência, quando comparado com o mercado

de títulos privados de CDB, LCA e outros, lançados por instituições privadas, que eventualmente podem falir. Apesar dessa característica dos títulos públicos e do mercado de títulos públicos, o Brasil, com uma população estimada de 205 milhões de pessoas, com 140 milhões de contas bancárias ativas, contava com apenas 500.000 investidores, em fevereiro de 2015.

Os principais títulos públicos federais são NTN-F, prefixados, enquanto LFT, NTN-B, NTN-B (principal) e NTN-C são pós-fixados. A diferença entre ambos é que, com respeito aos primeiros, já sabemos de antemão qual será o rendimento na data do vencimento, o que não acontece com os pós-fixados, uma vez que eles têm uma indexação que depende de seu valor, na data do vencimento. Quanto maior a opção do investidor por títulos prefixados, mais ela reflete a credibilidade da política econômica do governo. Dessa forma, a substituição de títulos pós-fixados por prefixados é um indicador da confiança do investidor na política econômica do governo, o que se pode observar na evolução da composição dos títulos da dívida pública de 2002-2014. Eles também servem para demonstrar uma maior previsibilidade do sistema de financiamento futuro da dívida, visto que contribuem para proporcionar uma fotografia mais precisa da evolução da taxa de juros. Do mesmo modo, o aumento de títulos vinculados à inflação é positivo, em um ambiente de baixa inflação, que é o que se espera do controle da inflação pelo regime de metas. A evolução da composição mostrou também que os títulos atrelados ao câmbio foram praticamente eliminados, o que é importante, pois, nesse caso, há menor volatilidade média da dívida e, portanto, maior previsibilidade nos custos de seu estoque.

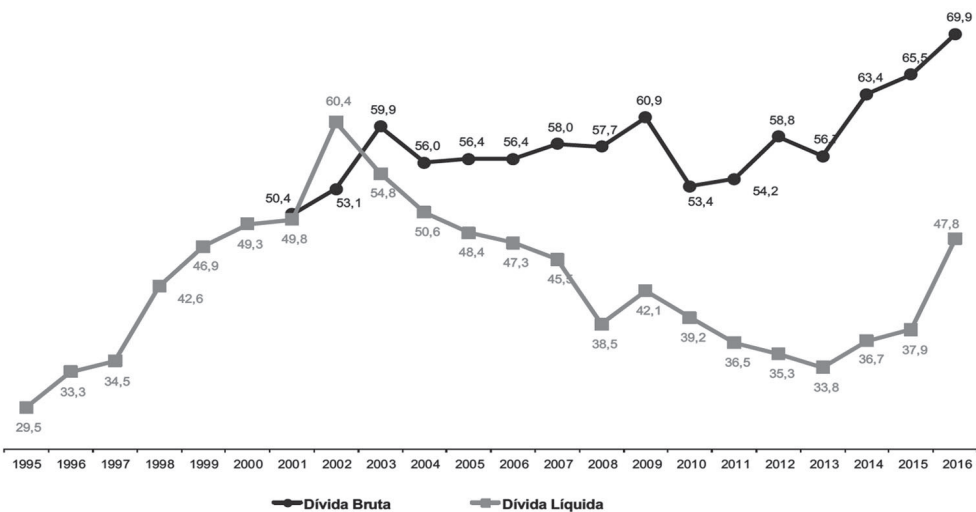
No que diz respeito às formas de emissão de títulos públicos, as ofertas podem ser competitivas, por meio de leilões com a participação direta de instituições financeiras ou podem ser feitas por emissões diretas para finalidade específica definida em leis, classificadas como emissões não competitivas. Além disso, há a venda direta a pessoas físicas, que é o Programa Tesouro Direto.

#### **4. A DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL**

A dívida pública líquida é definida como receita menos despesa, enquanto a dívida pública bruta é definida como a dívida mobiliária federal interna mais as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central. Em resumo, ela consiste em toda a dívida mobiliária federal em mercado. A diferença entre a dívida líquida bruta e a dívida líquida é o crédito do governo, que corresponde a ativos de diferentes níveis de liquidez, como depósitos bancários da previdência social, mais impostos coletados e não transferidos, mais depósitos, por exemplo, do tesouro no Banco Central do Brasil, mais o fundo de amparo ao trabalho. Por

sua vez, a dívida pública líquida do setor público é mais ampla, porque inclui a dívida do governo federal, estadual, municipal, previdência social e as empresas estatais.

No gráfico 2 abaixo, podemos ver a evolução da dívida líquida e bruta, desde 2001, em que se estabeleceu a nova gestão, verificando-se que foram atingidos os objetivos propostos desse controle, exceto que mostra uma inflexão para ambas, numa ascensão a partir de 2014, entretanto, atenção deve ser vista para a dívida bruta que supera aquela de 2002, cujo evento deve ser analisado com cuidado, porque se associa com uma queda brutal do PIB semelhante à queda do PIB, em 2009, provocada pela crise de 2008, da Europa, como se fosse o vale de uma onda que se trasladou no tempo.



**Gráfico 2 – Evolução da dívida pública bruta e líquida (% do PIB)**

Fonte: BC.

Do mesmo modo, pode-se analisar, como frisado, a evolução da composição da dívida pública, para percebermos como foram positivamente aplicadas as determinações e diretrizes, apontadas no Plano Anual de Financiamento, por exemplo, 2002 (PAF, 2002, p. 6) de sistematicamente controlar a dívida pública através do aumento do prazo médio, assim como da redução da concentração de títulos de curto prazo, com vencimento em 12 meses, além de promover o crescimento gradativo de títulos prefixados em substituição aos pós-fixados. A tabela abaixo, com dados coletados do Tesouro Nacional e elaboração STN/CGEP, dá uma ideia da evolução positiva da composição da dívida, em 2002 a 2004, decorrente do cumprimento da política proposta de metas fiscal, por comparação com aquelas de 2012 a 2016.

Tabela 2

INDICADORES	2002	2003	2004	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Estoque DPF (R\$Bi)	893,3	965,8	1013	1.866	2.008	2.122	2.295	2.793	3.112,9
Praz. médio/Mês	42,6	39,0	35,3	43	48	50	53	55	54
% Vencendo 12 meses	34,6	30,7	39,3	21,9	24,4	24,8	24	21,6	16,8
Composição (%)									
Prefixado	1,5	9,5	16,1	37,2	40	42	41,6	39,4	35,7
Taxa Flutuante	42,4	46,5	45,7	30,1	21,7	19,1	18,7	22,8	28,2
Índice de preços	8,8	10,3	11,9	28,3	33,9	34,5	34,9	32,5	31,8
Câmbio	45,8	32,4	24,2	4,4	4,4	4,3	4,9	5,3	4,2

Fonte: BC.

Se acrescentarmos à tabela acima os dados coletados junto ao Tesouro Nacional para 2017, no relatório Anual da DPF 2017, temos uma precisão maior sobre a evolução da dívida pública federal, reforçando o ponto de inflexão que ocorre em 2014, constatado no gráfico anterior, sobre as dívidas bruta e líquida, em que a primeira se mantinha relativamente estável, desde 2002, porém, começa, a partir de 2014, a apresentar um movimento de ascensão e, do mesmo modo, a dívida líquida, que vinha em um processo sistemático de descensão, revelando o compromisso positivo com as políticas econômicas, desde 2002, de cumprir com as propostas de meta fiscal estipulada no orçamento, mais precisamente na Lei de Diretrizes Orçamentarias, no IV.1 Anexo de Metas Fiscais, se altera e passa a apresentar um movimento também de ascensão, no que é acompanhado, reforçando essa tendência, por uma queda na participação dos títulos prefixados na dívida pública federal, a qual vinha sistematicamente crescendo. Deve-se lembrar que a principal característica para a opção por esses títulos é a credibilidade na política econômica do governo de realizar as metas preestabelecidas. Um outro conjunto de dados que reforça, de modo acentuado, essa inflexão são os relativos ao resultado primário, juros nominais e necessidade de financiamento em percentual do PIB, que se encontra na tabela 3 abaixo. Deve-se lembrar que o resultado primário define-se como a diferença entre receitas e despesas do governo, tirando da conta as receitas e despesas com juros. Se positiva a diferença, falamos de superávit primário, se negativa, déficit primário.



**Tabela 3**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Primário	3,69	3,74	3,15	3,24	3,33	1,94	2,62	2,94	2,18	1,72	-0,57	-1,88
Juros Nominais	6,56	7,28	6,72	5,98	5,32	5,13	5,03	5,41	4,45	4,68	5,48	8,50
NFSP	2,88	3,54	3,57	2,74	1,99	3,19	2,41	2,47	2,27	2,96	6,05	10,38

Fonte: BC.

## CONCLUSÃO

O estudo da abordagem da dívida pública desde 2000 revela dois aspectos importantes. Um deles é que a Lei de Responsabilidade Fiscal, n. 101/2000, um dos principais instrumentos para o desenho e a construção dos mecanismos para a gestão e controle da dívida pública, foi construída com base em concepções econômicas que emergiram após a década de 1970 e que se pode localizar nas concepções dos novos clássicos, combinada com as dos novos keynesianos. A combinação dessas concepções acabou por determinar as diretrizes para o desenho e a construção dos fundamentos da Constituição brasileira de 1988, particularmente em sua ênfase de ter a ordem econômica assentada no postulado da livre iniciativa e da limitação da intervenção do Estado na economia. Foi sobre esses fundamentos que se interpretaram os problemas para o desenvolvimento brasileiro e que se desenharam e construíram os mecanismos institucionais para a sua solução. Nesse contexto, buscou-se solução para a política de estabilização conseguida na primeira parte do Plano Real. Foram essas diretrizes econômicas que levaram ao desenho e à construção dos mecanismos da política fiscal e monetária, particularmente, no desenho da arquitetura das políticas de meta fiscal e de inflação, do final da década de 1990 em diante, a fim de controlar e manter em andamento o plano de estabilização. Elas têm como fundamento o pressuposto de que os agentes econômicos são racionais de acordo com o modelo das expectativas racionais e, que, portanto, processam informações *backward* assim como *forward*. Nesse âmbito, procura-se, com as políticas econômicas, promover comportamento dos agentes com o recurso de estabelecimento de metas e da valorização da construção da credibilidade para essas propostas. Dessa forma, a ênfase está na gestão dessas metas e na maximização da disponibilidade de informação que as afetam pelo compromisso com a publicidade, a transparência e a eficiência (CHIAPPIN, 2011, 2012).

O segundo aspecto é que essa política foi aplicada sistematicamente com sucesso, desde 2000 até 2014, como mostram os dados para a evolução da dívida

federal, pela busca de sua gestão e controle, através da proposta de metas fiscais que foram sendo cumpridas com o auxílio da construção de uma composição ótima de seu financiamento, por meio de títulos da dívida. Contudo, novamente, como havia acontecido na década de 80 e 90, a dívida – agora, com o problema restrito à dívida interna, e não externa, que foi completamente administrada e gerida, inclusive, com a construção de um grande volume de reservas internacionais – começou, depois desse longo período de controle e sistemática descensão, um processo, inicial, de inflexão, para, em seguida, se orientar para uma rápida ascensão, a qual é a situação em que nos encontramos.

Sem se ater a um estudo mais cuidadoso e detalhado das causas para essa inflexão, que estão no contexto da economia e da política internacional, aparentemente, decidiu-se por uma solução com a estratégia política e econômica de radicalizar as propostas do Plano Real, que, para muitos, não tinham sido implementadas o suficiente, após 2002, com base nos fundamentos das concepções dos novos clássicos em combinação com os novos keynesianos. Dever-se-ia levar mais a sério que a causa dessa inflexão está associada à crise internacional do *sub prime* que derrubou a economia americana e, também, a economia europeia, levando a uma queda de 5% no seu PIB (WORLD BANK) e, particularmente, uma queda também de 5% no PIB alemão. O vale do formato do gráfico do PIB europeu, assim como o alemão, com essa queda do PIB de 5%, que atingiu essa região, em 2009, se deslocou para gradativamente ir atingindo as políticas de desenvolvimento e de controle da dívida até levar, em 2014, a um ponto de inflexão em ambas, como revelam os dados acima, com o PIB brasileiro, sofrendo uma queda de 3,5% em dois anos sucessivos e que, com a radicalização da política do antigo Plano Real, pode estar criando um cenário futuro da mais longa e severa recessão.

Assim, uma ponderação mais prudente, científica e menos ideológica sobre os eventos políticos e econômicos que vêm provocando reiteradamente crises políticas e econômicas e, particularmente, sobre última crise do *sub prime*, seria de necessidade urgente para os legisladores e formuladores de políticas nacionais, uma vez que podemos estar testemunhando uma emergente reorganização da ordem internacional, em que podem estar mudando os modelos de gestão e organização de uma economia e política nacional para ser bem-sucedida na busca dos objetivos de uma sociedade de bem-estar. Nesse contexto, uma das questões é se os fundamentos econômicos para desenhar, formular e construir políticas econômicas continuam os mesmos. Certamente, nesse questionamento, devem-se manter as conquistas políticas e econômicas, particularmente, aquelas da modernização, eficiência, transparência e publicidade da gestão e administração das receitas e gastos relacionados com o serviço público. De qualquer modo, uma dimensão que precisa ser recuperada para esse fim de se ter uma sociedade de bem-estar é

de se estabelecer com maior clareza o que vem a ser o interesse público e nacional, sem sua redução simplista ao interesse do consumidor, para a construção de um *benchmark* de longo prazo, na forma de uma política de estado, com o qual se possa desenhar e construir mecanismos institucionais para alinhar os interesses privados com o interesse público ou coletivo e evitar que o primeiro se aproprie do segundo.

## REFERÊNCIAS

AIZEMANN, J. The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma). In *Enciclopedia of Financial Globalization*. 2010.

ALVES, Luiz Fernando. *Composição Ótima da Dívida Pública Brasileira: uma estratégia de longo prazo*. 2009. Disponível em: [http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/XIVPremio/divida/3afdpXIVPTN/monografia\\_Tema1\\_Luiz\\_Fernando.pdf](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/XIVPremio/divida/3afdpXIVPTN/monografia_Tema1_Luiz_Fernando.pdf). Acesso em: 18 jun. 2018.

ALVES, Luiz Fernando; SILVA, Anderson Caputo. *Planejamento Estratégico da Dívida Pública Federal*. Disponível em: [http://www3.tesouro.gov.br/divida\\_publica/downloads/Parte%202\\_2.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/Parte%202_2.pdf). Acesso em: 18 jun. 2018.

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Org.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública*. Tributação, Indexação, Alongamento. Rio de Janeiro: ANBID, 2006.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Indicadores Fiscais-2015*. (Série Perguntas mais frequentes). Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%204-indicadores%20fiscais.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2018.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Relatório de inflação*. Brasília, v. 1, n. 3, dez. 1999.

BRASIL. *Decreto 92.452/86*. Cria, no Ministério da Fazenda, a Secretaria do Tesouro Nacional. 1986. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/1980-1989/1985-1987/D92452.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1980-1989/1985-1987/D92452.htm). Acesso em: 18 jun. 2018.

BRASIL. *Lei 4320/64*. Normais Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos. 1964a. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4320.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4320.htm). Acesso em: 18 jun. 2018.

BRASIL. *Lei 4595/64*. Lei da reforma do sistema financeiro. 1964b. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm). Acesso em: 18 jun. 2018.

BRASIL. *Lei de Responsabilidade Fiscal*. Lei Complementar n. 101/2000. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LCP/Lcp101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp101.htm). Acesso em: 18 jun. 2018.

BRASIL. Tesouro Nacional. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento*. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/231136/DPF\\_Plano\\_Anual\\_de\\_Financiamento\\_2001\\_Versao6.pdf/264e1abc-f6cf-4225-96e5-0b294771e9e2](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/231136/DPF_Plano_Anual_de_Financiamento_2001_Versao6.pdf/264e1abc-f6cf-4225-96e5-0b294771e9e2). Acesso em: 18 jun. 2018.

- BRASIL. Tesouro Nacional. *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública*. 2002. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/paf\\_2002](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/paf_2002). Acesso em: 18 jun. 2018.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública*. 2011. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/PAF\\_2011.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/PAF_2011.pdf). Acesso em: 23 jun. 2018.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública*. 2014. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187318/Apres\\_RAD\\_2013\\_PAF\\_2014\\_FINAL.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187318/Apres_RAD_2013_PAF_2014_FINAL.pdf). Acesso em: 5 jun. 2018.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública*. 2015. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269391/PAF\\_2015\\_por/4fc69bbb-dce7-4c85-bfe7-7eafdd3ebbad](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269391/PAF_2015_por/4fc69bbb-dce7-4c85-bfe7-7eafdd3ebbad). Acesso em: 23 jun. 2018.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública*. 2015. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269391/PAF\\_2016\\_portugues.pdf/852c9103-4a8d-459d-9b49-dbfea971e311](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269391/PAF_2016_portugues.pdf/852c9103-4a8d-459d-9b49-dbfea971e311). Acesso em: 5 jun. 2016.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Relatório Anual da Dívida Pública*. 2003. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/Relatorio\\_Anuar2003.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/Relatorio_Anuar2003.pdf). Acesso em: 8 jun. 2018.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Relatório Anual da Dívida Pública*. 2004. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/Relatorio\\_Divida\\_2004.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/Relatorio_Divida_2004.pdf). Acesso em: 5 jun. 2018.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Relatório Anual da Dívida Pública*. 2012. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD\\_2012/0ae94ca8-fcb4-4e81-8b63-3e4b20e1d111](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269444/RAD_2012/0ae94ca8-fcb4-4e81-8b63-3e4b20e1d111). Acesso em: 5 jun. 2018.
- BRASIL. Tesouro Nacional. *Relatório Anual da Dívida Pública*. 2013. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187318/Apres\\_RAD\\_2013\\_PAF\\_2014\\_FINAL.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/187318/Apres_RAD_2013_PAF_2014_FINAL.pdf). Acesso em: 5 jun. 2018.
- BRASILFAQ. *Conceitos básicos*. Dívida Pública. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq>. Acesso em: 5 jun. 2018.
- BRASILSTN. Tesouro Nacional. *Composição Ótima da Dívida Pública Federal*. Definição de uma referência de Longo Prazo. 2011. Disponível em: [http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/paf/Publicacao\\_Completa.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/paf/Publicacao_Completa.pdf). Acesso em: 18 jun. 2018.
- CASSETTARI, Ailton. A Unified Model for Forecasting the Term Structure of the Interest Rates. *Revista Brasileira de Finanças*. V. 16, número 2. 2018.
- CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos Públicos: Natureza Jurídica e Mercado*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.
- CHIAPPIN, José Raimundo Novaes. O programa utilitarista e a ciência do artificial do estado de Hobbes: da pessoa como representação, das corporações e do estado como

pessoa às origens da análise econômica e dos problemas da captura e da agência. *Política Hoje*, v. 26. p. 38-96, 2017.

CHIAPPIN, José Raimundo Novaes. *Os fundamentos econômicos e a engenharia jurídica do regime de meta de inflação*. 2011. Monografia (Conclusão. Curso de Direito) – PUC-SP, São Paulo, 2011.

CHIAPPIN, José Raimundo Novaes. Os fundamentos jurídicos e econômicos do regime de metas de inflação. *Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico*, v. 2, p. 197-217, 2012.

EMÍLIO, Daulins Rêni; SOARES, Gustavo Barbosa. A composição da dívida mobiliária federal. *Indc. Econ. FEE*. Porto Alegre, v. 29, n. 2, p.102-123, 2001.

HOBBS, T. *The English Works of Thomas Hobbes Malmesbury*, v. III. Disponível em: <https://archive.org/details/englishworksofth029528mbp>. Acesso em: 10 jun. 2018.

HUME, D. *Essays Moral, Political, and Literary*. London: Longmans, Green, and Co., 1889. Disponível em: <https://archive.org/stream/essaysmoralpoli01humeoog#page/n5/search/perfect>. Acesso em: 12 jun. 2018.

LOPES, F. A questão do alongamento da dívida pública. In: BACHA, E.; OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de Capitais e dívida pública*. Rio de Janeiro: Contracapa Editora. 2006.

MENDONÇA, Mário Jorge; PIRES, Manoel Carlos de Castro; MEDRANO, Luiz Alberto. *Administração e Sustentabilidade da dívida pública no Brasil: Uma análise para o período 1995-2007*. Texto para discussão. 2008. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4914](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4914). Acesso em: 18 jun. 2018.

MODENESI, André de Melo. *Regimes Monetários*. Teoria e Experiência do Real. Barueri: Manole. 2005.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira; MEDEIROS, Otavio Ladeira (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. 2008. Disponível em: [http://www3.tesouro.gov.br/divida\\_publica/downloads/livro/livro\\_eletronico\\_completo.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/divida_publica/downloads/livro/livro_eletronico_completo.pdf). Acesso em: 18 jun. 2018.

SIMON, Herbert. *The sciences of Artificial*. London: The MIT Press, 1988.

TEIXEIRA, Andrei Fokin. *O mercado de títulos e a composição da dívida pública: uma análise do caso brasileiro*. Monografia. FEA-USP. 2016

WORLD BANK. *GDP growth*. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=EU>. Acesso em: 20 jun. 2018.

