

# ENDIVIDAMENTO E DECISÕES FINANCEIRAS DE LONGO PRAZO

## 1.1 DESENVOLVIMENTO, FINANCEIRIZAÇÃO E INVESTIMENTOS PÚBLICOS

### 1.1.1 Elementos das teorias do desenvolvimento e endividamento público

A teoria econômica do desenvolvimento evoluiu ao longo do século XX no sentido de considerar o processo de desenvolvimento como o processo de transformação da estrutura socioeconômica que permite a elevação da produtividade da economia, melhorando a qualidade de vida da população<sup>3</sup>. No entendimento de Joseph Schumpeter, um dos precursores da ideia de desenvolvimento econômico como um processo interno do capitalismo<sup>4</sup>, essa transformação ocorre mediante a conjugação de três elementos: i) a inovação; ii) o crédito bancário gerador de poder de compra; e, iii) o agente transformador<sup>5</sup>.

Schumpeter, embora sublinhe a centralidade de outros aspectos para o desenvolvimento, tais como o surgimento de novas técnicas, produtos e mercados, não descarta o papel desempenhado pela acumulação de capitais<sup>6</sup> e, principalmente, o papel desempe-

<sup>3</sup> Sobre o tema, ver VINER, Jacob, *A economia do desenvolvimento*, p. 48: “5. Uma definição mais adequada de país subdesenvolvido é a que diz tratar-se de um país que tem boas perspectivas em potencial de utilizar mais capital, mais mão de obra ou mais recursos naturais, ou as três coisas ao mesmo tempo, a fim de elevar o nível de vida de sua população atual ou, caso seu nível de renda *per capita* já seja elevado, de manter uma população maior com um nível de vida não inferior.”

<sup>4</sup> SCHUMPETER, Joseph A. *The theory of economic development*, p. 64: “(...) Development in our sense is a distinct phenomenon, entirely foreign to what may be observed in the circular flow or in the tendency towards equilibrium. It is spontaneous and discontinuous change in the channels of the flow, disturbance of equilibrium, which forever alters and displaces the equilibrium state previously existing. Our theory of development is nothing but a treatment of this phenomenon and the processes incident to it.”

<sup>5</sup> SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, *passim*.

<sup>6</sup> SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, p. 68: “(...) That rudiment of a pure economic theory of development which is implied in the traditional doctrine of the formation of capital always refers merely to sa-

nhado pelo crédito para o processo de desenvolvimento<sup>7</sup>, especialmente o crédito de natureza bancária, em razão da possibilidade de criação de moeda escritural pelos bancos, por meio de sua atividade creditícia<sup>8</sup>.

A acumulação de capitais<sup>9</sup> é parte essencial do processo de desenvolvimento<sup>10</sup>, na medida em que permite o incremento de produtividade da economia<sup>11</sup>. Historicamente,

---

ving and to the investment of the small yearly increase attributable to it. In this it asserts nothing false, but it entirely overlooks much more essential things. The slow and continuous increase in time of the national supply of productive means and of savings is obviously an important factor in explaining the course of economic history through the centuries, but it is completely overshadowed by the fact that development consists primarily in employing existing resources in a different way, in doing new things with them, irrespective of whether those resources increase or not. In the treatment of shorter epochs, moreover this is even true in a more tangible sense. Different methods of employment, and not saving and increases in the available quantity of labor, have changed the face of the economic world in the last fifty years. The increase of population especially, but also of the sources from which savings can be made, was first made possible in large measure through the different employment of the then existing means.”

<sup>7</sup> SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, p. 70: “(...) For it is as clear a priori as it is established historically that credit is primarily necessary to new combinations and that it is from these that it forces its way into the circular flow. (...)” E na página 71: (...) the problem of detaching productive means (already employed somewhere) from the circular flow and allotting them to new combinations. This is done by credit, by means of which one who wishes to carry out new combinations outbids the producers in the circular flow in the market for the required means of production. (...)”

<sup>8</sup> SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, p. 72-3. E na página 107: “In this sense, therefore, we define the kernel of the credit phenomenon in the following manner: credit is essentially the creation of purchasing power for the purpose of transferring it to the entrepreneur, but not simply the transfer of existing purchasing power. The creation of purchasing power characterises, in principle, the method by which development is carried out in a system with private property and division of labor. By credit, entrepreneurs are given access to the social stream of goods before they have acquired the normal claim to it. It temporarily substitutes, as it were, a fiction of this claim for the claim itself. Granting credit in this sense operates as an order on the economic system to accommodate itself to the purposes of the entrepreneurs, as an order on the goods which he needs: it means entrusting him with productive forces. It is only thus that economic development could arise from the mere circular flow in perfect equilibrium. And this function constitutes the keystone of the modern credit structure.”

<sup>9</sup> Na teoria de Joseph Schumpeter (*Op. cit.*, p. 116), o conceito de capital é explicado como “... *nothing but the lever by which the entrepreneur subjects to his control the concrete goods which he needs, nothing but a means of diverting the factors of productions to new uses, or of dictating a new direction to production.* This is the only function of capital, and by it the place of capital in the economic organism is completely characterised.” (*itálico* no original) E mais uma vez o conceito é resumido na página 122: “We shall define capital, then, as that sum of means of payment which is available at any moment for transference to entrepreneurs.”

<sup>10</sup> LEWIS, W. A. O desenvolvimento econômico com oferta ilimitada de mão-de-obra, pp. 428-9: “O problema central na teoria do desenvolvimento econômico é compreender o processo pelo qual uma comunidade que anteriormente não poupava nem investia mais de 4% ou 5% de sua renda nacional e ainda menos se transforma numa economia em que a poupança voluntária se situa por volta de 12% ou 15% da renda nacional ou mais. Esse é o problema central porque o fator principal do desenvolvimento econômico é a acumulação rápida do capital (incluído no capital os conhecimentos e as capacitações). Não se pode explicar nenhuma revolução ‘industrial’ (como pretendem fazer os historiadores econômicos) enquanto não se explique por que houve um relativo aumento da poupança em relação à renda nacional.”

<sup>11</sup> Neste cenário reforça-se o papel da poupança BALEEIRO, Aliomar. *Op. cit.*, p. 76: “Como a formação de capital é condição *sine qua non* de desenvolvimento, dado que este pressupõe investimentos cada vez

esse acúmulo de capitais pode ocorrer a partir de atividades econômicas específicas, espraçando-se posteriormente a outras atividades<sup>12</sup>. Pode ainda a formação inicial de capitais ocorrer por meio de transferência de capitais e rendas externos, normalmente via exportações, ou por meio do recurso ao crédito externo, seja na forma de empréstimos, seja na forma de investimentos<sup>13</sup>.

Com relação ao crédito externo, este se apresenta como mecanismo para que um Estado possa se socorrer da poupança externa de maneira a desenvolver a infraestrutura econômica e social necessária ao desenvolvimento<sup>14</sup>. Isto é especialmente relevante no caso

---

maiores, a Política Fiscal deverá ser orientada no sentido de incentivar a poupança, o autofinanciamento e a entrada de capitais estrangeiros.”

<sup>12</sup> BALEEIRO, Aliomar. *Op. cit.*, p. 68: “Os Estados Unidos formaram capitais, em parte, por empréstimos estrangeiros, mas sobretudo poupando parte considerável das rendas provenientes da produção primária, e só quando este setor ficou saturado de investimentos foi que eles se dirigiram substancialmente para as indústrias. Essa observação de Brozen coincide com o que se passou e ainda se passa no Brasil, onde a indústria paulista se levantou sobre os alicerces das poupanças possibilitadas pelas grandes safras e altos preços do café, quer para os fazendeiros, quer para os exportadores.”

<sup>13</sup> PREBISCH, Raúl. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais, p. 77: “Naturalmente, para formar o capital necessário à industrialização e ao progresso técnico da agricultura, não parece indispensável refrear o consumo das grandes massas, que em geral é extremamente baixo. Além da poupança atual, seria possível que investimentos estrangeiros bem encaminhados contribuíssem para o aumento imediato da produtividade por trabalhador. Assim, atingida essa melhora inicial, uma parte importante do aumento da produção serviria para a formação de capitais, em vez de se destinar a um consumo prematuro.” Contudo, sem uma economia capaz de obter divisas por meio de exportações, o acesso ao crédito externo, seja na forma de empréstimos e financiamentos, seja na forma de investimentos diretos ou em portfólio, torna-se reduzido, em razão da baixa probabilidade de que o país venha a possuir, no momento do vencimento de sua dívida ou no momento de pagamento dos rendimentos do capital estrangeiro no país, divisas suficientes para honrar tais pagamentos. Na mesma linha vai o próprio Prebisch (*Op. cit.*, p. 115): “Enquanto se resolver o problema fundamental do comércio exterior, será preciso providenciar para que as inversões de capital em dólares, se não for possível aplicá-las no desenvolvimento das exportações nessa mesma moeda, sejam empregadas para reduzir, direta ou indiretamente, as importações em dólares, a fim de facilitar o futuro pagamento dos serviços correspondentes.” Ademais, conforme descrito pelo modelo de dois hiatos, a necessidade de importação de bens de capital, proporcionada pelo processo de desenvolvimento tende a pressionar a balança de pagamentos, resultado em investimento abaixo do que seria o investimento potencial considerando-se a poupança interna. Sobre o modelo de dois hiatos, ver CHENERY, H.; BRUNO, M. *Development alternatives in an open economy: the case of Israel, passim*. Para uma crítica do modelo no caso brasileiro, ver SERRANO, Franklin; SOUZA, Luiz Daniel Willcox. O modelo de dois hiatos e o supermultiplicador, *passim*.

<sup>14</sup> DA ROCHA, Dinir Salvador Rios. *Contrato de empréstimo internacional*, p. 22: “Muito se discutiu acerca da função e importância do crédito na economia em geral. Neste sentido, uma das fontes de divisas para economias em países em desenvolvimento e subdesenvolvidos têm sido os empréstimos internacionais, principalmente devido ao fato de que tais países não têm uma taxa de poupança interna adequada que possibilite financiar projetos sociais ou de infraestrutura.

Basicamente, os fundamentos macroeconômicos de um país assentam-se na poupança interna (quanto maior, melhor), divisas em moedas fortes (adquiridas mediante investimentos estrangeiros, balanço de pagamentos positivo, internalização de capital advindo de empréstimos etc.) e baixo déficit público. Como os países subdesenvolvidos e alguns em desenvolvimento, em sua grande maioria, não possuem sólidos fundamentos macroeconômicos, qualquer fonte de divisas em moedas fortes torna-se muito importante e os empréstimos internacionais constituem-se em relevantes fontes de divisas para tais países”;

de países que não passaram de maneira completa por fase de acumulação de capital suficiente para a sustentação do crescimento econômico no longo prazo.

O risco do endividamento externo, porém, consiste na necessidade de geração de divisas no futuro para o pagamento dos serviços dessa dívida. Nesse cenário, quando os recursos mobilizados do exterior não são aplicados em investimentos produtivos, geradores de capacidade adicional interna de produção, reduzindo a necessidade de importações e ampliando a capacidade de oferta de bens para exportação, as probabilidades de dependência externa, com o risco de crises no balanço de pagamentos tornam-se maiores<sup>15</sup>.

Segundo lição de Arthur Lewis<sup>16</sup>, seguida por grande parte da literatura econômica do desenvolvimento, a transformação da estrutura socioeconômica dada pela industrialização ocorre com frequência a partir do emprego dos capitais excedentes de setores tradicionais agrícolas e do emprego da mão de obra “ilimitada” nestes setores, cuja produtividade é baixa ou nula.

Neste contexto, estabelecida a centralidade do processo de acumulação de capitais e do crédito público para o desenvolvimento, a polêmica que se instaura consiste em identificar o papel que deve ser exercido pelo Estado nesse processo<sup>17</sup>. Partindo-se da ideia de que a in-

---

Ver também BALEEIRO, Aliomar. *Op. cit.*, pp. 76-7: “Ao lado da formação de capitais pela poupança interna, um país pode acelerar seu desenvolvimento pela importação de fundos estrangeiros, quer sob a forma de empréstimos ao Estado ou a empresas privadas, quer sob a modalidade de investimentos diretos, associação de fundos estrangeiros com firmas nacionais etc. Grande parte da expansão brasileira, desde a independência até a Primeira Grande Guerra, proveio de uma corrente de empréstimos ao Tesouro Imperial, as províncias e até aos municípios, além de investimentos ferroviários, portuários etc., sob a forma de concessões, às vezes com garantia de juros, outras com cláusula de revisão etc.”

<sup>15</sup> PREBISCH, Raúl. O desenvolvimento econômico da América latina e alguns de seus problemas principais, p. 75: “Ninguém discute que o desenvolvimento econômico de certos países da América Latina e sua rápida assimilação da técnica moderna, em tudo o que lhes possa ser proveitoso, dependem em alto grau dos investimentos estrangeiros. Esse problema não é nada simples, por todas as implicações que contém. Entre seus fatores negativos, convém lembrar, antes de mais nada, o descumprimento dos serviços financeiros durante a grande depressão dos anos 1930. É opinião geral que isso não deve repetir-se. Encontramos aí a mesma raiz do problema anterior. Os serviços financeiros dessas inversões de capital, quando não se efetuam outras para compensá-los, têm que ser pagos com exportações na mesma moeda; e, quando estas não crescem correlativamente, surge, no correr do tempo, o mesmo tipo de dificuldades, sobretudo quando as exportações sofrem uma queda violenta, como sucedeu naquela época. Por isso, e enquanto não se chega à referida solução fundamental, cabe indagar se não seria prudente orientar os investimentos para aplicações produtivas que, ao reduzirem direta ou indiretamente as importações em dólares, permitam atender regularmente aos serviços financeiros.”

<sup>16</sup> LEWIS, W. A. *Op. cit.*, p. 425: “Até o momento não fizemos mais que preparar o cenário. Agora daremos início à peça. Podemos começar a seguir o processo de expansão econômica. A chave do processo é a utilização que se faz do excedente capitalista. À medida que este é revestido a fim de criar novo capital, o setor capitalista se amplia, transferindo-se um maior número de indivíduos do setor de subsistência para o setor capitalista. O excedente torna-se, então, ainda maior, a formação de capital aumenta ainda mais e, assim, o processo continua até que o excedente de mão de obra desapareça.”

<sup>17</sup> Arthur Lewis, por exemplo, entende que “[s]e o setor capitalista fosse mais amplo, os lucros representariam uma parte maior da renda nacional e a poupança e o investimento também seriam relativamente maiores (o Estado capitalista pode acumular capital de forma mais rápida que o capitalista privado, já que pode se valer não só dos lucros do setor capitalista, mas também do que consiga ou extraia do setor de subsistência por meio de impostos).” (*Op. cit.*, p. 432).

dustrialização se apresenta como marco no processo de transformação da estrutura socioeconômica capaz de prover o desenvolvimento, Raúl Prebisch argumentava que a industrialização das economias latino-americanas até o primeiro quarto do século XX havia se dado de forma espontânea e desorganizada, sendo aconselhável um maior envolvimento do Estado, de maneira a dinamizar e organizar o processo de industrialização<sup>18</sup>, o qual teria como resultado um aumento da renda em todos os setores, inclusive no setor primário<sup>19</sup>.

Para que a industrialização nascente pudesse ocorrer, no entanto, seria necessário que o país fosse capaz de importar bens de capital do exterior. Neste contexto, considerando-se a fragilidade externa da maioria dos países não industrializados, dados os preços relativos dos seus produtos exportados, a única forma de assegurar a existência de divisas suficientes para a importação dos bens de capital necessários à produção industrial seria por meio da limitação das importações de bens de menor necessidade, isto é, bens de consumo<sup>20</sup>, devendo esse processo ser favorecido pela ação do Estado.

Verifica-se, outrossim, que, ao contrário do que, por vezes, se afirma, Raúl Prebisch não se mostra como defensor de políticas protecionistas, mas ressalta a dependência de uma posição externa compatível com a geração de superávits comerciais, de maneira a assegurar as divisas necessárias à importação dos bens de capital necessários ao processo de industrialização, o qual teria por resultado a elevação da renda de todos os setores da economia<sup>21</sup>.

Na linha do defendido por Rosenstein-Rodan, o processo de industrialização na forma “crescimento equilibrado” seria coordenado e promovido pelo Estado, por meio da ação de planejamento e indução das atividades industriais<sup>22</sup>, dentro da lógica de “econo-

<sup>18</sup> PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 78-9 e *passim*.

<sup>19</sup> PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 89: “Não haveria razão para nos determos em assinalar esse fato, se ele não desse um exemplo bastante ilustrativo do tipo de ajuste que a progressiva industrialização da América Latina irá necessariamente provocar. A industrialização, ao aumentar a produtividade, fará subirem os salários e encarecerá relativamente o preço dos produtos primários. Desse modo, ao elevar sua renda, a produção primária irá captando gradativamente a parte do fruto do progresso técnico que lhe teria competido pela baixa dos preços. Como no caso dos grupos sociais atrasados, é claro que esse ajuste significará uma perda de renda real nos setores industriais, perda esta que será tão menor quanto menor for seu coeficiente de importações; no final das contas, entretanto, essa perda poderia ser generosamente compensada pelo fruto de sucessivas inovações técnicas.”

<sup>20</sup> PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 119: “Há que admitir, portanto, como já foi explicado, a possibilidade de que seja preciso reduzir o coeficiente de importações, seja em seu conjunto ou em dólares, reduzindo ou eliminando os artigos não essenciais, para dar lugar a importações maiores de bens de capital. Seja como for, a necessidade de modificar a composição das importações parece indispensável para dar prosseguimento à industrialização.”

<sup>21</sup> PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 119: “É preciso compreender com clareza o que isso significa. Trata-se de uma mera adaptação das importações à capacidade de pagamento conferida pelas exportações. Se estas crescessem suficientemente, não seria necessário pensar em restrições, a não ser que se quisesse, mediante essas restrições, intensificar o processo de industrialização. Mas as exportações da América Latina dependem das variações da renda dos Estados Unidos e da Europa, principalmente, e de suas respectivas quotas de importação de produtos latino-americanos. Por conseguinte, elas escapam à determinação direta da América Latina: essa é uma condição de fato, que só poderia ser modificada por decisão da outra parte.”

<sup>22</sup> ROSENSTEIN-RODAN, P. N. Problemas de industrialização da Europa do leste e do sudeste, pp. 267-8: “É claro que essa forma de industrialização é muito preferível à autárquica. É um grande empreendimento, quase sem precedentes históricos. Não há nenhuma analogia com o processo de industrialização do início

mias externas”<sup>23</sup>. Em linha oposta, sustentava A. Hirschman que o desenvolvimento seria promovido por meio de desequilíbrios e não a partir de uma ação organizada e planejada<sup>24</sup>, cabendo ao Estado ser agente promotor dos desequilíbrios na estrutura de oferta ou demanda de bens e serviços, forçando o ajuste transformador das estruturas econômicas<sup>25</sup>.

Nesta ordem de considerações, Karl Marx, já no século XIX reconhecia a essencialidade da dívida pública para o processo de acumulação primitiva necessário à constituição do capitalismo<sup>26</sup> e para o próprio surgimento do moderno sistema tributário<sup>27</sup>. Não seria

---

do século XIX, por uma série de razões que podem ser brevemente mencionadas antes de ser examinadas em mais detalhes: (...) (e) os riscos políticos dos investimentos internacionais são muito maiores hoje que no século XIX, quando se supunha que certas coisas ‘não se fazem’. A supervisão e a garantia do Estado podem, portanto, reduzir substancialmente os riscos e, por esse motivo, representam *conditio sine qua non* para o investimento internacional na ampla escala necessária. A participação ativa do Estado na vida econômica é um fator que precisa ser levado em consideração como um dado novo; (...)”.

<sup>23</sup> ROSENSTEIN-RODAN, P. N. *Op. cit.*, p. 269: “A criação planejada de um sistema de indústrias complementares desse tipo reduziria o risco de insuficiência da procura e, como o risco pode ser considerado um custo, reduziria os custos. É, nesse sentido, um caso especial de ‘economia externa’.”

<sup>24</sup> Hirschman resume da seguinte maneira a doutrina do desenvolvimento equilibrado, para posteriormente contraditá-la (Estratégia do desenvolvimento econômico, p. 85): “Por isso, argumenta-se: para possibilitar o desenvolvimento é necessário começar, de uma só vez e ao mesmo tempo, uma grande quantidade de indústrias novas, que serão clientes umas das outras, através das compras feitas pelos operários, empregados e proprietários. Por esse motivo, a teoria foi também agora anexada à teoria do grande impulso.”

<sup>25</sup> HIRSCHMAN, A. *Estratégia do desenvolvimento econômico*, p. 108: “Explicando melhor, o nosso objetivo deve ser antes conservar do que eliminar os desequilíbrios, de que são sintomas os lucros e as perdas na economia competitiva. Se a economia se deseja manter ativa, o papel da política desenvolvimentista é conservar as tensões, as desproporções e os desequilíbrios. Tal pesadelo da economia do equilíbrio, essa trama infinitamente tecida, é a espécie de engrenagem que devemos considerar como um inestimável auxílio para o processo do desenvolvimento.” E na p. 306: “Dessa forma, a nossa divisão das atividades governamentais nestas duas funções *induzidas* e *indutoras* ou *incentivadores*, ou ainda *geradoras de desequilíbrios* e *geradoras de equilíbrio*, parece ser útil em muitos casos. Não se sugere que os governos nomeiem um Ministro da Instalação do Desenvolvimento e um Ministro do Restabelecimento do Equilíbrio; mas raciocinar tomando por base essas duas tarefas talvez sirva para dar aos Ministros e ao governo uma ideia mais nítida das suas funções e no processo desenvolvimentista. A falta de clareza, que prevalece frequentemente nestes assuntos, constitui um visível *handicap* não só para a coexistência pacífica e para a colaboração entre os setores públicos e privados, como também para a eficácia da ação governamental.”

<sup>26</sup> MARX, Karl. *O capital, livro I: o processo de produção do capital*, p. 824: “A dívida pública torna-se uma das alavancas mais poderosas da acumulação primitiva”; OCTAVIANI, Alessandro. *Op. cit.*, p. 1191: “Essa bênção para a contínua expansão do capital enquanto relação social capaz de subordinar todas as demais relações sociais, fundada na indústria, cujo fulcro é a extração da mais-valia, foi identificada por Marx como um dos elementos da fase da acumulação primitiva. Mas a dívida continuou a cumprir seu papel ao longo do tempo. É dizer: a dívida pública é a base histórica e ao mesmo tempo parte da lógica presente da acumulação do capital.”

<sup>27</sup> MARX, Karl. *Op. cit.*, pp. 825-6: “Com as dívidas públicas surgiu um sistema internacional de crédito, que frequentemente encobria uma das fontes da acumulação primitiva neste ou naquele povo. Desse modo, as perversidades do sistema veneziano de rapina constituíam um desses fundamentos ocultos da riqueza de capitais da Holanda, à qual a decadente Veneza emprestou grandes somas em dinheiro. O mesmo se deu entre a Holanda e a Inglaterra. Já no começo do século XVIII, as manufaturas holandesas estavam amplamente ultrapassadas, e o país deixara de ser a nação comercial e industrial dominante. Um de seus negócios principais, entre 1701 e 1776, foi o empréstimo de enormes somas de capital à sua

correto, portanto, apresentar a dívida pública como simples “acidente”, posto que ela se encontraria intimamente ligada à própria formação do sistema de produção capitalista<sup>28</sup>.

O crédito público ganhou maior aceitação na literatura econômica como fonte comum de obtenção de recursos para o Estado, mesmo em épocas de paz e normalidade, por conta da influência marcante das ideias de J. M. Keynes relativas ao papel do gasto público na elevação da demanda agregada e, conseqüentemente, no favorecimento do crescimento econômico<sup>29</sup>. Essa tendência observou-se após os anos 1930, tendo perdido força após a década de 1970, em decorrência de crises orçamentárias experimentadas por governos superendividados<sup>30</sup>. Também no Brasil observou-se esse comportamento.

---

poderosa concorrente, a Inglaterra. Algo semelhante ocorre hoje entre Inglaterra e Estados Unidos. Uma grande parte dos capitais que atualmente ingressam nos Estados Unidos, sem certidão de nascimento, é sangue de crianças que acabou de ser capitalizado na Inglaterra.

Como a dívida pública se respalda nas receitas estatais, que têm de cobrir os juros e demais pagamentos anuais, etc., o moderno sistema tributário se converteu num complemento necessário do sistema de empréstimos públicos. Os empréstimos capacitam o governo a cobrir os gastos extraordinários sem que o contribuinte o perceba de imediato, mas exigem, em contrapartida, um aumento de impostos. Por outro lado, o aumento de impostos, causado pela acumulação de dívidas contraídas sucessivamente, obriga o governo a recorrer sempre a novos empréstimos para cobrir os novos gastos extraordinários. O regime fiscal moderno, cujo eixo é formado pelos impostos sobre os meios de subsistência mais imprescindíveis (portanto, pelo encarecimento desses meios), traz em si, portanto, o germe da progressão automática. A sobrecarga tributária não é, pois, um incidente, mas, antes, um princípio. Razão pela qual na Holanda, onde esse sistema foi primeiramente aplicado, o grande patriota de Witt o celebrou em suas máximas como o melhor sistema para fazer o trabalhador assalariado uma pessoa submissa, frugal, aplicada e... sobrecarregada de trabalho. A influência destrutiva que esse sistema exerce sobre a situação dos trabalhadores assalariados importa-nos aqui, no entanto, menos que a violenta expropriação do camponês, do artesão, em suma, de todos os componentes da pequena classe média. Sobre isso não há divergência, nem mesmo entre os economistas burgueses. Sua eficácia expropriadora é ainda reforçada pelo sistema protecionista, uma de suas partes integrantes.”

<sup>28</sup> OCTAVIANI, Alessandro. *Op. cit.*, p. 1192: “O Estado está no centro do processo histórico de formação do capitalismo e continua sua função, mesmo depois, na fase em que a lógica de acumulação pode desprender-se dos fatores que lhe possibilitaram a existência. Aqui, na operação da dívida pública permitindo a industrialização, financeirização internacional e guerras imperiais, pode-se dizer que Braudel está plenamente inspirado em Marx: ‘O capitalismo é o Estado’”.

<sup>29</sup> A influência das ideias de Keynes, neste ponto, deve ser tomada em linha com a ressalva apontada por CHICK, Victoria. Uma questão de relevância: a Teoria Geral na época de Keynes e na nossa, p. 49: “O ‘keynesianismo’ é associado, no senso comum, com ‘intervenção governamental’ e ‘gerenciamento da demanda’. É surpreendente, portanto, para aqueles que leem a Teoria Geral pela primeira vez, constatar quão pouca análise essa obra contém do governo nessa função. Há, por certo, a defesa de obras públicas em momentos de baixa, e uma importante advertência: a política monetária deveria garantir que o financiamento desses programas não elevasse a taxa de juros e ‘expulsasse’ o investimento privado; mas não há páginas sobre os multiplicadores das despesas do governo, multiplicadores fiscais etc., elementos que os leitores de manuais keynesianos passaram a esperar encontrar. (...)”

Há um papel adicional proposto ao governo, um novo papel com poderes abrangentes: pois Keynes sugere que o Estado deveria envolver-se diretamente em decisões de investimento. Isso acontecera apenas em um grau limitado. Porém, Keynes parece não ter previsto o que tem sido uma característica distintiva das economias ocidentais desde a Segunda Guerra Mundial: o incremento do governo como empregador e fonte de demanda permanentes.”

<sup>30</sup> ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, p. 24-5.

•• *Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas*

Do ponto de vista econômico, uma das formas de canalização pelo Estado dos capitais acumulados, de maneira a maximizar os seus efeitos transformadores sobre a estrutura produtiva, ocorre mediante o emprego de recursos públicos no financiamento da implantação de infraestrutura pública. Tais investimentos justificam-se sobretudo diante da evidência de que investimentos em infraestrutura apresentam importantes externalidades positivas<sup>31-32</sup>. Ao lado deste fato, a defasagem temporal entre a realização dos investimentos e a fruição dos seus benefícios, na maior parte dos casos, justifica que as inversões públicas em infraestrutura ocorram por meio do recurso ao crédito público, em operações de financiamento.

Um dos elementos que favoreceriam uma melhora da infraestrutura de um país e, por consequência, das condições para o desenvolvimento, segundo a literatura econômica, seria a urbanização, na medida em que esta geraria maior demanda por investimentos públicos essenciais para a vida nas cidades, tais como saneamento, mobilidade e habitação, mas também na medida em que demandaria investimentos em canais de escoamento de bens essenciais, como alimentos, dos campos para as cidades.

A teoria do desenvolvimento tradicional informa que a urbanização seria o resultado do diferencial de salários entre indústria e agricultura, decorrente da industrialização da economia e, conseqüentemente, da maior produtividade dos trabalhadores nas cidades. Além disso, a migração para os centros urbanos seria favorecida por uma melhor oferta de serviços públicos, que permitiriam melhora na qualidade de vida da população destas regiões<sup>33</sup>.

Os últimos 60 anos testemunharam um aumento expressivo da urbanização no mundo. Essa urbanização ocorreu de forma muito acelerada nos países da América Latina

---

<sup>31</sup> CENTER FOR GLOBAL DEVELOPMENT. *Working paper n. 402: Guarantees, Subsidies, or Paying for Success? Choosing the Right Instrument to Catalyze Private Investment in Developing Countries*, p. 3: “Basic economic theory dating back to Pigou (1920) shows that if there are social benefits from a project that are not captured by the private sector, private investment will be sub-optimally low. If the private sector is more risk averse than the public sector, or misperceives the risks attached to projects, then this drives private investment down further, increasing the gap between the observed private level of investment and the socially optimal level of investment.”

<sup>32</sup> EHLERS, Torsten. *BIS Working Papers n. 454: understanding the challenges for infrastructure finance*, p. 4: “Even though the direct payoffs to an owner of an infrastructure project may not cover its costs, the indirect externalities can still be hugely beneficial for the economy as a whole. Externalities include large benefits of infrastructure services to a wide range of other sectors. Such benefits are fundamentally difficult to measure. Even if they can be measured, charging for them may not be feasible or desirable.”

<sup>33</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Sostenibilidad urbana en America Latina y el Caribe*, pp. 4-5: “Las teorías del desarrollo tradicionalmente dedicaron una atención especial a la urbanización. Postulaban que la industrialización de la actividad económica lleva a una brecha entre la productividad laboral urbana y rural, la cual, a su vez, se refleja en un diferencial salarial entre las dos áreas, que presiona la migración rural-urbana. Este fenómeno se ve reforzado por una caída en la participación de los productos agropecuarios en la demanda a favor de la producción de los sectores industrial y de servicios. De igual manera, la urbanización se expresa en mejores indicadores de bienestar para los residentes de centros urbanos en comparación con los habitantes de las zonas rurales, pues disfrutaban de una mayor cobertura en bienes públicos y de ingresos más altos. Estas fuerzas del desarrollo económico generan una migración del campo a la ciudad que resulta en los grados de urbanización observados en las últimas décadas.”

e do Caribe (ALC), que atingiram níveis de urbanização próximos ao de países do mundo desenvolvido<sup>34</sup>. Contudo, esse nível elevado de urbanização não representou para os países da ALC um maior nível de desenvolvimento econômico ou de desenvolvimento humano, ao contrário do que previsto pelas principais teorias econômicas<sup>35</sup>.

Os diferentes papéis que o Estado pode assumir como indutor do desenvolvimento, seja no papel de empresário, seja no papel de mobilizador de capitais para investimentos em infraestrutura, nas cidades e no campo, reforça a importância do estudo da atividade financeira do Estado, sendo esse o foco do presente trabalho. Neste contexto, busca-se uma análise que incorpore as características de um Estado federal e os interesses intergeracionais como variáveis do problema.

### 1.1.2 A limitação brasileira de capitais e a estratégia de crescimento com endividamento

O Brasil é um país de industrialização tardia. O seu processo da acumulação de capitais para a industrialização deu-se inicialmente em virtude do relativo sucesso de sua agricultura de exportação<sup>36</sup>. Ao longo do século XX o país sofreu com episódios de crises em sua

<sup>34</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 3: “En los últimos 60 años se experimentó un significativo avance de la urbanización en el mundo. El porcentaje de población residente en zonas urbanas pasó de representar el 29% de la población total en 1950 a equivaler al 51% en 2010. Esta tendencia tuvo lugar con una alta asimetría. Mientras los países desarrollados lograron un grado de urbanización cercano al 75% en 2010, aquellos en desarrollo llegaron al 45%. Una excepción dentro de este último grupo lo constituye ALC, en donde se alcanzó un promedio de urbanización cercano al 80%. De acuerdo con las proyecciones de las Naciones Unidas (2008), el proceso de urbanización se profundizará en las próximas décadas, y en 2050 el promedio mundial ascenderá al 69% y en el caso de ALC al 89%.”

<sup>35</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, pp. 5-6: “Sin embargo, esta teoría no refleja necesariamente el patrón de desarrollo de los países de ALC ni explica por qué presentan niveles de urbanización sustancialmente mayores que otras regiones del mundo. El crecimiento de la población urbana en ALC no necesariamente ha redundado en mejores condiciones de vida para sus habitantes. Aun cuando la región muestra uno de los más altos porcentajes de población viviendo en las áreas urbanas en el mundo, su ingreso per cápita promedio se mantiene por debajo de los observados en los países desarrollados.”

<sup>36</sup> GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco Antonio; TONETO Jr., Rudinei. *Economia brasileira contemporânea*, p. 344: “Não se pode dizer que a indústria teve suas origens quando da crise do café. A origem do setor industrial está justamente nas atividades do complexo cafeeiro. Dado que a participação do capital estrangeiro no setor é pequena, a origem do capital industrial é um vazamento do capital cafeeiro e ela surge para atender, em parte, às necessidades da economia cafeeira. Os primeiros industriais brasileiros são tanto pessoas direta ou indiretamente ligadas ao setor cafeeiro – como é o caso da família Prado, que possuía vidrarias e curtumes –, como imigrantes, que, em sua maioria, começaram com atividades de comércio, depois passaram a atividades de assistência a seus consumidores, acabando por produzir parte dos produtos antes importados. (...)”. No mesmo sentido NUNES, José Avelãs. *Industrialização e desenvolvimento – a economia política do ‘modelo brasileiro de desenvolvimento’*, p. 194: “(...) E não há dúvida de que esse desenvolvimento da atividade industrial foi possível graças às condições criadas pela expansão do setor primário exportador que permitiu a criação de uma rede de transportes e outras infraestruturas, promoveu a distribuição de rendimentos que alimentaram mercados

•• *Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas*

balança de pagamentos<sup>37</sup>, denotando a baixa capacidade do país de geração de divisas, levando-se em consideração, inicialmente, a pouca diversidade da sua pauta de exportações e, após a década de 1970, o elevado endividamento externo do país<sup>38</sup>. As dificuldades na obtenção de divisas<sup>39</sup>, aliada a baixa poupança interna, historicamente, apresentaram-se como fatores limitantes do desenvolvimento nacional, tendo sido superadas, de certa maneira, apenas em tempos mais recentes possibilitada pela elevação das reservas nacionais.

O Brasil tem longa história de endividamento público, história essa que se inicia com a própria formação do Brasil como nação independente<sup>40</sup>, muito embora se possa voltar

---

internos suficientemente amplos e atractivos e propiciou as divisas necessárias para pagar as máquinas, equipamentos, combustíveis e produtos intermédios importados, sem os quais não teria sido possível desenvolver a actividade industrial.”

<sup>37</sup> Em grande parte devido à insistência à adoção de políticas monetárias equivalentes ao padrão-ouro, ao menos até a década de 1930. Ver FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*, pp. 228-9: “Nas economias dependentes, a crise se apresenta de forma totalmente distinta, tendo início com uma queda no valor das exportações, em razão de uma redução seja no valor unitário dos produtos exportados, seja nesse valor e no volume total das exportações. É necessário que passe algum tempo para que a contração do valor das exportações exerça seu pleno efeito sobre a procura de importações, sendo portanto de esperar que se crie um desequilíbrio inicial na balança de pagamentos. Por outro lado, a queda dos preços das mercadorias importadas (produtos manufaturados) se faz mais lentamente e com menor intensidade que a dos produtos primários exportados, isto é, tem início uma piora na relação de preços do intercâmbio. A esses dois fatores vêm acumular-se os efeitos da rigidez do serviço dos capitais estrangeiros e a redução na entrada desses capitais. Em tais condições, é fácil prever as imensas reservas metálicas que exigiria o pleno funcionamento do padrão-ouro numa economia como a do apogeu do café no Brasil. À medida que a economia escravista-exportadora era substituída por um novo sistema, com base no trabalho assalariado, tornava-se mais difícil o funcionamento do padrão-ouro.”

<sup>38</sup> GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco Antonio; TONETO Jr., Rudinei. *Op. cit.*, pp. 322-5.

<sup>39</sup> Para uma visão resumida da história dos regimes cambiais no Brasil e as restrições financeiras do país na obtenção de divisas, ver SIQUEIRA, Geraldo Magela. *Câmbio e capitais internacionais: o relacionamento financeiro do Brasil com o exterior*, pp. 43-122.

<sup>40</sup> ASSONI FILHO, Sérgio. *Empréstimos públicos e sua natureza*, p. 804: “Um exemplo disso é o Brasil, pois, como país politicamente independente, teve sua origem ligada à realização dos empréstimos públicos, visto que sua independência da metrópole portuguesa ocorreu mediante a assinatura pelo príncipe regente de um Decreto, em 1822, que autorizava o chamado “empréstimo de independência”, de modo que o país iniciou sua vida política atrelada ao convívio com a dívida pública, que, aliás, só fez crescer até os dias de hoje, com a constante aquisição de empréstimos públicos internos e externos.”; OLIVEIRA, Regis Fernandes de. *Dívida pública e operações de crédito*, pp. 207-8. Também em CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, pp. 82-3; no mesmo sentido BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 589: “Enviou o imperador a Londres, como plenipotenciários ad hoc, encarregados de levantar um empréstimo de £ 2.000.000, Felisberto Caldeira Brant Pontes, futuro marquês de Barbacena, e M.R. Gameiro Pessoa, que, naquela praça, a 20.08.1824, celebraram com algumas firmas inglesas o primeiro contrato de nossa dívida externa. (...) Àquela operação inicial de £ 2.000.000 de se acrescentou logo, por efeito do Tratado de 29.08.1825, pelo qual Portugal reconheceu a independência do Brasil, uma outra de £ 2.000.000, em virtude de ter o jovem Império, a título de indenização, assumido o empréstimo que a ex-metrópole contraíra em Londres, em 1823, para resistir a sua rebeldia.” Para uma análise histórica das negociações diplomáticas para o reconhecimento da independência brasileira, ver o clássico LIMA, Oliveira. *O reconhecimento do Império: história da diplomacia brasileira, passim*.

mais na história brasileira até o ponto de identificar no empreendimento colonizatório do Brasil a origem de parcela de nossa dívida<sup>41</sup>. Esta relação antiga com o endividamento público não chega, porém, a ser sinal característico do Brasil, sendo, ao contrário, compartilhado com a maior parte dos países<sup>42</sup>.

As bases financeiras do Estado brasileiro em sua forma atual foram forjadas no âmbito do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), de Roberto Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões, na década de 1960, período no qual foi reformado o sistema monetário, bancário e creditício, assim como o sistema tributário brasileiro<sup>43</sup>. A criação de um mercado voluntário de dívida pública foi um dos projetos de modernização econômica integrantes do PAEG, em 1965. Neste sentido, a Lei n. 4.728/1965, que veio tratar do mercado de capitais no Brasil, explicitamente tratou dos títulos públicos no ambiente bursátil<sup>44</sup>.

Deve-se lembrar, ainda, neste período, a centralização das receitas tributárias na União Federal cristalizada na edição do Código Tributário Nacional. Neste período, os governadores e prefeitos não eram eleitos, mas sim indicados, coincidindo, portanto, o centralismo fiscal com a concentração do poder político existente naquele período<sup>45</sup>, que correspondeu à primeira década do regime militar instaurado em 1964.

Na década de 1970, a posição de endividamento do Brasil, em linha com o cenário internacional<sup>46</sup>, se acelerou, como parte de um modelo de “crescimento com endividamento”, o que levou, na década seguinte, a uma necessidade de maior cautela com relação ao endividamento público. Tal modelo mostrou seu esgotamento em 1987 com a decretação da moratória à dívida externa pelo governo brasileiro.

<sup>41</sup> ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, pp. 173-4: “No Brasil não foi diferente. A colonização deu origem a diversas operações de crédito que Portugal foi obrigado a realizar para financiar as despesas com os navegadores e militares que prestavam serviços à Coroa. Há registros de que até o início do século XX ainda circulavam títulos públicos correspondentes às dívidas assumidas em remuneração a Vasco da Gama. Antes mesmo de separar-se da metrópole, há relatos de que os governadores da colônia já contraíam empréstimos, remontando ao final do século XVI e início do XVII. Após a independência, diversos empréstimos externos foram celebrados ao longo do Império, sendo o primeiro empréstimo público externo brasileiro no ano de 1824, em Londres, seguido por outros quinze empréstimos externos até o fim do Império. Com a proclamação da república houve expansão da dívida, com o intuito de aparelhar o país de serviços essenciais que não existiam, já que não havia um sistema tributário eficaz até então. Além disso, passaram a realizar tais operações os Estados e Municípios. Até as últimas décadas do século XX, o Brasil fez amplo uso do empréstimo público para financiar suas obras, investimentos e aparelhamento.”

<sup>42</sup> Ver, por exemplo, o relatório apresentado por Alexander Hamilton ao Congresso Americano em 1790, HAMILTON, Alexander. *First report on public credit*, *passim*.

<sup>43</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica*, pp. 60-1.

<sup>44</sup> CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 162.

<sup>45</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Endividamento subnacional em um contexto federativo: o caso brasileiro*, p. 74.

<sup>46</sup> STREECK, Wolfgang. *The Politics of Public Debt. Neoliberalism, Capitalist Development, and the Restructuring of the State*, p. 1: “From the 1970s on, public debt increased more or less steadily in most, if not all, OECD countries as never before in peacetime. The rapid rise in public indebtedness was a general, not a national phenomenon.”

•• *Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas*

Ao mesmo tempo em que se ampliou o endividamento externo, na década de 1970 iniciaram-se os esforços para aumentar o controle sobre os gastos públicos, sobretudo os decorrentes da atuação do Estado por meio das empresas estatais, o que foi realizado por meio da Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST), pelo Decreto n.º 84.128, de 29 de outubro de 1979<sup>47</sup>. Ainda assim, importante aumento do endividamento dos estados e municípios ocorreu na década de 1970, em linha com a estratégia nacional de crescimento com endividamento externo.

Na década de 1980, por sua vez, importantes medidas adicionais foram adotadas, com a segregação definitiva da política fiscal e da política monetária, ficando a primeira a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional, criada em 1986<sup>48</sup>, e a última ao Banco Central do Brasil, de maneira exclusiva<sup>49</sup>, o que em definitivo se estabeleceu apenas com a privatização dos bancos estaduais na década de 1990<sup>50</sup>.

Com relação à estratégia de endividamento, já no início da década de 1980, tal estratégia mostrava os seus riscos em razão das restrições existentes no cenário externo com a elevação da taxa de juros nos Estados Unidos alguns anos antes e com a moratória de-

---

<sup>47</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 63.

<sup>48</sup> Para um interessante histórico da criação da Secretaria do Tesouro Nacional e a sua importância para a reestruturação fiscal do país, ver FERREIRA, Alcides. *Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional*, pp. 99-116.

<sup>49</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 64: “Com a redemocratização, a crise econômica profunda herdada pela Nova República leva à aceleração do processo de reestruturação financeira. Em 1986 é criada a Secretaria do Tesouro Nacional, que passa a administrar os fundos e programas de fomento até então gerenciados pelo Banco Central. Por meio do Voto n. 45/86, promulgado em 31 de janeiro de 1986 pelo CMN, é congelado o saldo da conta-movimento do Banco do Brasil, que, na prática, tem encerrada suas atividades, e, em 1987, com o “Plano Bresser” (Decretos n. 94.443 e n. 94.444, ambos de 12 de Junho de 1987), e o Decreto-Lei n. 2.376, de 25 de Novembro de 1987, a gestão da dívida pública sai da esfera de competências do Banco Central, passando para o Ministério da Fazenda. Além disto, o Banco Central também deixa de ser financiador do Tesouro Nacional e são extintas suas funções de fomento, medidas que, posteriormente, seriam consolidadas no artigo 164 da Constituição de 1988.”

<sup>50</sup> Tal medida foi de imensa importância, pois como ensina Alkimar R. Moura, a dinâmica das operações dos bancos estaduais com os seus controladores e a fragilidade do mecanismo de liquidação de pagamentos e acompanhamento das posições permitia, na prática, uma expansão da base monetária do país, por ação desses bancos, MOURA, Alkimar R. *Notas sobre a independência operacional e a supervisão bancária do Banco Central*, p. 94: “Na questão do financiamento da dívida estadual, vale lembrar que os maiores estados da Federação captavam recursos voluntários com os investidores do mercado financeiro mediante a venda de títulos públicos estaduais em leilões primários, os quais eram administrados pelas distribuidoras de valores de propriedade dos estados. Na eventualidade de uma colocação apenas parcial de um lote no mercado, o resíduo era transferido à carteira própria da distribuidora estadual, que mantinha suas disponibilidades financeiras depositadas no banco controlado pelo estado. Se o caixa da distribuidora fosse insuficiente para acomodar as necessidades de financiamento, o próprio banco estadual cobria aquele desequilíbrio mediante a utilização de suas reservas, o que novamente configurava a situação de empréstimo ao controlador.

Em situações limite, se o banco estadual tivesse que recorrer à assistência financeira de liquidez com o Banco Central, poderia ocorrer uma expansão da base monetária para acomodar o financiamento da dívida pública estadual. Verifica-se, portanto, que alguns bancos estaduais funcionavam como emissores de base monetária, ou seja, de fato operavam como bancos centrais regionais, competindo com o monopólio institucionalmente atribuído ao Banco Central do Brasil.” BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, pp. 65-6.

clarada pelo México em 1982. Diante da maior restrição de financiamento externo e da necessidade de manutenção de um nível elevado de gastos que se estabeleceu ao longo das décadas anteriores, os estados membros da federação passaram a recorrer com maior frequência aos bancos por eles controlados com a finalidade de obter financiamento<sup>51</sup>.

A Constituição de 1988, embora configure retorno à descentralização fiscal em relação ao período anterior, aprofundou as dificuldades fiscais de estados e municípios por decorrência da imposição de maior rigidez orçamentária e de divisão de competências pouco clara entre esferas federativas, o que levou a uma série de superposições e arranjos pouco eficientes em termos de políticas e gastos públicos. Assim, o final da década de 1980 prenunciaria a agenda principal dos anos 1990, qual seja, a agenda do ajuste fiscal<sup>52</sup>, começando justamente pelos entes subnacionais<sup>53</sup>.

A reestruturação fiscal de estados e municípios se iniciou ainda na década de 1980, com a Lei n. 7.614/87, cujo propósito central fora a renegociação das dívidas internas de responsabilidade desses antes. No ano de 1989, passou-se à renegociação das dívidas externas, com base na Lei n. 7.976/89. As dívidas com entes controlados pela União Federal, por sua vez, foram refinanciadas com base na Lei n. 8.727/93. Finalmente, passo relevante foi dado com a Lei n. 9.496/97, voltada primordialmente ao refinanciamento da dívida mobiliária dos estados, e com a Medida Provisória n. 2.185-35/2001, voltada ao refinanciamento da dívida mobiliária dos municípios<sup>54</sup>.

No caso dos estados, o ajuste proporcionado na década de 1990 foi mais profundo do que em relação aos municípios, por conta da exigência de contrapartidas negociadas para a renegociação de suas dívidas, estabelecendo-se uma dinâmica de assinatura e acompanhamento de Programas de Ajuste e Reestruturação Fiscal, que vigoram até os dias de hoje. Contudo, o passo mais dramático desse ajuste na década de 1990 certamente ocorreu por meio da já mencionada redução da participação dos estados no setor bancário, com o saneamento e posterior privatização da maior parte dos bancos estaduais<sup>55</sup>. Tal medida teve por finalidade reduzir a utilização de tais bancos como fonte de financiamento dos entes subnacionais<sup>56</sup>, o

<sup>51</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, pp. 73-84.

<sup>52</sup> Agenda essa que corresponde ao chamado “Consenso de Washington”, termo esse apresentado inicialmente por John Williamson em artigo publicado para Seminário Internacional promovido pela Institute for International Economics, buscando elencar os itens que corresponderiam a consenso entre as instituições financeiras internacionais e oficiais do governo americano sediados em Washington, para uma agenda de reformas nos países da América Latina favorecidos pelo Plano Brady de reestruturação de dívidas. O consenso descrito seria formado por dez medidas, a saber: (i) disciplina fiscal; (ii) reorganização das prioridades de gastos públicos; (iii) reforma tributária; (iv) liberalização das taxas de juros; (v) taxas de câmbio competitivas; (vi) liberalização comercial; (vii) liberalização de ingresso de investimentos estrangeiros diretos; (viii) privatizações; (ix) desregulamentação; (x) proteção à propriedade industrial. Sobre o tema ver WILLIAMS, John. *A short history of the washington consensus*, pp. 3-4.

<sup>53</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Idem, ibidem*.

<sup>54</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Idem, ibidem*.

<sup>55</sup> Sobre a privatização dos bancos estaduais, ver NOGUEIRA, Fernando. *Brasil dos bancos*, pp. 133-188.

<sup>56</sup> FRANCO, Gustavo H. B. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais, p. 62: “Os bancos estaduais seguiram crescendo de forma viciosa como instrumentos de financiamento ao déficit dos estados controladores, tal como se reproduzissem na esfera estadual o mecanismo da conta movimento que viam funcionar na esfera federal.”

que se entendia provocar riscos para a solidez do sistema financeiro nacional e também para a condução da política macroeconômica no nível nacional<sup>57</sup>. Mais recentemente, a Lei Complementar n. 159, de 19 de maio de 2017, mais uma vez previu o refinanciamento de dívidas de Estados, estabelecendo regime rigoroso de contrapartidas.

Essa evolução do controle e do ajuste das finanças subnacionais na década de 1990 culminou na aprovação da Lei Complementar n. 101/2000, na qual se firmou o pacto federativo de não mais haver refinanciamentos entre entes federados, sob a forma da proibição contida no artigo 35 desta lei. Entretanto, o equilíbrio dos elementos postos não era estável, de maneira que as renegociações realizadas ao final da década de 1990 e início de 2000 se mostraram ao mesmo tempo muito severos para os estados e municípios diante da mudança das variáveis macroeconômicas observadas nos anos 2000 – especialmente o custo do financiamento federal *vis a vis* o custo das dívidas de estados e municípios – e também insuficientes para evitar a contratação de gastos excessivos por parte de alguns desses entes, especialmente com base em novas dívidas contraídas para realização de obras, com anuência do governo federal. Este é o contexto que levou à nova rodada de refinanciamentos de dívidas de entes federados na década de 2010.

Em tempos mais recentes, a dívida pública gerada para a realização de empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os custos associados a essa estratégia são elementos claros que evidenciam a relação entre o tema do endividamento público e os investimentos, não apenas públicos, mas também privados, necessários à formação de capital para o desenvolvimento. Essa estratégia, porém, vem sendo criticada pelos órgãos de controle, não necessariamente pelo seu mérito, mas antes pela ausência de transparência e de adequada análise dos benefícios em relação aos custos<sup>58</sup>.

### 1.1.3 A mundialização financeira e seus impactos sobre a superação do subdesenvolvimento

A chamada “mundialização financeira” refere-se às ligações observadas entre os sistemas monetários e os sistemas financeiros nacionais, resultantes de medidas de desregulamentação nas últimas décadas do século XX, com destaque para a liberalização ocorrida

---

<sup>57</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Idem, ibidem*.

<sup>58</sup> BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Acórdão 1798/2015, p. 19: “89. O aumento da intervenção da União na atividade econômica por meio da acumulação de ativos e passivos mantém a DLSP sob controle. No entanto, como apontado anteriormente, carrega para o Tesouro Nacional a carga fiscal representada pela diferença entre a taxa pela qual a União vende seus títulos (Selic) e a taxa que a União recebe das instituições financeiras oficiais e de outros programas de fomento (Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP). 90. Conforme indicado em relatório de levantamento do TCU (Acórdão 3.071/2012-TCU-Plenário), a expectativa do governo em que se basearam as operações para concessão de crédito ao BNDES era de um cenário de convergência entre as taxas de remuneração dos títulos da dívida pública (custo de captação) e de remuneração do financiamento concedido ao BNDES, de modo que os subsídios implícitos à operação tendessem a zero. Entretanto, esse cenário esperado não se concretizou ao longo dos anos, pois a Selic se manteve em uma média de 10% a.a. entre 2008 e 2014 e a TJLP se manteve em uma média de 5,7% a.a. no mesmo período. Desse modo, os subsídios implícitos alcançaram montantes bastante expressivos, tornando as operações junto ao BNDES extremamente onerosas para o governo federal.”

nos EUA e no Reino Unido. Esse fenômeno, segundo François Chesnais, apresentaria três características essenciais: (i) forte hierarquia, com papel de centralidade desempenhado pelo sistema financeiro dos Estados Unidos; (ii) ausência de instâncias centralizadas de supervisão e controle; e, (iii) unidade garantida pelos operadores financeiros<sup>59</sup>.

Um importante aspecto da globalização do final do século XX consistiria no seu caráter concentrado, não sendo correto afirmar que a maior liberdade de capitais resultou em maior democratização dos investimentos ou melhores oportunidades de recursos externos para investimentos em países em desenvolvimento<sup>60</sup>. Outro aspecto relevante consistiria no aparente descolamento dos ativos financeiros em relação aos ativos reais da economia, sendo estes últimos os reais responsáveis pela geração de emprego, renda e bem-estar à população<sup>61</sup>.

Ao longo da segunda metade do século XX e especialmente nos anos 1970, a partir da reciclagem dos “petrodólares” no mercado dos “eurodólares”, o mundo assistiu a uma elevação sem precedentes das dívidas dos países subdesenvolvidos, entre os quais o Brasil, resultando, na visão desse autor, na formação do mecanismo de transferência de renda que permitiu consolidar a esfera de influência do capital financeiro e a sua mundialização<sup>62</sup>. Este instrumento global, que se pode chamar de “dívida pública financeira”, operaria, por meio das engrenagens do sistema tributário, verdadeira transferência, em escala global, de recursos do sistema produtivo, onde a renda e os empregos são gerados, para o sistema financeiro internacional<sup>63</sup>.

O funcionamento deste maquinário de transferência de renda poria em marcha o discurso potencialmente autodestrutivo da austeridade e do equilíbrio, como forma de tornar possível a perpetuação do mecanismo de transferência de renda, sem interrupções. Autodestrutivo, pois implicaria, com frequência, na necessidade de sacrificar o crescimento real da economia e da renda, tornando ainda mais grave e severa a necessidade de ajuste e de corte de gastos públicos<sup>64</sup>.

<sup>59</sup> CHESNAIS, François. Introdução geral, pp. 10-1.

<sup>60</sup> CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 13: “A ideia de uma irradiação do planeta pelos capitais não corresponde à realidade do mundo contemporâneo, onde existe uma correlação estreita entre a taxa de investimento e a taxa de poupança nacional de cada país.”

<sup>61</sup> CHESNAIS, François. *Op. cit.*, pp. 13-4.

<sup>62</sup> CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 15: “Os créditos fornecidos aos países em vias de desenvolvimento criaram o primeiro mecanismo de transferência de riquezas a grande escala no período contemporâneo. A reciclagem dos ‘petrodólares’, operada pelo mercado dos eurodólares, permitiu aos países da OCDE ultrapassar a recessão de 1974-1975 ao aumentar rapidamente as suas exportações. Mas essa reciclagem deu também, e sobretudo, origem à dívida esmagadora que muitos países do Terceiro Mundo arrastam como um fardo de há vinte anos para cá. As transferências operadas a favor das instituições financeiras dos países capitalistas avançados, a título dos juros dos créditos bancários sindicados que lhes foram propostos, permitiram consolidar ainda mais a esfera financeira. (...)”

<sup>63</sup> CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 16: “(...) A formação dos mercados obrigacionistas, o aumento significativo da dívida pública e o crescimento cada vez mais rápido da proporção de orçamentos dos países da OCDE, consagrada ao serviço da dívida, significam que o mecanismo de captação e de transferência mais importante passa a ser aquele que transita através do imposto directo e indirecto dentro desses países”.

<sup>64</sup> CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 20: “Será que esta situação não conduzirá os países da OCDE, para não falar de outros, a deixarem-se arrastar por uma engrenagem infernal na qual a austeridade os enteria por efeito acumulativo interno e externo na depressão?”

•• *Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas*

No final da década de 1970, a inflação elevada nos países centrais, decorrência do abandono do regime monetário de dólar-ouro adotado desde *Bretton Woods*, recebeu como resposta a elevação das taxas de juros nesses países, modificando as condições de financiamento em todo o mundo<sup>65</sup> e agravando as consequências sociais do mecanismo de transferência implementado pelo capital financeiro<sup>66</sup>.

A desregulamentação financeira teria favorecido, por intermédio do aumento dos juros reais que se observou em paralelo à desregulamentação, os interesses do capital financeiro na distribuição da renda mundial, aumentando a parcela de renda transferida ao setor financeiro, em comparação a parcela transferida ao setor produtivo na forma de salários e lucros<sup>67</sup>.

Essa dinâmica incrementaria os ganhos do chamado “capital financeiro fictício”, compreendido na lição de Karl Marx, como aquele cujo valor decorre unicamente da capitalização do seu próprio rendimento, sem contrapartida direta em capital produtivo<sup>68</sup>. Esse capital financeiro fictício contrastaria com o capital financeiro real, ligado ao financiamento de médio e longo prazo de investimentos<sup>69</sup>.

---

<sup>65</sup> Já tratamos neste capítulo das consequências desse evento econômico de repercussões mundiais sobre a economia brasileira, em resumo: (i) redução do crédito disponível internacionalmente; (ii) elevação do custo de financiamento; (iii) moratória; (iv) financiamento monetário do déficit público; e, (v) escalada da inflação na década de 1980.

<sup>66</sup> BRUNHOFF, Suzanne. A instabilidade monetária internacional, p. 62: No final da década de 1970, a inflação elevada nos países centrais, também uma decorrência do abandono do regime monetário de dólar-ouro adotado desde Bretton Woods, recebe a resposta da elevação das taxas de juros, modificando as condições de financiamento em todo o mundo. “A inflação, como forma da crise de acumulação, nos anos 70, havia-se tornado intolerável para as finanças internacionais. No decorrer dos anos 70, as taxas de juro dos créditos, deflacionadas pelo índice de preços, eram negativas, em detrimento dos credores. Em 1979, deu-se um golpe de freio político à inflação nos Estados Unidos (medidas Volcker) e no Reino Unido (medidas Thatcher), em 1979, isto é, no país de maior poder financeiro e no do maior mercado internacional de câmbios. A grande subida das taxas de juro, difundida por toda a parte pela mobilidade dos capitais e pelas políticas neoliberais dos grandes Estados capitalistas, modificou as condições do financiamento interno e externo das economias nacionais.”

<sup>67</sup> GUTTMANN, Robert. As mutações do capital financeiro, pp. 95-6: “Os níveis elevados de taxa de juro, desde 1981, podem, pois, ser interpretados como o resultado da desregulamentação. Esta permitiu aos credores uma reclamação constante de prêmios, contra o risco e contra a inflação, mais elevados do que na época em que a determinação dos preços se encontrava ainda sob o controle do Estado. Essa transferência no poder de mercado produziu uma redistribuição dos rendimentos em detrimento dos salários e dos lucros e a favor do juro, escavando ao mesmo tempo o diferencial de rendimento e de distribuição de riqueza patrimonial entre os detentores de activos financeiros e aqueles que não os possuem.”

<sup>68</sup> MARX, Karl. O rendimento e suas fontes: a economia vulgar, p. 267: “De todas as formas, entretanto, o capital a juros constitui o fetiche mais completo. Encontramos aqui o primeiro ponto de partida do capital – o dinheiro – e a fórmula  $D - M - D'$ , é reduzida aos seus dois extremos  $D - D'$ . Dinheiro que cria mais dinheiro. É a fórmula mais originária e geral do capital concentrada num resumo sem sentido.” E na página 268: “No capital a juros se completa esse fetiche automático, de um valor que se valoriza a si mesmo, de um dinheiro que faz dinheiro, de sorte que, nesta forma, não traz mais o estigma de seu nascimento. A relação social se completa como relação da coisa [dinheiro, mercadoria] consigo mesma.”

<sup>69</sup> GUTTMANN, Robert. *Op. cit.*, pp. 100-1: “Há já um século que Marx [1894] estabeleceu uma distinção entre dois tipos de capital financeiro, a saber os empréstimos a médio ou longo prazo com juro, e aquilo que denominou ‘capital fictício’.

O capitalismo democrático exige a intervenção do Estado para ofertar aos cidadãos serviços públicos essenciais à preservação de direitos fundamentais. Assim, o Estado atua de forma corretiva em relação ao mercado, tornando-o menos agressivo aos cidadãos do que seria se deixado à sua própria dinâmica. Ao assim proceder, o Estado auxilia na própria preservação do modelo, tornando a sociedade capitalista aceitável em face das decisões democraticamente estabelecidas<sup>70</sup>.

Ou seja, a ideia de democracia capitalista ou capitalismo democrático consiste na existência de intervenções pontuais do Estado na economia, com a finalidade de assegurar estabilidade e justiça social, de maneira a evitar que, deixado à sua própria evolução, o mercado termine por levar a sociedade à uma situação que seja inaceitável para a maioria votante.

Neste contexto, o direito financeiro ganha protagonismo na medida em que o papel do Estado sobre a economia passa a ser cada vez mais ativo. Assim, o direito financeiro deixa de ser disciplina meramente instrumental para, aliado ao direito econômico, apresentar-se como estratégico na conformação e na organização do capitalismo<sup>71</sup>.

Esse papel de destaque, contudo, vem sendo questionado, juntamente à alegada “falência do Estado de Bem-Estar Social”, sob o pressuposto teórico-ideológico<sup>72</sup> de que a ação do Estado sob a economia seria neutra, sendo incapaz de gerar riquezas de fato, com o risco de levar a resultados pouco democráticos<sup>73</sup>. Neste contexto<sup>74</sup>, abandona-se a pers-

---

Segundo Marx, este compreendia os créditos passíveis de troca contra compromissos futuros de tesouraria (títulos), cujo valor era inteiramente derivado da capitalização do rendimento antecipado sem qualquer contrapartida directa em capital produtivo. Marx identificou, enquanto principais fontes de capital fictício, as componentes de fundos próprios (acções) cotadas na Bolsa, os títulos da dívida pública e a moeda de crédito propriamente dita.”

<sup>70</sup> STREECK, Wolfgang. *The Politics of Public Debt. Neoliberalism, Capitalist Development, and the Restructuring of the State*, p. 2: “In democratic capitalism, or capitalist democracy, governments are expected to intervene in markets to secure social justice and stability as defined and demanded by a voting majority. The underlying assumption is that without political correction of a Keynesian and Beveridgean kind, markets tend to give rise to cumulative advantage, also known as the “Matthew effect” (Merton 1968), which would make them unacceptable to a democratically empowered citizenry.”

<sup>71</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica*, pp. 58-9: “Concebido inicialmente como uma disciplina jurídica instrumental, o direito financeiro, ao longo do século XX, assumiu uma íntima conexão com o direito econômico, abandonando a pretensa neutralidade do período anterior. Nesta perspectiva, a evolução do direito financeiro refletiu o protagonismo do Estado na organização do capitalismo no segundo pós-guerra, denotando a integração progressiva entre a economia e as finanças públicas e legitimando a participação ativa do Estado no domínio econômico.”

<sup>72</sup> A respeito dessa virada, a qual ocorreu por meio de um resgate dos trabalhos do economista Friedrich August von Hayek e da influência do economista Milton Friedman, vale a leitura de WAPSHOTT, Nicholas. *Hayek’s counterrevolution: Friedman, Goldwater, Thatcher, and Reagan, 1963-88. In: Keynes Hayek the clash that defined modern economics*, pp. 247-265.

<sup>73</sup> HAYEK, F. A. *O caminho da servidão*, pp. 78-9: “Só podemos contar com um acordo voluntário para orientar a ação do estado na medida em que este se limite às esferas onde tal acordo existe. Mas não é só quando o estado assume o controle direto em campos onde esse acordo não existe que ele acaba por suprimir a liberdade individual. Infelizmente não é possível estender de modo contínuo a esfera da ação comum sem reduzir ao mesmo tempo a liberdade do indivíduo em sua própria esfera. Quando o setor público, em que o estado controla todos os meios, excede certa parte do todo, os efeitos de suas ações

pectiva dirigente, retornando-se a um instrumentalismo financeiro anódino<sup>75</sup>. Essa virada ideológica inicia-se na década de 1970, aprofundando-se nas décadas de 1980 e 1990.

---

dominam o sistema inteiro. Embora o estado só controle diretamente o uso de uma grande parte dos recursos disponíveis, os efeitos de suas decisões sobre a parte restante do sistema econômico se tornam tão acentuados que, de forma indireta, ele passa a controlar quase tudo. Quando as autoridades centrais e locais controlam diretamente o uso de mais de metade da renda nacional (como sucedia, por exemplo, na Alemanha já em 1928, onde as estimativas oficiais computavam essa proporção em 53 por cento), acabam controlando indiretamente quase toda a vida econômica da nação. Poucos serão, assim, os objetivos individuais cuja realização não dependa da ação estatal; quase todos eles serão abrangidos pela ‘escala social de valores’ – que orienta a ação do estado.

Não é difícil perceber o que acontece quando a democracia dá início a uma linha de planejamento cuja execução exige um consenso muito maior do que na realidade existe. É possível que o povo tenha concordado com a adoção de um sistema de economia planificada por ter-se deixado persuadir de que tal sistema contribuirá para criação uma grande prosperidade. Nos debates que conduziram à decisão, o objetivo do planejamento foi talvez designado por algum termo como ‘bem-estar comum’, termo que apenas oculta a ausência de um verdadeiro acordo sobre tal objetivo. (...)” Em sentido contrário, ver POLANYI, Karl. *A grande transformação*, p. 162: “Focalizemos o assunto. Concorde-se que o movimento liberal, preocupado em difundir o sistema de mercado, foi enfrentado por um contramovimento protetor que se empenhava em restringi-lo. Esse pressuposto está de fato implícito em nossa tese do duplo movimento. Enquanto afirmamos, porém, que o absurdo inerente à ideia de um sistema de mercado autorregulável teria destruído a sociedade, eventualmente, o liberal acusa os elementos variados de haverem destruído uma grande iniciativa. Incapaz de acrescentar a prova de qualquer esforço conjunto para dissolver o movimento liberal, ele recai na hipótese praticamente irrefutável da ação oculta. Este é o mito da conspiração antiliberal que, de uma forma ou outra, é comum a todas as interpretações liberais dos acontecimentos das décadas de 1870 e 1880. A forma mais comum é atribuir ao nascimento do nacionalismo e do socialismo o crédito de agente principal nessa mudança de cenário; as associações e os monopólios de fabricantes, os interesses agrários e os sindicatos profissionais são os vilões da peça. Assim, na sua forma mais espiritualizada, a doutrina liberal consubstancia o funcionamento de alguma lei dialética na sociedade moderna, invalidando os empenhos da razão esclarecida, enquanto na sua versão mais crua ela se reduz a um ataque à democracia política como fonte presumível do intervencionismo. O testemunho dos fatos contradiz decisivamente a tese liberal. A conspiração antiliberal é pura invenção. A grande variedade de formas nas quais surgiu o contramovimento ‘coletivista’ não foi devida a qualquer preferência pelo socialismo ou pelo nacionalismo por parte dos interesses sociais vitais afetados pela expansão do mecanismo de mercado. Isto justifica as reações quase universais, de caráter eminentemente prático, convocadas pela expansão desse mecanismo. Os modismos intelectuais não desempenharam qualquer papel nesse processo; de fato, não havia lugar para o preconceito que o liberal vê como força ideológica por trás do desenvolvimento antiliberal. Embora seja verdade que as décadas de 1870 e 1880 têm sua raiz nesse período, seria incorreto dizer que a mudança para um protecionismo social e nacional fosse devida a qualquer outra causa além da manifestação das fraquezas e perigos inerentes a um sistema de mercado autorregulável. Isto pode ser demonstrado em mais de uma forma.”

<sup>74</sup> Como reflexo dessa virada, observa-se que o economista liberal Friedrich v. Hayek foi contemplado com o prêmio Nobel de economia no ano de 1974. Atualmente, tendo-se passado mais de quatro décadas e tendo-se passado pela crise econômica mundial de 2008-2009, é possível avaliar de forma mais equilibrada os resultados obtidos pelas políticas adotadas nas décadas de 1940, 50, 60 e primeira metade de 1970, com os resultados econômicos obtidos nas décadas seguintes. Também é possível realizar uma comparação, com dados em painel, de países que adotaram políticas de bem-estar social no mesmo período (ex. países nórdicos), com países que adotam políticas liberais. Para uma crítica a Hayek sob esse ângulo, ver SACHS, Jefferey D. *Welfare States beyond Ideology*, *passim*.

<sup>75</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 60: “Como consequência, a integração estruturante do paradigma dirigente foi substituída por um novo fenômeno, apto a organizar

Uma das explicações para os déficits públicos recorrentes é a utilizada pela linha econômica institucionalista, que, revisitando a chamada “Lei de Wagner”<sup>76</sup>, credita o problema a uma falha do sistema de democracia representativa<sup>77</sup>. Os defensores dessa teoria argumentam que os eleitores seriam ignorantes com relação aos efeitos de longo prazo dos benefícios concedidos pelos políticos com base em déficits ou seriam incapazes de observar a ligação direta entre despesas e carga tributária, levando à adoção de um comportamento oportunista de expansão do gasto público. Haveria, assim, uma tentação tanto de políticos quanto de eleitores a reforçar o déficit público, resultando no aumento do endividamento público<sup>78</sup>. Não é certo, porém, afirmar que esta teoria apresente comprovação empírica<sup>79</sup>.

Wolfgang Streeck põe em dúvida a interpretação institucionalista de que a elevação das dívidas públicas em nível global a partir da década de 1970 tenha ocorrido em razão das chamadas “falhas da democracia”. Estas estariam ligadas à ideia de que as pressões de curto prazo do eleitorado resultariam na tendência à ampliação de despesas públicas e dificuldades na criação e elevação de impostos que compensariam tais despesas. Streeck questiona essa interpretação a partir dos dados de participação política ao longo das últimas décadas, que demonstram redução do engajamento político nas principais democracias ocidentais<sup>80</sup>.

---

o processo sistêmico de acumulação na fase atual do capitalismo. O que se viu então foi o recrudescimento dos aspectos instrumentais da constituição financeira e o ocaso da constituição econômica, invertendo o corolário programático do constitucionalismo dirigente.”

<sup>76</sup> Observação empírica formulada pelo economista alemão Adolf Wagner (1835 e 1917) a respeito do permanente crescimento das despesas públicas como resultado direto do desenvolvimento da sociedade.

<sup>77</sup> PEACOCK, Alan. WISEMAN, Jack. *The growth of public expenditure in the united kingdom*, pp. vii-viii: “(...) Our suggested explanation rested on a rudimentary theory of the political process and a rudimentary theory of social disturbance. There is an important difference between the market mechanism and the political process, as means of registering and implementing individual choices. For, while the market produces a simultaneity of gain and loss through the fact of exchange (the purchase of a good involves a loss of income to the purchaser), there is no such direct constraint in the case of the political mechanism. It is possible for the citizens involved in voting (e.g.) about what public goods their community should provide, to divorce their ideas of desirable levels of expenditure and their notions of the ‘tolerable’ tax burden to be levied upon themselves or upon particular social groups. There is room for great diversity of views as to who will or should bear the burden of provision of the public services, and who gains at the expense of others will be determined, at least in part and in the minds of voters, by the outcome of the political struggle.”

<sup>78</sup> STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 3: “Economic-institutionalist theories in the tradition of writers like James Buchanan attribute the increase in public debt since the 1970s to an inherent tendency of political democracy to overspend, caused by the short-sightedness of voters and the opportunism of politicians (Buchanan 1958; Buchanan/Tullock 1962, 1977; Buchanan/Wagner 1977). Where Public Choice amounts to a theory of democratic failure, the claim is that public deficits and public debt are due to majoritarian electoral pressure from below for redistribution through public spending.”

<sup>79</sup> STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 4. E também na página 8: “The 1990s, which may be described as a first period of fiscal consolidation, show that mass democracies, if placed under enough economic pressure and with voters sufficiently demobilized, are quite capable of curtailing social protection and generally imposing economic hardship on a majority of voters in the interest of ‘sound finance’.”

<sup>80</sup> STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 4: “This is because the growth of public debt was accompanied by a steady decline in both democratic mobilization and the distributional position of mass publics, pointing to a secular contraction of the power resources and redistributive capacities of the very democratic politics held responsible by theories of ‘public choice’ for the rise in public indebtedness since the 1970s.”

Neste sentido, argumenta Streeck que, ao se cotejar o momento histórico do crescimento da dívida pública e compará-lo ao comportamento do Estado no que se refere aos direitos sociais e econômicos, verificar-se-ia que o crescimento do endividamento público não foi um subproduto do Estado Social, mas antes da paulatina implantação do ideário neoliberal e da redução da taxa de crescimento das economias que se seguiu de forma paralela a ele<sup>81</sup>.

Ainda segundo Streeck, a dívida pública poderia ser encarada, de um ponto de vista da economia política, como uma disputa distributiva entre credores e cidadãos sobre o orçamento público. Aos cidadãos caberia a legitimidade do pleito baseado em direitos fundamentais assegurados pela ordem jurídica. Aos credores assistiria a legitimidade do pleito baseado na eficácia jurídica dos acordos assinados pelo Estado na condição de tomador de empréstimos. Se por um lado os cidadãos se defendem assegurando força constitucional aos direitos fundamentais e a vinculação de receitas públicas à sua implementação, de outro lado, os credores se movem no sentido de patrocinar legislações que assegurem a obrigatoriedade e a prioridade do pagamento da dívida pública, assim como que preservem um permanente estado de austeridade e consolidação fiscal que permita a manutenção da dívida pública em níveis administráveis<sup>82</sup>.

A essa visão poder-se-ia contra-argumentar com a ideia de que os credores, normalmente, são os próprios cidadãos de um país, na medida em que se reconheça que as principais instituições prestadoras, isto é, as instituições que frequentemente investem no mercado de dívida pública (e.g. bancos, seguradoras, fundos de pensão) não aplicam apenas recursos próprios em suas atividades, mas principalmente recursos de indivíduos/famílias, apresentando-se como meros intermediários financeiros. Nesta linha de argumen-

---

<sup>81</sup> STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 6: “Summing up, the rise of public debt – the arrival of the debt state – was part of a neoliberal revolution in the postwar political economy. At a time when democratic-redistributive intervention in capitalist markets became ineffectual on many fronts, it is unlikely that increasing public debt can be explained by voters and workers exercising superior political power. Indeed, rather than electorates extracting unearned incomes from the economy, growing government indebtedness in OECD nations was accompanied by a lasting decline in both living conditions and the distributional position of popular majorities, which in turn was associated with a secular decay in the power resources (Korpi 1983) of redistributive democracy. (...) The parallel build-up of debt in capitalist democracies was produced by a variety of specific factors that, while often interrelated, differed between countries and over time. All of these proximate causes, however, point back to one common, ultimate cause, which is a secular decline in economic growth in the democratic-capitalist OECD world.”

<sup>82</sup> Veja-se, por exemplo, o artigo 9º, § 2º da Lei de Responsabilidade Fiscal, que afasta a limitação de empenho destinado ao pagamento dos serviços da dívida. STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 14: “The politics of public debt may be conceived in terms of a distributional conflict between creditors and citizens (Streeck 2013: 117-132). Both have claims on public funds in the form of contractual-commercial and political-social rights, respectively. In a democracy, citizens have the possibility of electing a government responsive to them but ‘irresponsible’ from the viewpoint of financial markets, in the extreme case a government that expropriates its creditors by annulling its debt. As accumulated debt increases, and investors are required to be more careful about where they put their money, creditors will seek guarantees that expropriation will not happen to them; in effect, that their claims will always be given priority over those of citizens, for example of pensioners demanding the pension that the state and employers promised them when they were workers.”

tação, a divisão, portanto, não se daria entre cidadãos e credores, mas entre diferentes grupos de cidadãos<sup>83</sup>.

Bercovici e Massonetto chamam a atenção para o fato de que o processo de estabilização fiscal e de estruturação dos controles dos gastos públicos se deu sob uma premissa dogmática de neutralidade financeira do Estado, desconectando a “Constituição Financeira” da “Constituição Econômica” que, assim, passa a se ressentir da ausência de instrumentos adequados para eficácia de seus preceitos<sup>84</sup>. O acerto da interpretação desses doutrinadores será demonstrado ao longo deste trabalho, assim como uma possível saída para a aparente antinomia entre a “Constituição Financeira” e a “Constituição Econômica”, especialmente em face das chamadas “operações estruturadas”.

Os mesmos autores ainda argumentam que o processo de prestígio das normas financeiras ligadas à boa gestão do endividamento público, resguardados os privilégios dos credores da dívida, e de desprestígio do papel indutor do Estado, seria o resultado de um processo maior de evolução do sistema capitalista, que passaria a prescindir, em função da evolução tecnológica, da existência de gastos públicos em direitos sociais, com a finalidade de manter a oferta de mão de obra necessária à produção capitalista. Assim, o foco do direito financeiro deslocar-se-ia das prestações estatais dirigidas aos cidadãos, para as normas de perpetuação das oportunidades de ganhos financeiros privados, baseados na dívida pública<sup>85</sup>. A dívida pública seria, neste sentido, o instrumento fundamental de dominação financeira sobre as demais esferas econômicas e sociais<sup>86</sup>. Por meio das regras de

<sup>83</sup> WOOD, Philip R. *Law and practice of international finance*, p. 12: “Financial institutions are essentially intermediaries. They are in substance conduits through which money passes from depositor to borrower. The real creditor is ultimately the depositor – there is an ultimate see-through to individuals who place their money in banks or who own shares in companies which do so. This is also true for bonds and shares if one sees through the institutions, pension funds and the like who are holders, to the ultimate beneficiaries – individuals.

Thus individuals may be: (1) depositors with the main creditors (banks) or (2) shareholders in the main debtors (companies). Sovereign states are also large creditors and debtors. Hence the real conflicts expressed in financial law are ultimately not between nominal creditors and debtors but between the groups of people ultimately interested in the nominal creditors and debtors.”

<sup>84</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 66-8: “O problema deste processo de reestruturação das finanças públicas e da estrutura financeira do Estado brasileiro foi o fato de que a recomposição da capacidade de intervenção pública se esgotou na tentativa de controle sobre os gastos públicos. A constituição financeira de 1988, que deveria dar suporte para a implementação da constituição econômica de 1988, falhou nesta tarefa. Um dos motivos é a separação que a doutrina e a prática constitucionais pós-1988 promoveram entre a constituição financeira e a constituição econômica, como se uma não tivesse nenhuma relação com a outra e como se ambas não fizessem parte da mesma Constituição de 1988. A constituição financeira passou a ser interpretada e aplicada como se fosse ‘neutra’, meramente processual, com diretrizes e lógica próprias, separada totalmente da ordem econômica e social, esterilizando, assim, a capacidade de intervenção do Estado na economia. Separada da constituição financeira, a constituição econômica de 1988 foi transformada em mera ‘norma programática’.”

<sup>85</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, pp. 67-9.

<sup>86</sup> CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 38: “Se o movimento social viesse aplanar o terreno mais clara e profundamente do que começou a fazer em França, em Dezembro de 1995, o ‘impensável’ poderia também ser pensando no domínio econômico um por em causa do caráter sagrado da dívida pública, por exemplo, cuja aceitação é a pedra fundamental da dominação financeira à semelhança do que acontece em todas as outras esferas da vida social.”

direito financeiro, a ordem jurídica brasileira asseguraria verdadeira dominância monetária em relação ao orçamento fiscal, inobstante os custos dessa dominância em termos de direitos fundamentais inadequadamente providos pelo Estado<sup>87</sup>.

Nesta ordem de considerações, o conjunto de normas financeiras constitucionais e também infraconstitucionais passariam a ser incompatíveis com as diretrizes e objetivos das normas econômicas da Constituição Federal, que asseguram ser o desenvolvimento econômico e social o objetivo final da atuação financeira do Estado. Transvestido de programa de responsabilidade, aprovar-se-ia verdadeiro arsenal de proteção de interesses rentistas contra a formulação de políticas econômicas que poderiam colocar em risco o pagamento da dívida pública, ainda que em remoto futuro<sup>88</sup>. A esta inversão do programa econômico-constitucional promovido pelas normas financeiras Bercovici e Massonetto chamam “constituição dirigente invertida”<sup>89</sup>.

A proposta brasileira de incluir na Constituição itens ligados à responsabilidade fiscal – tais como a proibição de anulação de dotações para pagamento dos serviços da dívida por emenda parlamentar à proposta orçamentária ou a fixação de limites para o crescimento de despesas –, porém, não é novidade nem particularidade brasileira, e está relacionada à ideia de “compromisso crível”, conceito esse trabalhado no âmbito da teoria da regulação. Trata-se da necessidade de o Estado que apresente baixa credibilidade na implementação de suas políticas de comunicar as suas intenções à sociedade por meio de estratégias que poderiam parecer drásticas de outro modo, tais como estabelecer como regra constitucional a paridade cambial, a impossibilidade de alterar regras relativas a

---

<sup>87</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, pp. 69-70: “No Brasil pós-1988 há, portanto, a consolidação da supremacia do orçamento monetário, ou seja, a garantia do custo da moeda (definido pelo Banco Central e pelo Conselho de Política Monetária – COPOM, à margem do Congresso Nacional), voltado para a estabilidade monetária, sobre o orçamento fiscal.”

<sup>88</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 71-2: “A ordem econômica intervencionista e dirigente da Constituição de 1988 é isolada de seus instrumentos financeiros, cuja efetividade é medida em si mesma, sem qualquer relação com os objetivos da política econômica estatal ou da ordem econômica constitucional. A Lei de Responsabilidade Fiscal e a insana proposta de emenda constitucional instituindo o déficit nominal zero são meios de excluir o orçamento da deliberação pública, garantindo metas de política monetária muitas vezes impostas de fora e em favor de interesses econômicos privados, que desejam uma garantia sem risco para seus investimentos ou para sua especulação financeira. A implementação da ordem econômica e da ordem social da Constituição de 1988 ficaram restritas, assim, às sobras orçamentárias e financeiras do Estado. A constituição financeira de 1988 foi, deste modo, ‘blindada’. A Lei de Responsabilidade Fiscal apenas complementa este processo, ao vedar a busca do pleno emprego e a implementação de outra política financeira. Neste processo, é importante ressaltar a edição da Lei n. 10.028, de 19 de outubro de 2000, que, dentre várias medidas draconianas, tipifica como crime a promoção do déficit público.”

<sup>89</sup> BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 73: “Por outras palavras: a constituição dirigente das políticas públicas e dos direitos sociais é entendida como prejudicial aos interesses do país, causadora última das crises econômicas, do déficit público e da ‘ingovernabilidade’; a constituição dirigente invertida, isto é, a constituição dirigente das políticas neoliberais de ajuste fiscal é vista como algo positivo para a credibilidade e a confiança do país junto ao sistema financeiro internacional. Esta, a constituição dirigente invertida, é a verdadeira constituição dirigente, que vincula toda a política do Estado brasileiro à tutela estatal da renda financeira do capital, à garantia da acumulação de riqueza privada.”

concessões públicas, ou a impossibilidade de alterar o equilíbrio econômico-financeiro de contratos com a Administração<sup>90</sup>.

Conforme demonstrado anteriormente, a visão econômica neoliberal apresenta a dívida pública como um acidente, isto é, como o resultado de um desajuste entre arrecadação e despesas públicas<sup>91</sup>. Há, contudo, visão alternativa de que a dívida pública seja a própria fundadora do modo de produção capitalista e, em consequência, de uma economia monetária<sup>92</sup>. Nesta linha, afirma-se que a dívida pública foi elemento importante da própria constituição do Estado Moderno, a partir de uma aliança que se estabeleceu entre os príncipes, interessados na manutenção e no fortalecimento dos exércitos e do aparato burocrático que lhe garantiam o poder político e que demandavam recursos financeiros para ampliação, e os capitalistas, interessados na existência de uma estabilidade política e social que permitisse o desenvolvimento do comércio e a segurança das relações<sup>93</sup>.

Ao longo de sua história, a tomada de crédito pelo Estado alterou-se. Atualmente, os títulos públicos não são mais, em sua grande maioria<sup>94</sup>, emitidos na forma de documentos físicos. Não há mais, portanto, a cartularidade, que é característica essencial dos títulos de crédito. Ao contrário, os títulos públicos são emitidos de forma escritural e sua negociação

<sup>90</sup> CHANG, Ha-Joon. *The Economics and Politics of Regulation*, p. 713: “One interesting recent extension of this literature concerns the issue of ‘credible commitment’ in regulatory reform (for some recent examples, see Levy and Spiller, 1994; Willig, 1994). A government, it is argued, that suffers from a credibility problem (e.g., due to a past record of policy volatility) should deliberately take actions that limit its policy flexibility in order to make its commitment to reform credible – possible actions include things like bidding itself to some simple and rigid rules, setting up politically independent regulatory agencies, or even ‘borrowing’ the credibility of some external authorities (e.g., international financial institutions).”

<sup>91</sup> CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 33: “A primeira constatação que surge naturalmente sobre o tema é que os empréstimos são necessários todas as vezes que os gastos do Estado superam sua arrecadação ou os recursos acumulados que ele detém.”

<sup>92</sup> GRAEBER, David. *Dívida: os primeiros 5.000 anos*, p. 66: “Em 1694, uma associação de banqueiros ingleses fez um empréstimo de 1,2 milhão de libras ao rei. Como pagamento, eles ganharam o monopólio real sobre a emissão de cédulas. Na prática, isso significou que obtiveram o direito de repassar valores equivalentes a uma parte do dinheiro que o rei devia a eles para qualquer habitante do reino que quisesse realizar um empréstimo ou depositar o seu dinheiro no banco – com efeito, isso significou fazer circular ou ‘monetizar’ a dívida real recém-criada.” E mais a frente, na página 75: “Os governos usam impostos para criar dinheiro e conseguem fazer isso porque se tornaram os guardiões da dívida que todos os cidadãos têm uns com os outros. Essa dívida é a essência da própria sociedade. Ela existe muito antes do direito e dos mercados, e o dinheiro e os mercados em si não passam de modos de dividi-la em pedacinhos.”

<sup>93</sup> CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 78: “Nos sécs. XIV e XV, o avanço da estrutura de Poder Público que veio a constituir o Estado demandou maiores gastos por parte dos príncipes de então. Até mesmo para impor a sua autoridade, fez-se necessária, de forma crescente, a manutenção de exércitos e a organização da burocracia. Por essa razão, o imperativo de obter recursos para fazer frente aos gastos públicos, e mesmo aos seus privados, fez tais príncipes recorrerem à classe de financistas que cada vez mais estabelecia laços com o Estado. Entre o setor financeiro e a nascente estrutura estatal estabelecem-se laços que vão cada vez mais, até os dias atuais, aprofundar-se.”

<sup>94</sup> Exceção feita a alguns títulos emitidos no século passado ainda não apresentados para troca ou pagamento – ver artigo 5º da Lei n. 10.179/2001 e Circular BACEN n. 3.587/2012.

ocorre por meio de sistema informatizado de liquidação e custódia<sup>95</sup>, com consequências na abrangência do mercado de dívida pública e no funcionamento dos mercados globais.

A introdução da telemática na dinâmica dos negócios financeiros revolucionou a circulação dos valores mobiliários e também dos títulos públicos. A existência de títulos baseados em documentos físicos ao portador se tornou cada vez mais rara, considerando a redução expressiva dos custos de transação relacionados à existência de títulos meramente escriturais, cujo controle, custódia e transferência se dão de maneira informatizada. Ademais, a informatização resultou em melhorias na gestão da dívida pública, por meio da existência de informações mais seguras e tempestivas aos órgãos responsáveis por sua gestão<sup>96</sup>.

A existência de títulos escriturais também reduz os riscos sistêmicos relacionados à liquidação de operações com títulos, na medida em que a telemática permite que as compensações e liquidações recíprocas ocorram de forma muito mais veloz do que ocorreriam caso necessária a liquidação com títulos físicos<sup>97</sup>.

Essa revolução tecnológica ampliou o volume de negócios internacionais, com impactos sobre todo o mundo. Neste contexto, o financiamento do desenvolvimento dos países do chamado “terceiro mundo”, beneficiou-se nesse período do capital internacional disponível<sup>98</sup>. A crise de dívida dos países em desenvolvimento ao final da década de 1970, por outro lado, deu-se a partir da interrupção do paradigma das finanças internacionais até então vigente, resultante de redução drástica da liquidez internacional<sup>99</sup> e reforçando essa restrição do crédito de economias em desenvolvimento.

---

<sup>95</sup> CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 40: “Na verdade, atualmente é mais adequado considerar-se título público como o ativo ou instrumento financeiro, registrado em um sistema de negociação, que tem como devedor uma pessoa jurídica de direito público.”

<sup>96</sup> CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 58: “A informatização de todos os dados referentes aos títulos públicos, em virtude de seu caráter precipuamente escritural, permite também um controle efetivo mais direto e exato da dívida pública, facilitando a gestão governamental.”

<sup>97</sup> PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Aspectos jurídicos do pós-negociação de ações*, p. 28: “A resposta para o *Paper crunch*, ou seja, a solução para os gargalos na liquidação dos negócios jurídicos com valores mobiliários consistia na automatização dos procedimentos e na adoção da liquidação por meio eletrônico. Esta conclusão foi fundamentada pelo relatório intitulado *Clearance and Settlement in World's Securities Markets* elaborado pelo *The Group of Thirty* e publicado em 1989 (“Relatório do G30”).” Ver também CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 59.

<sup>98</sup> CHANG, Ha-Joon. *Op. cit.*, p. 709: “(...) Until the debt crisis, many developing countries could continue to finance their developments through the international capital market, and therefore could sustain their early post-war policy regimes. Nevertheless, the 1970s saw the gradual evaporations of the consensus in many developing countries on their existing models of state-led industrialisation.”

<sup>99</sup> CHANG, Ha-Joon. *Op. cit.*, p. 712: “We have already mentioned that many developing countries could sustain their early post-war policy-regimes during the 1970s thanks to the availability of cheap finance recycled by the oil-exporting countries. However, this option became increasingly expensive with the introduction of restrictive macroeconomic policies (especially high-interest policies) in the developed countries from the end of the 1970s, and finally became unsustainable with the Mexican default of 1982. With the sudden drying up of international capital, except for the most creditworthy (e.g Korea), many developing countries, mainly from Latin America and Africa, plunged into a period of prolonged recession and economic decline during this ‘lost decade of development’ (the term comes from Singh, 1990).”

No momento atual, radicaliza-se a revolução financeira proporcionada pela aplicação da telemática nos sistemas de negociação de títulos e valores mobiliários, com a entrada em ação de novos agentes, entre eles especuladores com estratégias baseadas em algoritmos de negociação de alta frequência. Neste contexto, dilui-se por completo a relação entre o título de dívida pública e a destinação dada pelo Estado aos recursos, separando-se o valor dos ativos dos fundamentos do investimento a ser realizado pelo tomador dos recursos, visando uma específica estratégia de desenvolvimento.

A entrada no mercado de novos agentes, tais como os fundos soberanos, também agrega complexidade especial ao mercado, dada a possibilidade de condução de agendas desconhecidas por parte desses novos agentes, orientados não apenas por retornos financeiros, mas também por estratégias geopolíticas de longo prazo. Mais uma vez, distanciam-se os fundamentos econômicos ou o mérito da aplicação dos recursos captados do preço dos ativos negociados.

Os fundos soberanos não são mais do que o resultado do acúmulo de reservas internacionais por parte dos países superavitários nos fluxos financeiros internacionais, o que permite a segregação de parte dos recursos em moeda estrangeira para aplicações de maior prazo<sup>100</sup>. Embora representem estoque em valores crescentes internacionalmente, o estoque de recursos detido por estes fundos, em comparação a outros *players* como *hedge funds*, *private equity funds* ou mesmo ao mercado financeiro nacional privado, ainda é reduzido, representando ainda limitada preocupação do ponto de vista da regulação financeira internacional. Este aspecto, porém, pode rapidamente se alterar a depender da velocidade de crescimento do estoque de ativos de tais fundos.

Conforme já apresentado, o Brasil historicamente sempre se apresentou como devedor internacional, posição essa consistente com a condição de país em processo de desenvolvimento. Considerando-se a posição dos ativos internacionais detidos por brasileiros em comparação aos ativos brasileiros detidos por estrangeiros, verifica-se que o Brasil ainda é devedor líquido, valendo-se de capital estrangeiro para o financiamento de sua atividade econômica<sup>101</sup>.

Por outro lado, recentemente passou-se a festejar suposta nova condição de credor internacional do país, em razão da existência de ativos financeiros por parte do país supe-

<sup>100</sup> JOHNSON, Simon. The rise of sovereign wealth funds, p. 1: "SOVEREIGN wealth funds are a fairly new name for something that's been around for quite a while: assets held by governments in another country's currency. All countries have foreign exchange reserves (these days, they're typically in dollars, euros, or yen). When a country, by running a current account surplus, accumulates more reserves than it feels it needs for immediate purposes, it can create a sovereign fund to manage those "extra" resources."

<sup>101</sup> Isto pode ser observado a partir da posição de investimentos internacional (PII), divulgada pelo Banco Central do Brasil, que em último quadrimestre de 2016 se situava em saldo devedor de US\$ 695,7 bilhões. Em outras palavras, o saldo dos ativos no exterior (ativo estrangeiro bruto) detidos pelo país era US\$ 695,7 bilhões menor que o saldo dos seus passivos com o exterior (passivo estrangeiro bruto), o que pode ser conferido em Ipeadata (<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>): Posição de Investimentos Internacional – Passivo Externo Líquido – US\$ (milhões) – Banco Central do Brasil, Posição de investimento internacional (Bacen / PII) – BPAG4\_PEL4. Metodologia do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento do FMI (6ª ed., 2009).

riores à sua dívida pública externa. A passagem do Brasil de devedor para credor internacional (o chamado “repatriamento de capitais”)<sup>102</sup>, contudo, deu-se em condições desvantajosas para o país. Tal passagem foi possível graças à emissão de títulos da dívida interna com juros superiores aos praticados na dívida externa. De maneira a compensar o risco cambial, os títulos foram emitidos conjuntamente a um aumento das operações de *swap* cambial realizadas pelo Banco Central do Brasil, expondo o país aos mesmos riscos de variação cambial existentes previamente.

## 1.2 DÉFICIT FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

### 1.2.1 A dinâmica da dívida pública

O recurso a empréstimos por parte do governo como forma de financiamento de suas despesas foi criticado amplamente no passado, sob o argumento de que desviaria recursos de setores produtivos privados<sup>103</sup>. Esse argumento era especialmente relevante no passado, quando as funções do Estado eram limitadas em relação às previstas nas modernas constituições sociais de hoje em dia, e quando o patrimônio estatal se confundia, com frequência, com o patrimônio privado do governante.

Mais recentemente, o debate se ampliou na literatura e na prática econômica, com a defesa dos gastos públicos, mesmo em situação de déficit, como forma de estímulo à demanda agregada e, conseqüentemente, de preenchimento do hiato de produção, recolocando a economia em pleno emprego. Embora tenha sido encarado no passado como elemento negativo e excepcional, o crédito está absolutamente incorporado atualmente como uma fonte ordinária de financiamento da ação do Estado<sup>104</sup>.

A compreensão do papel estabilizador que o Estado desempenha na economia foi o respaldo teórico necessário para o abandono do estrito consenso sobre a necessidade de se observar equilíbrio orçamentário em bases anuais. Até então tal equilíbrio era tido como premissa, apenas afastada em momentos críticos de guerra. A essa compreensão somaram-se demandas sociais cada vez mais fortes por maior oferta de bens e serviços públicos, modificando por completo o tamanho do Estado em relação aos períodos históricos anteriores<sup>105</sup>. Esta tendência apenas começou a ser revertida nas últimas décadas do século

<sup>102</sup> BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 629: “A essa tendência chamam os financistas ‘repatriamento de capitais’ ocorre, geralmente, quando o país devedor dos empréstimos públicos passa a credor da dívida comercial, porque exportou sem importar, geralmente em períodos de guerra.”

<sup>103</sup> ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, p. 173: “Grandes pensadores como Montesquieu, Colbert, Quesnay, Adam Smith e outros criticavam a utilização do crédito público, não apenas pelo seu uso inapropriado pelos governantes, normalmente aplicado em atividades belicosas, mas principalmente por afastar os esforços da aplicação dos recursos em áreas produtivas como a agricultura, o comércio ou a indústria, sendo direcionados à atividade financeira que, segundo eles, nada criava ou acrescentava à nação.”

<sup>104</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 24-5.

<sup>105</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 64: “Após a Segunda Guerra Mundial, a rígida regra do equilíbrio orçamentário foi substituída por regras que permitiam que as decisões orçamentárias tivessem a finalidade de amenizar a amplitude dos movi-

XX, diante das consequências do elevado endividamento estatal sobre o desempenho econômico dos países<sup>106</sup>.

O crédito público apresenta alguns efeitos econômicos importantes, tais como o auxílio no controle da inflação<sup>107</sup> – mormente quando o recurso levantado não é utilizado para financiamento de despesas correntes – e o aumento da liquidez financeira do governo em períodos de maior restrição orçamentária decorrente de momentos de retração econômica<sup>108</sup>. O principal efeito econômico do crédito público de interesse para o Direito, contudo, diz respeito à sua capacidade de deslocar no tempo os encargos financeiros de uma determinada ação estatal. Esse efeito é de especial interesse para o Direito, por conta de suas implicações sobre a Justiça, em uma perspectiva intertemporal ou intergeracional<sup>109</sup>.

---

mentos ondulatórios (ciclos) a que estavam sujeitas as condições econômicas. Um desses tipos de regras visava alcançar o equilíbrio entre receitas e despesas ao longo do ciclo econômico: sinteticamente, geração de superávits nos bons tempos para compensar o natural déficit que ocorreu ou ocorreria na fase baixa do ciclo (baixo crescimento ou recessão).

Por conta dessa mudança na compreensão política e econômica sobre a interação das finanças públicas com o desempenho econômico geral do país, as restrições fiscais foram relaxadas e as demandas sobre os governos ganharam força. Na maioria dos países democráticos, o maior volume da despesa pública passou a ser decorrente de programas e benefícios estabelecidos em leis permanentes, reduzindo a parte que a cada ano poderia ser destinada, discricionariamente, a investimentos ou consumo.

No século XX, os gastos públicos aumentaram em praticamente todos os países. Nos países desenvolvidos, aumentaram, em média, em percentagem do PIB de 28% em 1960 para 40% nos vinte anos seguintes. Essa postura de acomodação fiscal passou a ser questionada ante a deterioração do desempenho econômico após os choques do petróleo na década de 1970.”

<sup>106</sup> ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 173-4: “De fato, correntes econômicas manifestaram posições vacilantes a respeito da utilização deste instrumento de financiamento. Inicialmente, rejeitavam seu emprego, com a justificativa de que tal medida oneraria gerações seguintes e futuras por obrigações assumidas pelas anteriores. Já a partir da década de 30 do século XX, sob a influência da doutrina de Keynes, verificou-se a multiplicação da sua utilização, por considerar-se que a injeção de dinheiro na economia implicaria a ampliação dos investimentos, o desenvolvimento da indústria e dos serviços e, por consequência, geraria um aumento no emprego, na renda e nos tributos. Todavia, a partir da década de 80 do século XX, devido ao desequilíbrio orçamentário excessivo que a expansão do crédito público mundial criou, as nações ocidentais passaram a buscar uma nova forma de utilizar o crédito público, com equilíbrio e parcimônia.”

<sup>107</sup> ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 178: “O controle da inflação, ao se retirarem temporariamente os recursos financeiros de circulação, a partir da contratação dos empréstimos, com a devolução do dinheiro em momento posterior já em fase de equilíbrio e de estabilidade monetária é, também, um mecanismo utilizado juntamente com a tributação no processo de controle do consumo excessivo.”

<sup>108</sup> ABRAHAM, Marcus. *Idem, ibidem*. “Outro efeito é o de propiciar liquidez financeira e recursos para financiar o atendimento de despesas públicas em períodos de retração ou até mesmo de depressão econômica, complementando a função dos tributos, uma vez que nesses períodos de baixa produtividade, consumo e investimentos, as receitas tributárias se reduzem, na medida em que a produtividade em geral é afetada negativamente.”

<sup>109</sup> ABRAHAM, Marcus. *Idem, ibidem*. “O primeiro reflexo percebido pelo financista seria o de que as gerações futuras partilhariam as despesas da atualidade, como um processo de repartição de encargos no tempo, diferentemente do que ocorre em regra com a tributação que divide o gravame entre os indivíduos no mesmo período. O benefício das gerações futuras se originaria no resultado dos investimentos realizados e concretizados a partir da contratação dos empréstimos, compartilhando o ônus com as gerações presentes.”

Ademais, a dívida pública não possui modernamente apenas a finalidade de suprir os recursos necessários para cobertura de déficits pontuais do Estado. A dívida pública também apresenta como função macroeconômica a sua instrumentalidade na execução da política monetária<sup>110</sup>, por meio do balizamento da criação de uma curva de juros que sirva de referencial para os financiamentos ao setor privado.

O acompanhamento da sustentabilidade fiscal de um país ocorre normalmente por meio do critério da evolução da dívida líquida do setor público, que engloba as obrigações do setor público não financeiro deduzidas dos ativos financeiros de titularidade do setor público. De maneira mais completa, porém igualmente mais complexa, argumenta-se a favor de uma medida mais abrangente, que inclua entre os ativos aqueles de natureza não financeira, tais como ações de empresas e imóveis, e entre os passivos, também os passivos contingentes<sup>111</sup>.

Ao tratar de dívida pública, é importante de antemão fixar alguns conceitos que permitirão delimitar o fenômeno. O primeiro conceito que vale delimitar diz respeito ao que se entende por “setor público” no Brasil. Como demonstrado, muito se discute mundialmente na literatura econômica a respeito da abrangência das estatísticas fiscais, havendo vantagens e desvantagens em cada abordagem. No caso brasileiro, o “setor público” engloba a administração direta, autárquica e fundacional de todos os entes federais, suas respectivas empresas estatais, o Banco Central do Brasil e a Previdência Social, na figura do Instituto Nacional de Seguro Social<sup>112</sup>.

A partir dessa delimitação são apresentados alguns conceitos acessórios, como o de “governo central”, que abrange o Tesouro Nacional, o INSS e o Banco Central; o de “governo federal”, que abarca o Tesouro Nacional e o INSS apenas; o de “governo geral”, que abrange os governos federal, estadual e municipal; o de “governos regionais”, que captura os governos estaduais e municipais apenas; e, o de “empresas estatais”, que engloba as estatais federais, estaduais e municipais<sup>113</sup>.

Do ponto de vista meramente contábil, a variação da dívida pública é obtida por meio da variação das suas componentes, dívida interna, dívida externa e base monetária<sup>114</sup>. Con-

---

<sup>110</sup> Sobre a importância dos títulos públicos na gestão macroeconômica ver CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 50.

<sup>111</sup> SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. Conceito e estatísticas da dívida pública, p. 102: “Um ponto importante a destacar é que o conceito de dívida líquida é o que mais comumente se utiliza para fins de acompanhamento da sustentabilidade fiscal de um país. O Fundo Monetário Internacional (FMI) defende inclusive a criação de um conceito mais amplo, que representaria o ‘patrimônio público’, o qual incluiria ativos não financeiros, como ações de empresas estatais e imóveis, e passivos contingentes, dentre outros itens.”

<sup>112</sup> SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Op. cit.*, p. 101.

<sup>113</sup> SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Idem, ibidem*.

<sup>114</sup> A base monetária e as operações compromissadas do Banco Central com o setor privado integram a Dívida Pública Federal (DPF) e, conseqüentemente, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), para fins de estatísticas fiscais. SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Op. cit.*, p. 109. A semelhança entre o papel-moeda, isto é, a base monetária na sua origem, e os empréstimos públicos não é recente e remonta à própria história dos padrões de emissão do papel-moeda como representante fiduciário de um montante entesourado pelo Estado. Ver, neste sentido, CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 79:

tudo, do ponto de vista econômico, temos que essa variação é decorrência de três variáveis fundamentais, relacionadas à política macroeconômica: superávit primário, juros sobre a dívida interna e juros sobre a dívida externa<sup>115</sup>. Essa identidade contábil deixa clara uma verdade inescapável, qual seja a de que o Estado possui apenas três formas de financiar seus gastos: (i) operações de crédito junto ao setor privado; (ii) tributação; e, (iii) emissão de moeda. Cada uma dessas alternativas apresenta vantagens e desvantagens, tanto de natureza política, quanto de natureza macroeconômica.

As operações de crédito junto ao setor privado tornam o governo mais vulnerável a possíveis diminuições da liquidez internacional, que podem subitamente restringir o crédito. Esse fator é ainda mais marcante quando se trata de endividamento externo, na medida em que o seu pagamento dependerá da disponibilidade de moeda estrangeira em poder do país no momento do vencimento da dívida<sup>116</sup>.

O financiamento do déficit público no sistema bancário nacional evita os riscos inflacionários do seu financiamento pelo Banco Central, na forma de emissão de moeda. Contudo, apresenta efeito de restrição do crédito ao setor privado, por meio da elevação da taxa de juros, em decorrência da elevação da demanda total por crédito. Esse efeito é chamado de “*crowding-out*” e o seu grau dependerá, entre outras variáveis, do grau de abertura do país aos fluxos financeiros internacionais, dado que uma elevação dos juros, sob plena liberdade de fluxos financeiros, tenderá a estimular maior entrada de capitais internacionais em busca de melhores retornos<sup>117</sup>.

---

“Essa aproximação entre os títulos públicos e a moeda corrente foi uma constante na época, em especial diante da prática cada vez mais comum de emissão de papel-moeda pelos Estados. Com efeito, era em voga então a noção de que o papel-moeda somente deveria ser lançado adequadamente em contrapartida à existência de lastro entesourado. Tratava-se de uma espécie de representação documental de uma quantidade de metal precioso mantida nos cofres do Tesouro. Contudo, devido a crises financeiras de naturezas diversas, para financiar suas atividades, o Poder Público lançava mão da emissão de papéis sem a presença de lastro respectivo, fator esse que levava à conclusão de que se tratava de algo semelhante a um empréstimo. Ademais, diante de certas características típicas, como a circulação ao portador e mesmo o curso forçado, os títulos que nasciam como espécie de empréstimo efetivamente circulavam como dinheiro corrente.” A inclusão das operações compromissadas na dívida pública se justifica em razão do risco que geram de financiamento do Tesouro por parte do Banco Central indiretamente valendo-se do sistema bancário, cf. BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 637: “Se, porém, essa técnica for levada ao extremo, como sucede na premente necessidade do Tesouro em tempo de guerra, há perigo de ela degenerar no terceiro método – emissão de bilhetes do Tesouro com as costumeiras repercussões inflacionárias. Isso acontece quando os títulos públicos adquiridos pelos bancos comerciais são admitidos como garantias para redesconto ou empréstimos, que eles, por sua vez, levantam no Banco Central.”

<sup>115</sup> ROCHA, Fabiana. Déficit público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações, p. 494.

<sup>116</sup> TANZI, Vito. *Fiscal deficit measurement: basic issues*, p. 30: “Many countries have had to face two realities in the past decade. The first is the debt crisis, which has sharply reduced the developing countries’ access to external resources and has made it highly desirable for them to grow at a sustained pace so as to reduce their debt burden over time. The second is that excess demand, originating from the public sector, has been at least partially responsible for the balance of payment difficulties that many of these countries have encountered. These two realities require that the public sector’s claims on the economy be reduced while at the same time the productive capacity of the economy is stimulated.”

<sup>117</sup> BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. The choice between external and domestic debt in financing budget deficits: the case of central and west african countries, p. 9: “Domes-

O crédito externo, embora tenha sido internalizado na memória coletiva brasileira como algo negativo, apresenta também claros pontos positivos a serem levados em consideração na composição da estrutura de capital de um ente público interessado em financiar o seu déficit. Entre os benefícios do crédito externo em relação às demais possibilidades de financiamento, tem-se o fato de que o crédito externo apresenta menor probabilidade de resultar no efeito *crowding-out*, ao mesmo tempo em que elimina a tentação de o governo gerar inflação como forma de reduzir o valor real do estoque de dívida. Assim, pode-se dizer que, em alguma medida, o crédito externo seja um indutor de maior disciplina monetária, especialmente se se considerar que maior inflação, pela teoria da paridade internacional de preços<sup>118</sup>, tende a produzir depreciação cambial, o que no caso de haver dívida nomeada em moeda estrangeira, resultará em ampliação da dívida total do ente público. Destarte, a existência da dívida representará um desincentivo ao financiamento do governo por meio da emissão inflacionária de moeda<sup>119</sup>.

A relação entre a balança de pagamentos e o endividamento de uma nação é uma simples condição contábil, que independe do modelo ideal de economia que se adote. Considerando que há identidade contábil entre os ativos do setor financeiro e os seus passivos, assim como reconhecendo que os passivos do setor financeiro consistem justamente nos meios de pagamento à disposição do setor não financeiro da economia, uma elevação dos ativos do setor financeiro ocasionada por um aumento do endividamento público ou privado, levará, necessariamente a um aumento dos meios de pagamento ou a uma redução na posição dos ativos líquidos externos. Finalmente, considerando que a balança de pagamentos reflete a variação líquida na posição dos ativos e passivos internacionais, provocada por fatos relacionados à balança comercial, de serviços, por transferências unilaterais ou pela realização ou pagamento de empréstimos com o exterior, conclui-se, por identidade contábil, que, se for do interesse do país o controle dos meios de pagamento por razões de política monetária, isso levará, necessariamente, sob um quadro de déficit fiscal, a uma piora na posição externa desse mesmo país.

---

tic borrowing from the banking system (excluding the central bank) and the private sector requires a relatively well-developed financial intermediation system. It reduces inflationary pressures and the risk of external debt crises. However, it tends to have a crowding-out effect on private investment (above all when there are restrictions on capital flows) and thus penalize growth.”

<sup>118</sup> Sobre o tema ver KRUGMAN, Paul; OBSFELFD, Maurice. *Economia internacional*, p. 276: “Assim, concluímos que: um aumento na oferta de moeda de um país faz com que sua moeda se deprecie no mercado de câmbio. Ao percorrer a Figura 14.8 no sentido contrário, pode-se ver que uma redução na oferta de moeda de um país faz com que sua moeda se aprecie no mercado de câmbio.”

<sup>119</sup> BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. *Idem, ibidem*. “External borrowing often appears attractive because of lesser crowding-out effects on private investment, and reduced risks of inflationary pressures. Moreover, resorting to external financing can induce greater fiscal and monetary discipline, since it eliminates any incentive the government might have to generate inflation in order to reduce the real debt burden. However, theory needs highly restrictive conditions to establish these advantages, while empirical studies suggest that external financing is not a panacea for governments (see de Fontenay, Milesi-Ferretti, and Pill; Gray, 1996; and Gray and Woo, 2000). Although government external borrowing does not directly affect domestic interest rates and the supply of loanable funds, it may also crowd out private investment through its impact on prices or the nominal exchange rate (in a flexible or managed exchange rate regime).”

Finalmente, a emissão de moeda tem a vantagem de poder ser rapidamente mobilizada para o financiamento da ação do Estado. Contudo, na medida em que a emissão de moeda não seja acompanhada da expansão do produto da economia, tal expansão tenderá a reduzir o poder de compra da moeda à disposição da população, reduzindo a sua renda disponível para consumo da mesma forma que um tributo<sup>120</sup>. De forma mais grave que um tributo, porém, tal perda de poder de compra se opera sem o debate democrático e sem os limites constitucionais normalmente relacionados à criação ou aumento dos tributos. Além disso, o “imposto inflacionário” tende a prejudicar mais fortemente às classes mais baixas da população, incapazes de acessar o setor financeiro para a aplicação defensiva dos seus recursos contra os efeitos da inflação, inclusive por meio da manutenção de depósitos em moeda estrangeira fora do país, como parte relevante da população mais abastada acostumou-se a praticar no Brasil.

Nesta ordem de considerações, argumenta-se que a origem da inflação no Brasil nos anos 1980 encontra-se no desequilíbrio das contas públicas. Ao mesmo tempo em que a inflação mascarava a ausência de recursos suficientes para fazer frente às despesas, em razão do efeito Tanzi-Bacha<sup>121</sup>, era ela reforçada pelos recorrentes déficits públicos, financiados pela expansão monetária do período<sup>122</sup>.

A inter-relação existente entre a política fiscal e a política monetária é conhecida na literatura econômica há muitas décadas. Thomas Sarjent e Neil Wallace demonstraram, por exemplo, em 1981, as formas de coordenação entre ambas as políticas e as condições de eficácia da política monetária no combate à inflação. Explicando o conceito de “dominância monetária” e “dominância fiscal”, os autores defenderam que a plena capacidade da autoridade monetária em conduzir a inflação apenas existe em um contexto de independência para definição da base monetária. Neste contexto, a autoridade fiscal não poderia contar com receitas de *seignorage* além das previamente estabelecidas na estratégia da autoridade monetária, vivenciando uma verdadeira condição de restrição orçamentária a condicionar a condução da política fiscal<sup>123</sup>.

<sup>120</sup> BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. *Op. cit.*, p. 8: “The budget deficit can be covered directly by money creation by the central bank or, more generally, by increased credit of the banking system. The direct cost can be minimal or even nil, but macroeconomic risks are substantial. Excessive monetary financing results in excess overall demand, which, in turn, translates, into inflation or, under a fixed exchange rate, pressure on the balance of payments.”

<sup>121</sup> Sobre o assunto, ver BACHA, Edimar. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *passim*. Ver também GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*, pp. 124-6.

<sup>122</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 43: “Na raiz do processo inflacionário que o Brasil viveu nas décadas de 1980 e 1990 estava o descontrole fiscal, com repercussão no aumento da dívida pública. As consequências negativas para o desenvolvimento econômico advindas da constatação e percepção de descontrole fiscal pelos agentes econômicos são conhecidas: aumento da taxa de juros requerida pelos compradores de títulos públicos, redução dos níveis de investimentos, redução da taxa de criação de empregos e, conseqüentemente, diminuição do bem-estar social.”

<sup>123</sup> SARJENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic, pp. 1-2: “On the one hand, imagine that monetary policy dominates fiscal policy. Under this coordination scheme, the monetary authority independently sets monetary policy by, for example, announcing growth rates for base

Por outro lado, sob o contexto de dominância fiscal, a autoridade monetária não possui completa liberdade para a definição da base monetária, pois a demanda por títulos públicos representaria um limite superior aos déficits orçamentários sem a receita de *seignorage*. Em outras palavras, sem a emissão de moeda para financiamento do déficit público, restaria tão somente o recurso ao mercado de crédito, com o aumento do estoque de dívida no mercado. Contudo, a demanda por títulos públicos não é infinita e, mesmo a juros elevados, encontrará um limite superior a partir do qual os déficits se tornam infanziáveis sem que se recorra à emissão de moeda. Nos casos em que a taxa de juros da dívida pública é superior à taxa de crescimento da economia, essa é uma consequência matemática, pois o aumento da dívida pública levará à necessidade de financiamento da própria despesa de serviços da dívida pública por meio de receita de *seignorage*<sup>124</sup>.

A importância desta análise não reside no modelo matemático utilizado, mas no realce que confere à dinâmica que ocorre entre a autoridade monetária e a autoridade orçamentária. Essa dinâmica remete à discussão acerca dos desenhos institucionais existentes, conseqüentemente, das normas jurídicas utilizadas na criação e no reforço das referidas instituições. Essa dinâmica é permeada não apenas por considerações de ordem estritamente técnica, mas em âmbito de discussão fortemente politizada<sup>125</sup> e na qual destaca-se o resultado de comportamentos estratégicos.

A teoria dos jogos tem alguma contribuição a dar nesse ponto. Se a manutenção dos déficits é decorrência de uma crença da autoridade orçamentária de que a autoridade monetária não deixará de emitir moeda para socorrer o orçamento em caso de interrupção do

---

money for the current period and all future periods. By doing this, the monetary authority determines the amount of revenue it will supply the fiscal authority through seignorage. The fiscal authority then faces the constraints imposed by the demand for bonds, since it must set its budgets so that any deficits can be financed by a combination of the seignorage chosen by the monetary authority and bond sales to the public. Under this coordination scheme, the monetary authority can permanently control inflation in a monetarist economy, because it is completely free to choose any path for base money.”

<sup>124</sup> SARJENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. *Op. cit.*, p. 2: “The monetary authority’s inability to control inflation permanently under these circumstances follows from the arithmetic of the constraints it faces. Being limited simply to dividing government debt between bonds and base money and getting no help from budget surpluses, a monetary authority trying to fight current inflation can only do so by holding down the growth of base money and letting the real stock of bonds held by the public grow. If the principal and interest due on these additional bonds are raised by selling still more bonds, so as to continue to hold down the growth in base money, then, because the interest rate on bonds is greater than the economy’s growth rate, the real stock of bonds will grow faster than the size of the economy. This cannot go on forever, since the demand for bonds places an upper limit on the stock of bonds relative to the size of the economy. Once that limit is reached, the principal and interest due on the bonds already sold to fight inflation must be financed, at least in part, by seignorage, requiring the creation of additional base money. Sooner or later, in a monetarist economy, the result is additional inflation.”

<sup>125</sup> Como exemplo desse tipo de debate institucional permeado por considerações técnicas e políticas, ver os artigos de Gustavo Franco (“O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária”), de Cláudio Jaloretto (“Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais”), e de Alcides Ferreira (“Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional”), respectivamente, sobre a formação do CMN, BCB e STN no Brasil. Todos os artigos de encontram em BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*, citado entre as referências do presente trabalho.

financiamento, então, a estratégia ótima da autoridade orçamentária é manter o seu plano de déficits recorrentes. Contudo, se for crível a ameaça de não socorro da autoridade monetária, então, a interrupção por completo do financiamento pode se tornar um cenário a ser evitado a todo custo pela autoridade orçamentária<sup>126</sup>.

Nesta ordem de considerações, uma importante medida na estruturação de uma gestão profissional de dívidas públicas no Brasil deu-se com a proibição de emissão de títulos públicos pelo Banco Central. Com isso, objetivou-se a segregação definitiva na atividade de gestão fiscal e de gestão monetária<sup>127</sup>. Nada obstante, discute-se atualmente a criação de autorização ao Banco Central para recebimento de depósitos remunerados, de maneira a evitar a utilização das operações compromissadas, que afetam sobremaneira o nível de endividamento público, na execução da política monetária<sup>128</sup>. Mantida a separação entre o Caixa do Tesouro Nacional e o caixa da autoridade monetária, a redução da

<sup>126</sup> SARJENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. *Op. cit.*, p. 7: “The other crucial assumption that we have made is that the path of fiscal policy  $D(t)$  is given and does not depend on current or future monetary policies. This assumption is not about the preferences, opportunities, or behavior of private agents, as is our first crucial assumption, but is, rather, about the behavior of the monetary and fiscal authorities and the game that they are playing. Since the monetary authority affects the extent to which seignorage is exploited as a revenue source, monetary and fiscal policies simply have to be coordinated. The question is, Which authority moves first, the monetary authority or the fiscal authority? In other words, Who imposes discipline on whom? The assumption made in this paper is that the fiscal authority moves first, its move consisting of an entire  $D(t)$  sequence. Given that  $D(t)$  sequence, monetary policy must be determined in a way consistent with it, if that is possible. [As we have seen, it may not be possible if the  $D(t)$  sequence is too big for too long.] Given this assumption about the game played by the authorities, and given our first crucial assumption, the monetary authority can make money tighter now only by making it looser later.”

<sup>127</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, pp. 16-17: “O primeiro passo dessas reformulações foram as medidas legais, isto é, a modernização da legislação que disciplina as práticas da gestão da dívida. Um exemplo que pode ser citado nesse quesito foi a proibição da emissão de títulos em mercado pelo Banco Central. Em seguida, houve uma reestruturação da área do Tesouro diretamente responsável pelo gerenciamento da dívida pública. A Secretaria-Adjunta da Dívida Pública passou a ser dividida em três áreas, relativas às atividades de back, middle e front office. Além disso, foi criado um Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal formado pelo secretário-adjunto, pelos chefes de cada office e por coordenadores da Secretaria-Adjunta. O comitê teria funções importantes, como definir as diretrizes de médio e longo prazos para a Dívida Pública Federal e também as estratégias de curto prazo.”

<sup>128</sup> Nesse sentido, JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais, p. 81: “Nesse sentido, a possibilidade de utilização de títulos próprios para o manejo da liquidez é desejável, pois o BC não estaria dependente da emissão de títulos pelo governo, o que lhe dá maior autonomia para operar a política monetária. De outro lado, há 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.” E na nota 27: “A proibição de emitir títulos não teve fundamentação econômica alguma e não constava da proposta encaminhada pelo governo ao Congresso. Foi inserida pelo relator na Câmara dos Deputados, deputado Pedro Novais, após reunião no Ministério do Orçamento e Gestão, que contou com a participação do deputado e assessores, representantes do Ministério do Orçamento e Gestão, do Ministério da Fazenda e do Banco Central. O deputado insistia em submeter todas as operações do BC ao Orçamento Fiscal, sob o argumento de que a emissão de títulos próprios pelo BC estaria aumentando a dívida pública e, portanto, camuflando despesas. Para superar o impasse, o então diretor do BC, Sérgio Werlang, propôs a proibição do BC de emitir títulos, com uma carência de dois anos.”

utilização de operações compromissadas com títulos públicos para o controle da liquidez poderia dar ainda maior credibilidade à proibição de financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central.

Em geral, considera-se a dívida pública sob controle quando o seu nível em relação ao produto da economia é mantido estável<sup>129</sup>. Tecnicamente, fala-se em solvência intertemporal do governo quando, trazidos a valor presente, os superávits primários esperados para o futuro são equivalentes ao valor atual da dívida<sup>130</sup>. Esta condição é chamada de “condição de jogo não Ponzi”, que equivale a dizer que os emprestadores não estão dispostos a financiar eternamente o governo, sem que o principal da dívida seja pago, senão com emissão de novas dívidas<sup>131</sup>. Isto não implica dizer que o governo não deve incorrer em déficits. Eles são não apenas possíveis, mas, em diversos casos, necessários. Implica, portanto, apenas dizer que deve haver pontos de inflexão da política fiscal, nos quais os déficits passam a superávits<sup>132</sup>.

A dinâmica da dívida pública apresenta um comportamento complexo, que pode resultar em crises de confiança na capacidade de pagamento do ente público, como decorrência do seu crescimento em percentual superior ao crescimento da riqueza total de um país medida pelo PIB. Isto, pois o crescimento da dívida pública em relação ao PIB implicará em um comprometimento cada vez maior do PIB para pagamento de juros sobre o estoque da dívida.

Argumenta-se que, neste cenário, caso não seja possível fazer frente, por meio de superávits primários, ao pagamento dos juros devidos, o déficit realimentará o saldo da dívida pública, por meio da emissão de nova dívida, em círculo vicioso apenas capaz de ser interrompido por ajuste fiscal que eleve o superávit fiscal para pagamento da dívida, em relação ao PIB, interrompendo a trajetória de crescimento da dívida e restabelecendo a confiança dos emprestadores na capacidade de pagamento do país<sup>133</sup>. A crise de confiança, porém, nestes casos, costuma se apresentar como uma “profecia autorrealizada”.

---

<sup>129</sup> ROCHA, Fabiana. *Op. cit.*, p. 495.

<sup>130</sup> COSTA, Carlos Eugênio Ellery Lustosa da. Sustentabilidade da dívida pública, 81: “A dívida pública de um país é considerada sustentável se a restrição orçamentária do governo pode ser satisfeita sem ruptura nas políticas monetária e fiscal. Como vamos esclarecer ao longo do capítulo, isso implica que o valor da dívida pública não deve ser superior ao valor presente de todos os superávits primários futuros.”

<sup>131</sup> ROCHA, Fabiana. *Op. cit.*, p. 496: “Para isso acontecer, a dívida deve crescer mais lentamente do que a taxa de juros. Essa condição de jogo não Ponzi é justificada com o argumento de que os emprestadores não estão dispostos a permitir que o governo perpetuamente pague sua dívida corrente simplesmente emitindo dívida nova. Se esse fosse o caso, a dívida cresceria a uma taxa igual à taxa de juros, e a dívida descontada em (10) não convergiria para zero.”

<sup>132</sup> ROCHA, Fabiana. *Op. cit.*, p. 496: “Um governo pode efetivamente gerar déficits grandes e persistentes e ser considerado solvente desde que seja capaz de gerar superávits de tamanho apropriado em algum momento futuro. Assim, embora a condição de solvência requeira um ‘turning point’ de déficits para superávits, ela não diz nada a respeito do timing e da natureza dessa mudança.”

<sup>133</sup> BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. *Op. cit.*, pp. 22-3: “The primary deficit and interest due on debt can be financed either by contracting new debt or by tapping alternative sources of finance such as privatization receipts (divestiture of assets) or the gains from seignorage (generated by monetary creation). If the overall deficit (including interest) is greater than the nondebt-related financing sources, the government must issue new debt (in addition to any amount needed to

Assim, afirma-se que a análise da equação que descreve a evolução da relação entre dívida pública e produto da economia como resultado da dívida no período anterior, da taxa de juros, da taxa de crescimento, da receita de senhoriagem e do superávit primário, deixaria clara a ideia de que o adiamento de um ajuste fiscal necessário teria por consequência a necessidade de um ajuste fiscal ainda maior em momento futuro<sup>134</sup>. Esse aspecto traz à luz a questão de deixar “a conta para ser paga” por gerações futuras, como será analisado à frente.

A dívida pública pode ser encarada de forma ampla ou de forma restrita. No primeiro caso, incluir-se-iam no conceito todas as obrigações financeiras do Estado, independentemente da origem. Assim, a dívida pública englobaria não apenas o resultado de operações de empréstimos de longo prazo, mas também eventual déficit previdenciário, saldo não quitado de precatórios judiciais, garantias concedidas, salários vencidos, faturas a pagar de fornecedores, entre outras<sup>135</sup>. No segundo caso considerar-se-iam apenas as dívidas financeiras do Estado, decorrentes de contrato de mútuo ou de contrato de abertura de crédito.

A gestão da dívida pública em países em desenvolvimento sempre foi uma tarefa complexa, especialmente em razão dos maiores riscos envolvidos e do mercado financeiro pouco desenvolvido, o que se reflete em maior dificuldade de obtenção de recursos a pra-

---

refinance existing debt). Everything else equal, interest on the public debt will increase in line with the volume of debt outstanding, thereby widening the budget deficit and requiring further issuance of debt. Moreover, the government will likely need to offer higher interest rates to encourage savers to hold an increasing volume of public debt. At some point, interest on the existing debt and the budget deficit itself could be such that it becomes impossible to finance the deficit by government borrowing. (...)

As long as the primary deficit exceeds the sum of receipts and other nondebt-related financing, and as long as the real interest rate exceeds the rate of growth of the economy, the ratio of debt to GDP will continue increasing to an unsustainable level. Public debt may be deemed sustainable in the medium and long term if the ratio of the debt to GDP does not tend to increase continually. While there is no absolute criterion for establishing the maximum tolerable level for this ratio, levels above 80 percent of GDP are likely to result in serious debt-servicing difficulty, above all if domestic saving is weak and there is little demand for government bonds.” (p. 22-3).

<sup>134</sup> GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*, p. 231: “... adiar o ajustamento tende a torná-lo cada vez mais difícil, pois a postergação das medidas destinadas a obter esse ajuste implica a persistência de déficits, que por sua vez geram um aumento da dívida pública, que tende a realimentar através da conta de juros os déficits em períodos subsequentes, tornando o ajustamento requerido progressivamente maior.”

<sup>135</sup> ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 184: “A dívida pública propriamente dita representa o somatório das obrigações do Estado perante todos os seus credores referentes aos empréstimos públicos contraídos no mercado interno ou externo, seja através dos contratos diretos com instituições financeiras ou demais credores, seja pela emissão de títulos, para financiar as despesas públicas não cobertas pelas receitas públicas ordinárias, especialmente as tributárias. Há quem inclua, também, no conceito de dívida pública as garantias prestadas pelo Estado, uma vez que estas podem se converter em obrigação. Mas sob a ótica de um conceito mais amplo, é comum a referência à dívida pública consolidada, que engloba as obrigações relativas aos empréstimos de longo prazo, juntamente com todas as demais obrigações estatais, tais como as obrigações previdenciárias, com o pagamento de salários, aquisição de móveis ou imóveis, pagamento de fornecedores e prestadores de serviços, precatórios etc.”

zos e juros administráveis<sup>136</sup>. Até o final da década de 1990, no Brasil, o foco da gestão da dívida pública sempre foi o curto prazo. Isso foi decorrência do cenário macroeconômico desajustado, com elevada inflação, com falta de clareza quanto às variáveis de longo prazo, e da incerteza política. O cenário vem se alterando, contudo, com a implantação do regime de metas de inflação<sup>137</sup>, permitindo aos agentes econômicos obter maior previsibilidade quanto às variáveis macroeconômicas do país. Favoreceu um maior controle do endividamento público, em paralelo, a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal e a implantação de plano de ajuste fiscal para os Estados e Municípios da Federação<sup>138</sup>.

Ao contrário dos Estados e Municípios, a dívida pública da União é fundamentalmente mobiliária e é administrada por meio de quatro tipos distintos de títulos: (i) pré-fixados; (ii) indexados ao dólar; (iii) indexados à inflação; (iv) indexados à uma taxa de juros. Os títulos pré-fixados apresentam menor risco ao governo, ao mesmo tempo em que ajudam na formação da curva de juros do país. Por outro lado, trazem maior risco ao investidor, que fica sujeito às oscilações de curto prazo na taxa de juros. Por este motivo, normalmente são títulos de vencimento mais curto. Os títulos indexados ao dólar auxiliam no atendimento à demanda por *hedge* cambial, aumentando o interesse do investidor estrangeiro ao título. Contudo, expõe o governo ao risco cambial, permitindo a contaminação da política fiscal pela política cambial. Os títulos indexados à inflação permitem ancorar as expectativas de inflação e alongar os prazos de dívida. Por outro lado, o governo suporta o risco inflacionário e, conseqüentemente, essa modalidade de título pode acarretar a contaminação da política fiscal pela política monetária. Este também é o caso para os títulos indexados à taxa de juros<sup>139</sup>.

Embora a taxa de juros seja mecanismo utilizado para controle da inflação, é reconhecido na literatura o fato de que a elevação da taxa nominal de juros, no curto prazo, está associada a uma elevação da taxa de inflação. Obviamente, associação não implica causalidade e tal fenômeno se explica pelo chamado “efeito Fisher”, que consiste no fato de que a taxa real de juros, tudo o mais constante, não se altera simplesmente pela ocorrência de inflação, o que ocorre em virtude do movimento da taxa nominal de juros<sup>140</sup>.

<sup>136</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Administração da dívida pública: um estudo para o caso brasileiro*, p. 7.

<sup>137</sup> Vale frisar que a inflação não é necessariamente um mal, podendo servir como maneira de reativação da economia em casos de existência de capacidade ociosa, cf. BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 642: “Em resumo, a inflação, como instrumento fiscal, deve ser considerada em relação à oportunidade, à medida e ao emprego feito dos recursos dela. Para o governante, por vezes, não há escolha: é o meio único em determinado momento. E pode acontecer que, nos períodos de depressão, as emissões produzam efeitos benéficos, suscitando progressivo emprego dos fatores desocupados sem inflação ou apenas com semi- inflação, até que todos eles venham a ser utilizados.”

<sup>138</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Idem, ibidem*.

<sup>139</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 8.

<sup>140</sup> Sobre o “efeito Fisher”, ver KRUGMANN, Paul; OBSTFELD, Maurice. *Economia internacional*, p. 296: “(...) A equação nos diz que, permanecendo tudo o mais constante, um aumento na taxa de inflação esperada de um país acabará causando um aumento igual na taxa de juros que os depósitos de sua moeda oferecem. De forma semelhante, uma queda na taxa de inflação esperada acabará causando uma queda na taxa de juros.”

Portanto, neste caso, a causalidade seria invertida, podendo-se afirmar que a taxa de inflação é que estará causando, salvo ação externa, a elevação da taxa nominal de juros<sup>141</sup>.

Esse movimento dos juros nominais como uma decorrência da elevação da inflação apresenta consequências para a dinâmica da dívida pública e para o déficit público. Tais consequências serão tanto mais graves quanto mais elevada for a participação de contratos ou títulos a juros pós-fixados e em moeda nacional na totalidade da dívida pública. Essa realidade deixa evidente a fragilidade do argumento de que a inflação favoreceria as contas públicas, auxiliando no pagamento da dívida. Tal realidade apenas ocorre sob situação muito específica, sendo pouco provável a sua recorrência e continuidade em cenário de instabilidade econômica e inflação elevada<sup>142</sup>.

A primeira providência para uma gestão eficaz da dívida pública é a sua gestão centralizada. Contudo, isso não foi sempre percebido na história das Finanças Públicas, sendo a própria expressão “dívida consolidada” o resultado deste esforço de consolidação dos diferentes resultados fiscais apurados por órgãos descentralizados e com poderes para produzir o endividamento estatal<sup>143</sup>.

A distinção frequente entre dívida flutuante e dívida fundada, também presente no direito brasileiro, embora possa, em alguma medida, ser tarefa difícil em razão da ausência de uniformidade do tema na ciência das finanças<sup>144</sup>, possui sérias consequências jurídicas,

<sup>141</sup> TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. Effects of inflation on measurement of fiscal deficits: conventional versus operational measures, p. 201: “The growth of interest payments in an inflationary situation is often explained by the Fisher effect, which indicates that during an inflationary period the nominal rate of interest tends to approximate the real rate that would have prevailed in the absence of inflation plus the expected rate of inflation. Although in actual situations nominal interest rates may increase by more than the level hypothesized by Fisher, there should be no question that when the expected rate of inflation rises, the nominal rate of interest also rises unless artificially constrained by governmental action.”

<sup>142</sup> TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Op. cit.*, p. 204: “Therefore, in the presence of inflation, and provided that the domestic debt is in short-term instruments, the share of the conventional fiscal deficit relative to GDP becomes a function of (1) the rate of inflation, (2) the size of the domestic public debt, and (3) the domestic and external composition of total public debt. Countries whose public debt is held all in foreign currencies will not have their fiscal deficits as shares of GDP affected by their inflation rate, irrespective of the magnitude of such debt. Countries whose debt is held in the form of floating interest domestic debt will, on the contrary, have a fiscal deficit that depends on the rate of inflation and on the magnitude of their public debt. This asymmetry results only from the convention that while all nominal interest payments (including the inflation premium contained in the nominal interest rate) are considered expenditures, and thus contribute to the fiscal deficit, amortization payments are not considered expenditures and thus do not contribute to the increase in the deficit as conventionally measured. During high inflation, the rate at which a country is implicitly forced to amortize its debt increases but the de facto amortization is not recognized as such. The higher is the rate of inflation the faster is the implicit amortization.”

<sup>143</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 87: “A designação de consolidada ou fundada atribuída a este tipo de dívida pública se deve à unificação em um fundo único – designado consolidated ou funded – das dívidas antes vinculadas a fundos diversos, com administrações autônomas. O rei Jorge III da Inglaterra – observando que algumas entradas eram superiores às despesas a que se destinavam, e outras inferiores – para evitar a multiplicidade de fundos e encargos administrativos correlatos, determinou a consolidação dos mesmos, em 1715.”

<sup>144</sup> A este respeito vale digressão metodológica ao pensamento de Túlio Ascarelli, ao reforçar a importância de que as classificações jurídicas se apoiem em critérios formais, como maneira de se atingir a necessária

na extensão em que se autoriza a intervenção federal nos estados ou destes nos municípios, em caso de não pagamento, por dois anos consecutivos, apenas da dívida fundada<sup>145</sup> e não da dívida flutuante.

A principal distinção entre ambas as formas de dívida consiste no objetivo de sua constituição. No caso da dívida fundada, objetiva-se a obtenção de recursos suficientes ao aumento do patrimônio público em igual montante, por meio da aquisição ou construção de ativos no Estado, que permanecerá disponível para o futuro. Já a dívida flutuante objetiva financiar desequilíbrio de curto prazo ocasionado na administração das despesas correntes ordinárias<sup>146</sup>. É o caso, por exemplo, das operações de crédito por antecipação de receitas que visam a permitir melhor gestão financeira do fluxo de caixa, suavizando os efeitos da sazonalidade da arrecadação sobre a capacidade de pagamento do Estado<sup>147</sup>.

Geraldo Ataliba é crítico ao conceito do artigo 92 da Lei n. 4.320/1964, chamando atenção à não inclusão no rol das dívidas flutuantes das operações de crédito por antecipação de receitas, ao mesmo tempo em o dispositivo listaria itens que nem mesmo poderiam ser considerados créditos próprios, mas apenas créditos públicos em sentido impróprio<sup>148</sup>.

Crítica semelhante poderia ser endereçada ao artigo 98 da mesma lei. Entretanto, o artigo 98 da Lei n. 4.320/1964 foi revogado pelo artigo 29, I, da LRF que traz conceito

---

segurança: “Parece-me, no entanto, preferível o sistema tradicional de assentar as classificações jurídicas, antes de mais nada, em critérios formais; proporcionam eles uma certeza jurídica que, ao contrário, não pode ser própria a critérios econômicos. Geralmente, as classificações assentes em critérios formais e aquelas assentes em critérios econômicos acabam por coincidir, a cista da correspondência, normal, de uma determinada estrutura jurídica com uma determinada função econômica, e da natural influência desta sobre aquela; deve aliás, o intérprete, visar assentar a classificação sobre critérios que, embora formais, encontrem correspondência e significado em critérios econômicos; são porém, os critérios ‘estruturais’ os que devem prevalecer na classificação jurídica.” (O contrato plurilateral, pp. 374-5, n. 725)

<sup>145</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, pp. 96-8.

<sup>146</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 99: “Deve-se classificar como dívida consolidada ou fundada aquela que corresponde a um investimento de capital, a um investimento do patrimônio público ou a uma inversão de qualquer forma duradoura, que apresente um saldo positivo – ou financeiro ou patrimonial – para o Estado, ou, pelo menos, equilíbrio entre a quantia que fica o Estado devendo e o benefício que ela produz ou propicia.

Já a dívida flutuante é aquela levantada a curto prazo, e que se destine a aplicar em serviços transitórios ou eventuais, no socorro de necessidades passageiras ou no pagamento das chamadas despesas correntes, comuns, consumindo-se, desta forma e como que desaparecendo economicamente. Destarte, se toda dívida é igual, a verdade é que entre elas se estabelece discernimento, no sistema jurídico, conforme a finalidade na qual se empregue o dinheiro levantado.”

<sup>147</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 107: “É, então, lícito, perfeitamente previsível, normal, corrente, ordinário – e por isso mesmo previsto em todas as nossas Constituições, como na legislação ordinária e ainda em quase todo o direito comparado – que o Estado lance mão seu crédito, para cobrir estas necessidades transitórias, cobrindo o débito assim constituído com o dinheiro que irá arrecadar com certeza – ou pelos menos com uma probabilidade muito grande – num período também previsível e a curto prazo.”

<sup>148</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 137: “Este enunciado destrói toda a noção de dívida flutuante pressuposta pelo texto constitucional, nega as conclusões da doutrina financeira e baralha a administração, confundindo o aplicador da lei que sempre ficará perplexo entre acatar os ditames científicos – consagrados pelo Texto Maior – e as regrinhas desta lei.”

distinto de dívida consolidada. Segundo a doutrina majoritária, o artigo 98 fazia confusão ao referir-se ao atendimento de desequilíbrios orçamentários como característica de dívida consolidada, posto que se trata de característica de dívida flutuante<sup>149</sup>.

A gestão da dívida pública afeta profundamente variáveis macroeconômicas, a começar pela sinalização que externa ao mercado com relação ao comprometimento do governo com o controle de certas variáveis como câmbio e inflação. Ao tomar o risco cambial e inflacionário emitindo títulos indexados ao câmbio ou à inflação, o governo sinaliza ao mercado que está vigilante em relação a estas variáveis, uma vez que, em caso de descontrole, ele próprio arcará com as consequências financeiras. Ao ancorar as expectativas, contribui o governo, por conseguinte, com a própria manutenção dos níveis dessas variáveis próximas às expectativas ancoradas<sup>150</sup>.

A administração da dívida pública deve levar em consideração não apenas o custo, mas igualmente o prazo de vencimento das dívidas. Quanto maior o prazo de vencimento, porém, maior será o custo para o Governo. Não é recomendada a concentração dos prazos de vencimento em uma mesma data, pois, com isso, o governo sofrerá com maior risco de rolagem da dívida, podendo eventualmente ter de rolar grande parte da sua dívida em momento de estresse financeiro<sup>151</sup>.

A administração da dívida pública apresenta ainda reflexos sobre o desenvolvimento do mercado interno de capitais, que tende a ser inibido por uma dívida pública de curto prazo cara. Isto é reflexo, principalmente, da influência do retorno dos títulos pré-fixados na estrutura a termo das taxas de juros de um país<sup>152</sup>.

Ademais, a administração da dívida pública é importante por conta do risco de contágio a outros setores. Crises de dívida soberana quase sempre vem acompanhadas de crises bancárias, dada a interconexão entre o mercado de dívida pública e as aplicações das disponibilidades do setor financeiro. Ademais, a depreciação da moeda que normalmente se segue a uma crise de dívida com o posterior recurso à inflação como forma de reduzir o valor real das dívidas pelo governo normalmente se reflete na incapacidade das empresas

<sup>149</sup> ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação, p. 38: “O art. 98 da Lei 4.320, de 1964 previa que a dívida fundada (ou consolidada) compreende os compromissos de exigibilidade superior a doze meses, contraídos para atender a desequilíbrio orçamentário ou financeiro de obras e serviços públicos. Tal dispositivo foi revogado pelo art. 29, I da LRF, que positivou um novo conceito de dívida consolidada no orçamento.” (p. 38)

<sup>150</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 9.

<sup>151</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 10: “Para minimizar esse risco, o ideal é estabelecer os vencimentos não concentrados no tempo, pois, quando eles estiverem concentrados em uma mesma data, os investidores saberão que o governo terá de rolar um volume grande da dívida.” (p. 10)

<sup>152</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, pp. 10-11: “A última variável à qual o governo deve estar atento é o desenvolvimento do mercado de capitais. Isso ocorre porque esse mercado é plenamente influenciado pela gestão da dívida pública do país, pois uma dívida cara de curto prazo, por exemplo, acaba inibindo seu desenvolvimento (BACHA; OLIVEIRA, 2006). Novaes (2006) destaca que as experiências internacionais mostram que os mercados de capitais nacionais tendem a estabelecer seus padrões de preços, indexadores e prazos mirando a dívida pública de seus respectivos países. Se o governo busca desenvolver o mercado de capitais, deve levar isso em conta na formulação de sua estratégia de administração da dívida.”

em pagar suas dívidas em razão do aumento do custo do seu endividamento em moeda estrangeira. O resultado final é, portanto, ainda maior estresse sobre o setor bancário<sup>153</sup>.

Por fim, deve-se ressaltar que a transparência na gestão da dívida pública não é apenas uma boa prática ligada ao princípio da publicidade e essencial ao desenvolvimento da democracia, é também uma estratégia interessada para a redução dos custos da dívida pública. No âmbito federal, a principal ferramenta de transparência existente é a publicação do Plano Anual de Financiamento e do Relatório Anual da Dívida Pública<sup>154</sup>. No âmbito dos estados e municípios, importante papel é desempenhado pelos diversos anexos dos Relatórios de Gestão Fiscal exigidos pela LRF e elaborados com base nas instruções contidas no Manual de Demonstrativos Fiscais publicados pela Secretaria do Tesouro Nacional.

## 1.2.2 Déficit público e formas de mensuração

As críticas ao endividamento do Estado normalmente se centram em três argumentos. O argumento jurídico consistiria em apontar a injustiça relacionada à oneração de futuras gerações sem que estas tenham, na maior parte das vezes, adequada representação no momento da decisão de endividamento. O argumento econômico, por sua vez, consistiria no efeito *crowding out* produzido por uma maior demanda de capitais vinda do setor público, o que concorreria com investimentos realizados pelo setor privado. Finalmente, o argumento financeiro consistiria em uma maior facilidade de descontrole de gastos do setor público, diante da facilidade de financiamento dos seus gastos<sup>155</sup>, em prejuízo à eficiência da ação administrativa.

O equilíbrio orçamentário não é um dogma jurídico<sup>156</sup>. Há muitas teorias que visam a explicar o fenômeno do déficit público e o desequilíbrio estrutural a que parecem tender

---

<sup>153</sup> WOOD, Philip R. *Law and practice of international finance*, pp. 11-2: “State insolvency normally brings the national banking system. This is because the domestic currency depreciates rapidly so that private sector companies cannot pay their foreign currency loans and because banks commonly hold large amounts of governments securities which the government cannot pay except by inflation.”

<sup>154</sup> HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 17: “Posteriormente, a credibilidade e a transparência, também recomendadas pelas guidelines, foram sendo trabalhadas por meio de uma série de relatórios e documentos que passaram a ser disponibilizados ao público. Rocha (2009) destaca que, ao reduzir as incertezas do mercado, uma política transparente possibilita a diminuição da volatilidade e dos prêmios de risco exigidos pelos investidores. Como exemplos desses documentos, temos o Plano Anual de Financiamento (PAF) e o Relatório Anual da Dívida Pública. O primeiro divulga as diretrizes que norteiam a gestão da dívida, bem como as premissas para o planejamento, as estratégias de emissão e as metas para os principais indicadores da dívida. O segundo analisa a gestão da dívida do ano que passou, apresentando a evolução dos indicadores ao longo do ano e detalhando os acontecimentos relevantes.”

<sup>155</sup> CATAPANI, Márcio Ferro. *Titulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 36.

<sup>156</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, p. 141: “O equilíbrio orçamentário não é princípio jurídico constitucional. Nenhuma exigência expressa ou implícita do nosso sistema constitucional exige que nossos orçamentos sejam equilibrados.

É, por isso, errado arrolar entre os princípios orçamentários, deduzidos do nosso sistema, o equilíbrio, como fazem alguns doutrinadores.

O equilíbrio é postulado, como recomendação técnica, por alguns autores da ciência das finanças, filiados a certa escola. Nem sequer para os financistas tem caráter de universalidade.

os governos. O entendimento deste fenômeno leva às condições para a formação de mecanismos de controle dos gastos públicos eficientes e suficientemente flexíveis, de maneira a permitir o estímulo do Estado à economia, especialmente em momentos de desemprego dos fatores de produção<sup>157</sup>, e o impulso ao desenvolvimento econômico do país.

A chamada “Lei de Wagner”, formulada por Adolph Wagner<sup>158</sup> estabelece que o crescimento do gasto público é mais acelerado que o crescimento total da economia, de maneira que a participação do setor público na economia tende a crescer, conforme o desenvolvimento de um país. Wagner apresenta uma série de argumentos para explicar esse fenômeno, ligados principalmente à complementaridade existente entre a demanda e a oferta privadas e a demanda e a oferta de bens e serviços públicos. Sob esta perspectiva, portanto, o crescimento do setor público seria uma tendência normal do processo de desenvolvimento, mais do que uma consequência de escolhas políticas conscientemente adotadas.

Essa posição, contudo, não é unânime, havendo autores, como Vito Tanzi e Ludger Schuknecht, que ressaltam a mudança do papel desempenhado pelo Estado na economia ao longo dos séculos<sup>159</sup>. Assim, o crescimento ou redução do tamanho do setor público na

---

Nosso texto constitucional até admite expressamente o desequilíbrio. Tanto é assim que prevê expressamente que a lei do orçamento pode dispor sobre a aplicação de eventual saldo orçamentário (art. 60, II). Quanto ao déficit, não é expressamente proibido. Mas entendemo-lo implicitamente consentido.”

<sup>157</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 57: “Teorias sobre o crescimento da despesa pública foram formuladas sob os mais variados pressupostos. Um dos pressupostos é que os governos incorrerão em déficit e endividamento crescentes na ausência de processos, regras e instituições que controlem a tendência de as despesas do Estado serem maiores do que suas receitas.”

<sup>158</sup> PEACOCK, Alan; WISEMAN, Jack. *The growth of public expenditure in the united kingdom*, p. 17: “In general, economists writing at the turn of the century inferred no more than that the available statistics suggested a ‘law’ that government expenditure must grow in proportion to a community’s output per head. This was the view of H. C. Adams, writing in America in 1898. In the same period, however, Continental writers of the Younger Historical School, and particularly Adolph Wagner, went further than this, arguing that government expenditure must increase at an even faster rate than this, arguing that government expenditure must increase at an even faster rate than output. Wagner’s influence continues to pervade Continental writing on problems of public expenditure. The core of his argument, in his own words, is that ‘The law [of increasing state activity] is the result of empirical observation in progressive countries, at least in Western European civilization; its explanation, justification and cause is the pressure of social progress and the resulting changes in the relative spheres of private and public economy. Financial stringency may hamper the expansion of state activities, causing their extent to be conditioned by revenue rather than the other way round, as is more usual. But in the long run the desire for development of a progressive people will always overcome these financial difficulties.”

<sup>159</sup> TANZI, Vito; SCHUKNECHT, Ludger. *Public spending in the 20th century: a global perspective*, pp. 1-2: “The main conclusion of Part One is that the growth of public spending was not caused by inevitable as assumed by some theories about the growth of spending such as Wagner’s Law or Baumol’s disease. On the contrary, it is argued that growth was nothing but a response to changing perceptions about what the government should do. In a way the growth of government reflected a lack of confidence in the private sector’s ability to deal with some problems and a belief that public spending was the best way to deal with several risks faced by individuals. The action of government was always assumed to be additive to or complementary of the action of individuals. It was almost never assumed to be substitutive.”

economia não seria uma consequência natural, mas o reflexo de uma mudança na sociedade, que atribui maior ou menor papel ao Estado como ofertante de bens e serviços<sup>160</sup>.

Ainda outra teoria, a do “efeito translação”, de Alan Peacock e Jack Wiseman, sustenta haver períodos de crise social, econômica ou política que alteram a percepção da população com relação à razoabilidade dos níveis de tributação e gastos públicos<sup>161</sup>. Nestes períodos, as despesas ou as receitas tributárias tenderiam a se deslocar, sob a influência da situação extraordinária particular, sem, contudo, retornarem ao nível original quando cessada a condição particular<sup>162</sup>.

A tentação ao endividamento ocorreria, por fim, em parte, em razão da chamada “ilusão fiscal”, descrita por James Buchanan e Richard Wagner. Em síntese, os cidadãos estão dispostos a sustentar politicamente um governo que propõe o aumento dos gastos pela incapacidade de enxergar os efeitos de médio e longo prazo do gasto, na forma de maior tributação futura. Assim, ocorreria uma ilusão de aumento do bem-estar no presente sem custo adicional<sup>163</sup>.

Com relação à forma de mensuração do déficit público no Brasil, a LRF estabeleceu, em 2000, que o Presidente da República encaminharia ao Senado Federal proposta de metodologia para a apuração dos resultados fiscais dos entes federativos, de maneira a permitir

---

<sup>160</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Idem, ibidem*. “Tanzi e Schuknecht contestam a teoria. Argumentam que o crescimento da despesa pública resultou da mudança de entendimento sobre o papel do Estado na economia. o crescimento dos governos ao longo do século passado foi acompanhado de expressivas mudanças na composição do gasto público, refletindo mudanças na percepção sobre o que o Estado deveria fazer.”

<sup>161</sup> PEACOCK, Alan; WISEMAN, Jack. *Op. cit.*, p. viii: “At normal times, the existence of a customary notion of ‘tolerable burden’ is likely to constrain the rate of implementation of government expenditure plans. But this constraint will be weakened or destroyed during periods of social upheaval, when such notions of taxations are more easily broken down, and the gap between a ‘desirable’ growth of public expenditure and the ‘tolerable’ tax burden may be narrowed. (...)” E nas pp. xv-xvi: “The issues can perhaps best be understood if rephrased in opportunity costs terms. Essentially, the use of resources to private uses: our propositions about ‘tolerable burden’ are essentially statements about this truism in its political context. Equally, within a given total of public expenditures, more spending of any one kind must be at the cost of a reduction (or reduced rate of growth) of public spending other kinds. Thus, the situation of government, whether in the way alternative public expenditures are valued relative one to another, or in the way that the electorate view the sacrifice involved in a public sector of any particular size, or in both these respects. It seems clear to us that, even where displacement appears (statistically) to no more than an interruption of a long-term trend, it is unlikely to explicable simply as an ‘anticipation’ of developments that would otherwise (i.e. in the absence of social disturbances), have fitted the trend. The character of public expenditures must be expected to have been charged by the disturbance.”

<sup>162</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 59: “Despesas que o governo poderia considerar desejáveis antes da crise, mas as quais então não ousava implementar, tornam-se, conseqüentemente, possíveis. Ao mesmo tempo, insatisfações sociais impõe novas e contínuas obrigações para os governos, como consequência das funções assumidas em tempos de guerra (por exemplo, pagamento de pensões de guerra, juros sobre a dívida) e como resultado das mudanças sociais.”

<sup>163</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 60: “A possibilidade de os governos recorrerem a empréstimos como fonte de receitas, adicionalmente à arrecadação de tributos, é apontada como uma das razões para o aumento da despesa pública, pois os contribuintes-eleitores seriam menos propensos a aceitar o crescimento do setor público se fossem chamados a financiá-lo por meio do aumento dos tributos que incidem sobre suas rendas, patrimônio e transações econômicas.”

o seu acompanhamento e definição de metas, nos termos do que pretendido pela referida lei. Por esta razão, em agosto de 2000 foi encaminhada ao Senado Federal a Mensagem n. 1.061/2000, contendo proposta de metodologia. Até o momento, porém, tal metodologia não foi oficializada por resolução do Senado Federal, conforme prevê a legislação<sup>164</sup>.

Neste contexto, embora a Secretaria do Tesouro Nacional desempenhe importante trabalho na uniformização e orientação dos entes subnacionais em matéria de contabilidade pública e estatísticas fiscais, fato é que exorbita da sua competência na definição de regras de aplicação obrigatória a outros entes federativos, competência essa que a legislação confere ao Conselho de Gestão Fiscal a ser criado (artigo 67 da LRF) e ao Senado Federal (artigo 30, § 1º, IV da LRF), de maneira a equilibrar as relações federativas<sup>165</sup>.

Convém destacar, a seguir, alguns dos principais conceitos utilizados nas estatísticas fiscais e a sua metodologia de apuração. Por meio das diversas críticas que a literatura econômica faz a cada um dos conceitos, poder-se-á demonstrar que as estatísticas fiscais não são doutrinariamente neutras, refletindo elas próprias uma específica visão da economia e do papel do setor público nela.

Argumenta-se que o resultado primário seria um indicador melhor da estratégia fiscal presente do Estado, em relação ao resultado orçamentário, na medida em que retiraria da avaliação o conjunto de receitas e despesas relativas a estratégias adotadas no passado e que possuem efeito financeiro apenas no presente, isto é, na medida em que excluiria o impacto do estoque da dívida sobre o orçamento presente. Além disso, o resultado primário excluiria da avaliação resultados provocados mais pelo comportamento de variáveis macroeconômicas – tais como juros, câmbio e inflação – que por uma decisão centralizada de gasto e arrecadação. Entretanto, o resultado primário possui impacto limitado no acompanhamento do controle da dívida pública, sendo para essa finalidade mais apropriada a utilização do resultado nominal, na medida em que este leva em consideração todos os aspectos que, positiva ou negativamente, afetam o comportamento da dívida pública<sup>166</sup>.

<sup>164</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, pp. 81-2.

<sup>165</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 98: "... esse relevante órgão do Poder Executivo Federal [STN] não tem competência para determinar, por portaria, a metodologia de cálculo do resultado primário, embora seus esforços no sentido de orientar os demais entes da federação sejam valiosíssimos e imprescindíveis." E na p. 85: "A Secretaria do Tesouro Nacional, seguindo a tradição de o governo federal liderar as evoluções operacionais e normativas em matéria de finanças públicas e contabilidade pública e valendo-se do que dispõe o art. 50, § 2º da LRF, vem divulgando manuais para instruir estados e municípios sobre a elaboração dos demonstrativos previstos na Lei de Responsabilidade Fiscal e a apuração dos resultados fiscais. Porém, a metodologia apresentada nos manuais não tem caráter cogente para os governos subnacionais e nem mesmo para o governo central."

<sup>166</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 102: "Na verdade, tanto a União quanto os estados, que têm dívidas volumosas fixam meta de resultado primário, mas não de resultado nominal, à qual é dado caráter indicativo, sem poder de disparar o mecanismo previsto no art. 9º da LRF ("limitação de empenho e movimentação financeira"). Esses entes não têm gerência sobre todas as variáveis que afetam a dívida pública, como taxa de juros, índices de inflação. Nada obstante, podem vir a adotá-lo, como propugnado por alguns especialistas, em substituição à meta de resultado primário, embora isso demande métodos e procedimentos de controle da execução orçamentária mais apurados. Entes como pequenos municípios que não têm dívidas influenciadas por esses fatores teriam mais facilidade para adotar o resultado nominal como meta."

É preciso constatar que, caso a inflação seja considerada na dinâmica da dívida por meio da indexação do capital emprestado, como é o caso de alguns títulos públicos comumente emitidos, então, não haverá impactos do ponto de vista estatístico sobre a conta de juros paga pelo ente, não sendo afetado o resultado fiscal do governo apenas pela inflação. Este fato deixa patente uma realidade importante, qual seja a de que um mesmo fenômeno pode resultar em impactos diferenciados sobre o mesmo resultado fiscal, a depender unicamente da composição da dívida pública<sup>167</sup>. Este dado, somado ao fato de que o resultado fiscal é uma medida voltada à avaliação dos impactos da ação do governo sobre a demanda agregada, sobre o déficit na balança de pagamentos e sobre o *crowding out*<sup>168</sup> do setor privado, demonstra nítidas insuficiências das medidas estatísticas adotadas atualmente para as finalidades a que se prestam.

Essa dificuldade prática das medidas adotadas motivou a adoção, em muitos países, especialmente em períodos de inflação elevada, de medida alternativa chamada “resultado fiscal operacional”, que consiste em excluir do resultado fiscal após juros, a parte destes que apenas visa a recompor o valor monetário do dinheiro. A racionalidade em tal proposta consistiria no fato de que neste caso os pagamentos relacionados à inflação seriam tratados da mesma forma que os pagamentos relativos à amortização do capital, que são reputados neutros quanto aos seus efeitos sobre a economia<sup>169</sup>. Também o resultado

---

De qualquer modo, não se trata de estabelecer duas metas (resultado primário e nominal) para orientar a política fiscal e a execução orçamentária.”

<sup>167</sup> TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. Effects of inflation on measurement of fiscal deficits: conventional versus operational measures, p. 208: “An important conclusion arising from the preceding analysis is that countries (1) with identical rates of inflation, (2) with the same total public debt in terms of GDP, and (3) with identical ratios of tax revenue and noninterest expenditure to GDP may, nevertheless, show very different conventional fiscal deficits depending solely on the composition of their debt. The question then arises about the economic implications of the fiscal deficit as conventionally defined, and about the merits and the shortcomings of such a definition.”

<sup>168</sup> TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Idem, ibidem*. “The measurement of the fiscal deficit in a noninflationary context is supposed to provide policymakers with an indication of the net impact of the government budgetary activity on aggregate demand and on financial markets. Or is intended to indicate the magnitude of additional resources over the ordinary government revenue that the government must attract from the private sector, or from external sources, to finance its own operations. The conventional definition is, thus, designed to be a measure of the government contribution to aggregate demand and, through this, to the external current account disequilibrium, or, alternatively, it may measure the crowding out of the private sector in financial markets.”

<sup>169</sup> TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Op. cit.*, p. 216: “After recognizing the shortcomings of the conventional fiscal deficit in an inflationary context, the question to be asked is whether there are alternative measures that would solve some of its analytical problems. An alternative that has been proposed and sometimes used is the so-called operational fiscal deficit. In general, it is defined as the conventional deficit minus the part of the debt service that compensates debt holders for actual inflation. Or, alternatively, it is equal to the primary deficit plus the real component of interest payments. Only real interest payments, that is, the part of interest payments that exceeds the product of the outstanding debt and the actual inflation rate, are included among the government expenditures that determine the operational deficit. The economic rationale of this definition is the assumption that inflation-induced interest payments are similar in their effects to amortization payments. Conventional deficits exclude amortization payments from deficit calculation, regardless of the way in which those payments are financed. The operational deficit concept gives the same treatment to the portion of the debt service that just compensates for inflation.”

operacional apresenta limitações metodológicas importantes, porém, que fazem dele um indicador pouco confiável para a totalidade das análises<sup>170</sup>.

No Brasil, fala-se frequentemente em resultado fiscal apurado “acima da linha” e “abaixo da linha”, sendo o primeiro apurado pela Secretaria do Tesouro Nacional, com base na diferença entre receitas e despesas e o segundo sendo resultado da variação da dívida do setor público com o setor financeiro, apurada pelo Banco Central do Brasil.

Uma das vantagens da apuração do resultado primário e nominal pelo critério “acima da linha”, utilizado pela Secretaria do Tesouro Nacional, consiste da possibilidade de avaliação dos principais componentes do resultado, permitindo-se, assim, avaliar qual rubrica mais contribuiu para o resultado obtido<sup>171</sup>.

O critério abaixo da linha, por sua vez, permite a obtenção de resultados mais tempestivos e de maior confiabilidade, visto que é apurado por meio da variação da dívida pública do setor público junto ao setor financeiro<sup>172</sup>. Este método é utilizado pelo Banco Central do Brasil para a apuração do resultado fiscal, com base em informações prestadas periodicamente pelas instituições financeiras por ele fiscalizadas.

Os resultados fiscais não são apenas indicadores importantes para o gerenciamento da dívida pública, mas também para a condução macroeconômica do país, refletindo a participação do setor público na demanda agregada da economia, com impactos, principalmente, sobre o produto econômico e sobre o nível de preços<sup>173</sup>.

A respeito da imposição pela STN, aos estados e municípios, de metodologia para apuração do resultado primário, em paralelo à questão da sua incompetência para fazê-lo, vale ainda um comentário, relacionado à desigualdade de critérios entre a metodologia aplicável à União e aquela imposta aos demais entes federados. Ao mesmo tempo em que estabelecia, até o exercício de 2017, o critério de competência para apuração do resultado primário em estados e municípios, a STN, sem justificativa expressa no Manual de Demonstrativos Fiscais, estabelecia para a União o critério de caixa na apuração do resultado primário<sup>174</sup>. Apenas no exercício de 2018 o MDF editado pela STN trouxe alteração rele-

<sup>170</sup> TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Op. cit.*, pp. 216-220.

<sup>171</sup> ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*, p. 16: “É importante destacar que a avaliação da evolução de cada dos dados permite identificar os fatores de desequilíbrio, daí a importância do método ‘acima da linha’”.

<sup>172</sup> ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Op. cit.*, p. 19: “Embora possa revelar resultados mais confiáveis quanto à apuração do resultado fiscal, as NFSP apresentam uma desvantagem em relação ao critério ‘acima da linha’, pois como não explicam a evolução das receitas e das despesas do ente público, não permitem identificar com precisão os pontos de desequilíbrio.”

<sup>173</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Idem, ibidem*. “Para o governo federal a finalidade do estabelecimento das metas de resultados fiscais (primário e nominal) vai além do gerenciamento da dívida pública. O resultado primário é instrumento relevante para o controle (estímulo ou redução) da demanda agregada e, por conseguinte, da inflação.”

<sup>174</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 154-5: “O que chama a de imediato a atenção é que a metodologia propõe a apuração do resultado primário pelo regime dito de competência para a despesa (embora do ponto de vista da técnica contábil não se esteja rigorosamente falando de regime de competência), considerando as despesas liquidadas, quando se sabe que a União apura o resultado primário pelo regime de

vante neste quesito, regulando de forma equivalente a metodologia de apuração do resultado primário na União, nos estados e nos municípios<sup>175</sup>.

Uma vez não declarada no próprio Manual a razão da discriminação<sup>176</sup> outrora existente, caberia a formulação de duas hipóteses. A primeira, que pressupõe maior rigor técnico, consistiria em obter, desta forma, melhor aproximação do real impacto da ação do governo federal sobre a demanda agregada, uma vez que este efeito decorreria da realização efetiva da despesa, com seu pagamento, e não apenas com o seu empenho e liquidação. Essa explicação ganha força especialmente se se verificar o elevado estoque de restos a pagar existente na União. Se se adotasse o critério de competência, o pagamento de restos a pagar representaria uma despesa, para fins de resultado primário, do ano de emissão do empenho, embora a pressão sobre a demanda agregada tenha se sentido no ano de pagamento.

Outra razão, por vezes apontada e menos nobre, corresponderia ao interesse da União de ser capaz de influenciar o resultado fiscal, por meio da manipulação dos cronogramas de pagamento. Seja ou não essa a razão fundamental, fato é que a adoção do regime de caixa pela União permite este tipo de manipulação do resultado, não incluindo como despesa, para fins de resultado primário, gasto público que é certo, apenas pelo fato de ter sido atrasado o seu pagamento. A partir de 2018, com a alteração de metodologia para estados e municípios, esse risco passa a ser ainda maior.

A discussão relativa à utilização do regime de caixa ou de competência para apuração dos gastos do governo está ligada à melhor forma de captar a sua contribuição para a demanda agregada. Embora o regime de caixa permita que o governo oculte das estatísticas de gasto público despesas efetivadas cujo pagamento ainda não foi realizado<sup>177</sup>, argumen-

---

caixa, tanto para o governo central quanto para o setor público consolidado, que inclui os entes subnacionais (estados e municípios).”

<sup>175</sup> SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. *Manual de Demonstrativos Fiscais: aplicado à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios (8a ed.)*, p. 218-9: “Contudo, é preciso salientar que o principal parâmetro de endividamento eleito pelo legislador foi a Dívida Consolidada Líquida – DCL 85. Nesse sentido, serão consideradas receitas primárias, para fins do arcabouço normativo criado pela LRF e pela RSF no 40/2001, aquelas receitas orçamentárias que efetivamente diminuem o montante da DCL, ou seja, que aumentam as disponibilidades de caixa do ente sem um equivalente aumento no montante de sua dívida consolidada, excetuadas aquelas com características financeiras (como juros sobre empréstimos concedidos ou remunerações de disponibilidades financeiras) e aquelas fruto de alienação de investimentos. As receitas primárias são, portanto, receitas orçamentárias apuradas necessariamente pelo regime de caixa. Da mesma forma, são despesas primárias aquelas despesas orçamentárias, apuradas pelo regime de caixa, que diminuem o estoque das disponibilidades de caixa e haveres financeiros sem uma contrapartida em forma de diminuição equivalente no estoque da dívida consolidada.”

<sup>176</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 156: “Como salientei anteriormente, essa metodologia é diferente da que a STN preconiza para a União, conforme se vê logo a seguir. E o manual não explica o porquê dessa diferença e não informa qual é a base legal para a adoção de métodos de apuração diferentes.”

<sup>177</sup> LEVIN, Jonathan. *The cash deficit: rationale and limitations*, p. 134: “Perhaps the chief disadvantage of cash-basis data in this connection is the failure to reveal the accrual of hidden liabilities. Some accruing liabilities, such as those for unpaid bills, emerge as the difference items between cash and accrual data and may be shown as supplements to each. Other hidden liabilities require more extensive analysis, including actuarial and demographic calculations in connection with pension or social insurance programs and the examination of risk factors in connection with contingent liabilities. A full

ta-se se tratar do regime que melhor capta a real participação do governo na demanda agregada. Há, contudo, argumentos em sentido contrário, afirmando-se que as encomendas e contratações realizadas pelo governo já seriam suficientes para afetar o comportamento dos agentes econômicos, independentemente do pagamento, recomendando-se, portanto, a análise das contas públicas sob regime de competência<sup>178</sup>.

Embora o argumento seja tentador para despesas correntes, torna-se frágil a sua defesa no caso de despesas com investimentos. Em se contabilizando tais despesas, para fins das estatísticas fiscais, sob regime exclusivamente de competência, ter-se-ia que concluir que a contribuição do governo sobre a demanda agregada ocorre apenas conforme ocorre a depreciação da infraestrutura gerada, independentemente dos pagamentos pela infraestrutura já se terem realizado. Se assim fosse, ficaria clara a imprestabilidade de tais estatísticas para finalidade de planejamento econômico, embora se possa considerar a solução acertada sob a perspectiva de demonstrar adequadamente a posição patrimonial do ente público.

Não se pode afirmar que o resultado primário e o nominal sejam a melhor sistemática de acompanhamento do desempenho fiscal de um ente estatal. No caso de pequenos municípios no Brasil, por exemplo, com baixo estoque de dívidas financeiras, a apuração e fixação de metas de resultado primário e nominal é pouco relevante em face do verdadeiro oportunismo fiscal nestes entes, que consiste no não pagamento de fornecedores, com ou sem a emissão de empenho<sup>179</sup>.

A bem da verdade, é questionável a eficácia do estabelecimento das metas fiscais no caso dos grandes entes federados (União, estados e grandes municípios). Estes entes, embora sofram constante fiscalização por órgãos como Tribunais de Contas e Ministério Público, têm de administrar enormes pressões quanto às justas demandas da sociedade, ao mesmo tempo em que as tentam equilibrar com estoques de dívidas gerados no passado. Por esta razão e em função das grandes repercussões de um enfrentamento de presidentes, governadores e prefeitos de forte capital político e base social, com frequência, o *enforcement* das metas fiscais pelos órgãos de controle é fragilizado<sup>180</sup>.

---

analysis of such influences on future government activities requires separate study of each element – social programs, debt, contingent liabilities, environmental deterioration, and the like – and their combination to identify the resulting overall prospects. This can then serve as a basis for appropriate government planning and analysis of possible anticipation as an element in private sector behavior.”

<sup>178</sup> LEVIN, Jonathan. *Idem, ibidem*.

<sup>179</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 185: “No âmbito dos pequenos municípios, o problema relevante das finanças públicas normalmente é o acúmulo de obrigações não pagas assumidas perante prestadores de serviços, fornecedores, executores de obras e servidores, e não dívidas contraídas junto a instituições do sistema financeiro ou decorrentes de emissão de títulos públicos.

Assim, diante de despesas de juros e demais encargos da dívida pública irrelevantes, como nesse caso, por tudo o que foi explicado sobre as funções dos resultados primário e nominal, não faz muito sentido estabelecer como meta fiscal qualquer um desses resultados, porque não haveria o que ser objeto de controle por meio deles.”

<sup>180</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 187: “Como registramos anteriormente, independentemente dos controles instituídos pela LRF, o que constrange o governo federal a cumprir as metas fiscais é sua responsabilidade pelo desempenho da economia e por sua credibilidade perante os agentes econômicos; o que constrange os governos estaduais são os contratos de refinanciamento; e o que constrange os pequenos e médios municípios é a vigilância exercida pelos tribunais de contas.”

A análise do setor público para fins de estatísticas fiscais pode ser difícil considerando as inúmeras formas jurídicas que este pode tomar. Sendo assim, a aglutinação destas diversas formas costuma ocorrer sob o critério material, que identifica o setor público, ou o “governo”, como o conjunto de unidades cuja função é a de desenvolver e executar políticas públicas, distribuir riquezas e promover a oferta de bens e serviços públicos<sup>181</sup>.

O governo nas estatísticas econômicas deve ainda ser separado do setor financeiro e do setor privado não financeiro. O setor financeiro, para este fim, diz respeito ao conjunto de instituições que atuam no setor de intermediação financeira<sup>182</sup>. Caso instituições estatais promovam atividades próprias de instituições financeiras, deverão ser consideradas como integrantes do setor financeiro da economia e não do setor público, para fins de estatísticas econômicas. Finalmente, o setor privado não financeiro corresponde ao conjunto de unidades cuja atividade diz respeito ao provimento de bens e serviços ao mercado. Contudo, pode ser relevante identificar, no setor financeiro e no setor privado não financeiro, aquelas instituições que são controladas pelo governo, dado que o seu comportamento e, portanto, o seu impacto sobre a economia, pode diferir do comportamento do restante das instituições de natureza privada<sup>183</sup>.

---

<sup>181</sup> Esta ideia aparece também na literatura administrativista como critério de identificação da Administração Pública em sentido material. Ver também LEVIN, Jonathan. *The cash deficit: rationale and limitations*, p. 130: “To facilitate the measurement and analysis of government as an aggregation of units with homogeneous motivation and behavior, the government sector is defined by its function: to promote public policy by the provision of nonmarket services and the transfer of income, paid for primarily with the proceeds of compulsory levies on other sectors.”

<sup>182</sup> Ver artigo 17 da Lei n. 4.595/64: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

<sup>183</sup> LEVIN, Jonathan. *Idem, ibidem*. “Government is distinguished from enterprise sector by the fact that government does not provide market goods or services. Government units that sell (and are distinguishable on the basis of complete accounts) are classified outside government, in the corporate or quasi-corporate enterprise sector.

Government is distinguished from financial institutions by the characteristic of financial intermediação. Government units that have the authority both to incur liabilities and to acquire financial assets in the capital market are classified outside government, in the financial institutions sector.

The delineation of government by its characteristic functions, however, is complicated by the government’s exercise, in addition, of ownership or control. For a variety of reasons, governments have found it useful to acquire or control particular nonfinancial public enterprises and financial institutions. To follow the broader scope of activity that may result, the identification of such units, and their grouping with government as part of a public sector, can be helpful in some circumstances. Such units are designated as nonfinancial public enterprises or public financial institutions in the IMF’s *A Manual on Government Finance Statistics* (IMF(1986)) and the United Nation’s *A System of National Accounts* (see also Levin (1991)) if the government holds 51 percent of their equity – either directly or through other enterprises or institutions – or holds less than 51 percent of their equity but exercises control over them. The assumption in grouping together nonfinancial public enterprises or public financial institutions is that their behavior may differ from institutions in the private sector and may carry different implications for government and the economy. Where this is not the case, separate measurement of public sector institutions other than government may have little merit.”

A mensuração do resultado fiscal público deve igualmente estar atenta aos resultados apresentados pelas empresas estatais, que são muito relevantes para os resultados fiscais devido ao fato de que, com frequência, dependem de recursos transferidos pelo ente público para a sua manutenção<sup>184</sup>. Assim, eventuais dívidas ou contingências mantidas por tais empresas podem vir a afetar o desempenho fiscal do Estado. A não inclusão das empresas estatais nas estatísticas fiscais, portanto, contribui, em diversos casos, para uma interpretação inadequada da situação fiscal de um determinado ente<sup>185</sup>.

O argumento para que as empresas estatais não dependentes sejam excluídas do déficit público e também das estatísticas de endividamento está ligado à ideia de que, se as referidas empresas fossem privadas, a demanda por empréstimos na economia seria exatamente a mesma, ao passo que o déficit público seria considerado menor<sup>186</sup>. Assim, como tais empresas atuam de forma competitiva na economia, não haveria justificativas na estatística do setor público para que afetassem de forma diferente das empresas privadas o cálculo do déficit fiscal. Isto se tornaria ainda mais evidente na medida em que se reconhecesse que, economicamente, o déficit público é uma medida da participação do governo na demanda agregada.

Esse raciocínio desconsidera o fato de que nem todas as empresas estatais são empresas competitivas e que, portanto, atuam no mercado financeiro e de capitais exatamente como empresas privadas. Pelo contrário, a garantia implícita do governo nas ações das empresas estatais contribui para que o “risco moral” na ação dos seus dirigentes seja elevado, favorecendo um maior nível de endividamento do que o que provavelmente seria obtido em se tratando de empresa privada plenamente competitiva<sup>187</sup>.

<sup>184</sup> O impacto de operações envolvendo empresas estatais sobre o endividamento público será objeto de análise específica no Capítulo 3 *infra*.

<sup>185</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 106: “Outra razão para a inclusão das estatais é que, como sustenta Vito Tanzi, muitas dessas empresas sobrevivem porque o governo está lá para fornecer fundos e pode-se acrescentar que aquilo que elas produzem e a maneira como o fazem com certeza são influenciados por sua qualidade de setor público. Tanzi, contudo, aceita que empresas públicas que são administradas com critérios de eficiência, e que podem ser tão eficientes quanto as privadas, possam ser excluídas do cálculo do déficit.”

<sup>186</sup> TANZI, Vito. *Fiscal deficit measurement: basic issues*, p. 34: “It has also been argued that borrowing by the government on behalf of public enterprises should be excluded from the deficit, because the part of credit to government is strictly not for government purposes. In other words, if those public enterprises had been private, and if they had done the same amount of borrowing in the capital market, the fiscal deficit would have been lower while the total demand for loanable funds would have been the same.”

<sup>187</sup> TANZI, Vito. *Idem, ibidem*. “The problem with the above argument is that it implicitly assumes that the public enterprises would do the same amount of borrowing, and presumably would produce the same amount of output at similar costs, if they were private enterprises. It also assumes that they would borrow, at presumably identical conditions, regardless of the losses that they might be making. This is unlikely to be so. Many of these enterprises survive because the government is there to provide funds, and one can add that what they produce and the way they produce it are certainly influenced by their ‘publicness’. In reality, public enterprises have contributed significantly to total fiscal deficits and to credit expansion. If the government were not there, many of those enterprises would disappear, or at least they would borrow much less because they would have to pay considerably higher interest rates on loans that they obtained from the capital market. Thus, although the argument has some validity for those public enterprises that are run on efficiency criteria and that may be as efficient as private enterprises, it certainly has its limitations when it is generalized to all public enterprises.”

A União Europeia, no âmbito do Tratado de Maastricht, definiu a abrangência do setor público para fins de estatísticas fiscais, excluindo, como regra geral, as empresas estatais voltadas à produção para o mercado<sup>188</sup>.

O Manual de Estatísticas Fiscais do Fundo Monetário Internacional (*A Manual on Government Finance Statistics – GFSM 86*) utiliza critério material para identificar o setor governamental do setor privado e classificar as empresas estatais como integrantes do setor público amplo ou como integrantes do setor privado, para fins de estatísticas fiscais. Assim, considera-se como integrante do setor público amplo, consolidando-se nos dados fiscais do governo, as empresas de propriedade do governo, ou por ele controladas, que se dediquem a ofertar bens e serviços públicos, independentemente das características legais ou institucionais da empresa<sup>189</sup>. A mesma ideia está contida no GFSM 2014, para o qual deverá ser direcionado o esforço de convergência das regras adotadas no Brasil<sup>190</sup>.

A importância desta distinção, consiste em responder de maneira adequada à pergunta a respeito de se os resultados de tais instituições devem ou não ser consolidados junto aos dados do governo em sentido estrito. Em outras palavras, se eventual endividamento de empresas estatais deve ser considerado no resultado fiscal do setor público, assim como se eventuais resultados positivos devem ser descontados de eventual déficit do governo<sup>191</sup>.

---

<sup>188</sup> CARRASQUEIRA, Simone de Almeida. *Investimentos das empresas estatais e endividamento público*, p. 32: “Do ponto de vista da definição de déficits para efeito do atingimento das metas do Tratado de Maastricht, o conceito de déficit orçamentário em contabilidade econômica se refere ao endividamento líquido do setor governo geral. A definição de governo geral se dá em bases funcionais e não institucionais, de modo que as unidades de propriedade pública com operações comerciais, como as empresas estatais, são excluídas desse conceito. Vale dizer, tais sociedades não compreendem as contas de déficit e dívida pública.”

<sup>189</sup> STELLA, Peter. *Toward defining and measuring the fiscal impact of public enterprises*, p. 235: “A definition presented in *A Manual on Government Finance Statistics (GFSM)* separates nonfinancial public sector enterprises from general government on the basis of the nature of the activities they perform rather than legal or institutional classification (...).”

<sup>190</sup> IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Government Finance Statistics Manual 2014*, p. 8: “In principle, GFS should cover all entities that materially affect fiscal policies. Normally, fiscal policies are carried out by entities, established by political processes, wholly devoted to the economic functions of government (see paragraph 2.38), such as government ministries or municipal councils. The term “government” is often used as a collective noun for various combinations of entities in a country involved in the functions of government, or reference is made to the various individual governments of a country. For example, a country may have one central government; several state, provincial, or regional governments; and many local governments. Nonprofit institutions under government control may also exist. In addition to those entities, government-owned or controlled enterprises that engage in some commercial activities may be instruments of fiscal policy (see paragraphs 2.104-2.105). These government-owned enterprises, such as the central bank, post office, or railroad, which are often referred to as public corporations, state-owned enterprises, or parastatals in a legal sense, may be part of the general government or public sector, and statistics should be compiled for all of them.”

<sup>191</sup> STELLA, Peter. *Idem, ibidem*. “The distinction between government and enterprises therefore lies in the nature of the goods and services provided. Naturally, any transactions occurring between the general government and public enterprises – for example, government transfers to cover operating losses and tax revenue received from enterprises – would be included in the general government accounts. The

O critério da propriedade ou controle não é suficiente para identificar, ao menos do ponto de vista econômico, uma empresa estatal como integrante ou não do setor público, sendo certo que uma empresa controlada pelo governo pode responder na maior parte dos casos de forma orientada ao lucro, assim como empresas privadas. Inversamente, também é possível, especialmente em setores regulados, que empresas privadas atuem de forma a atingir interesses públicos. Do ponto de vista econômico, a maior relevância reside na forma como tais entidades interagem na economia, se orientadas exclusivamente à maximização de lucros, ou voltadas à oferta de bens e serviços públicos, independentemente da obtenção de lucros. Isto, pois a modelagem dos efeitos da participação do Estado sobre a renda nacional dependerá desse comportamento<sup>192</sup>.

A respeito deste ponto, a legislação brasileira prevê a aplicação das regras de responsabilidade fiscal às empresas estatais dependentes, de maneira a evitar desajustes cujo impacto deva ser suportado pelo ente estatal. Contudo, a LRF conceitua como empresa estatal dependente apenas aquela que receba “recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária” (art. 2º, III).

---

fundamental question is, to what extent should transactions taking place outside the general government framework be incorporated into an analytical measure of fiscal activity? For example, should enterprise deficits that are financed by the domestic banking system or foreign sources be counted as part of the overall fiscal balance? Similarly, should an enterprise surplus that exceeds the revenue surrendered to government be subtracted from the overall deficit?

This study accepts the distinction between government and enterprises that is derived from both the nature of the goods and services supplied and the differing character of tax revenues, receipts from compulsory levies, and income from sales in the market. The distinction is not without gray areas, however. For example, many governments have mandatory social security or retirement schemes. The revenues and expenditures of each system are typically considered as part of government operations. This classification is correct in most cases because contributions are not voluntary and the amounts received as benefits may be determined by political considerations rather than by the size of contributions or investment results. In their actual functioning, however, government social security administrations may closely resemble private retirement programs.”

<sup>192</sup> STELLA, Peter. *Op. cit.*, p. 236: “The dividing line between public and private ownership has shifted over time. In eighteenth-century Britain, Adam Smith criticized the concession by the state of private trading monopolies. These monopolies were privately owned but bore resemblance to many contemporary state-owned trading monopolies found in socialist states. Similarly, modern state-regulated private utilities may exhibit the same behaviour as state-owned utilities. Some state corporations – notably petroleum companies that are active in international markets – behave very much like their private competitors. Thus, state ownership is not a sufficient condition for distinguishing between public and private enterprises.

Making a distinction on the basis of behaviour rather than ownership, however, is important for serving several purposes. One purpose is to compare economic performance between economies with large public sectors and those with small ones. Another is to model the reaction of an economy to government economic policy or to external shocks. Is it known that a certain set of enterprises reacts in a distinctive way that is separate from the standard private response, it is important for policy purposes to model this sector separately. Models constructed to predict reactions to policy measures are based on assumptions about the behaviour of the enterprises outside direct government control. Public and private firms will react differently to market signals, which makes it important to know the relative significance of the two sectors within an economy.”

Neste contexto, interessante questão que se coloca diz respeito às empresas estatais que recebam recursos do ente público controlador a título de contrapartida pela prestação de serviços ou venda de produtos. Neste caso, como o recurso não é repassado com a finalidade de pagamento de despesas de pessoal ou custeio, não se poderá falar em dependência.

Nada obstante, a questão deixa de ser tão clara no caso de a totalidade, ou a quase totalidade, das receitas da empresa estatal serem originadas em contratos com o ente estatal controlador, sem que haja, por parte de empresa e contratante, um adequado controle do custo-benefício da contratação, com base em referência de preços de mercado. Nesta situação, a probabilidade de haver subsídio público a uma empresa estatal, ineficiente ou não, é elevada, o que aproximaria a entidade da situação de dependência financeira. Também nesta situação a legislação brasileira deveria invocar a aplicação das regras de responsabilidade fiscal, o que até o momento não faz.

Três problemas fundamentais são apontados na métrica tradicional de cômputo do resultado fiscal de um país como forma de aproximar a contribuição do governo sobre a demanda agregada da economia. A primeira crítica diz respeito ao fato de que diferentes formas de tributação e de gasto público apresentam diferentes impactos sobre a demanda agregada, em vista dos diferentes efeitos multiplicadores que podem ser observados. A segunda crítica aponta para o fato de que a receita tributária é uma variável endógena, sendo afetada pelo ciclo econômico. Por fim, a terceira crítica se estabelece na ideia de que as formas de financiamento do déficit público podem apresentar diferentes impactos sobre a economia<sup>193</sup>.

Proposta interessante é a apresentada por Laurence Kotlikoff<sup>194</sup>, que sustenta a incapacidade das medidas fiscais ordinárias em captar de forma adequada a situação fiscal de um país. Argumenta o autor, neste contexto, que a noção de déficit deveria estar ligada à ideia de deslocamento de recursos das gerações futuras para gerações mais velhas, o que apresentaria impactos relevantes sobre a taxa de poupança e a formação bruta de capital fixo<sup>195</sup>.

---

<sup>193</sup> TANZI, Vito. *Op. cit.*, p. 31: “The common or conventional measure of the fiscal deficit, defined as the difference between the total government expenditure and government’s current revenue, may have shortcomings as a measure of excess demand. Three important limitations come to mind: (1) the differential impact on demand associated with different tax and expenditure categories; (2) the endogeneity of tax revenue; and (3) the impact of different sources of deficit financing.”

<sup>194</sup> KOTLIKOFF, Laurence J., *Deficit delusion*, p. 53: “This thesis is that the deficit is an inherently arbitrary accounting construct that provides no real guide to fiscal policy. The fact that the definition of deficits is so arbitrary means that even adjusting the official number for inflation, the increase in government assets, full employment, etc. will still leave an arbitrarily defined number that has no necessary relationship to the fundamentals of the government’s fiscal behaviour.”

<sup>195</sup> MACKENZIE, G.A. *Are all summary indicators of the stance of fiscal policy misleading?*, p. 46: “Kotlikoff proposes what he calls the economic deficit, but this is not a notion that can be summarized by a single number or index. The economic deficit is increased when resources are shifted from younger to older generations. This shift increases aggregate consumption and reduces the rate of capital formation because the marginal propensity to consume of the elderly, who have fewer years left over which to consume their wealth, is higher than the marginal propensity to consume of the young. Kotlikoff argues that many fiscal policies in the United States ... would not affect the conventional measures of the deficit but would have massive effects on the economic magnitudes that really matter – the aggregate savings rate and the rate of capital formation.”

O autor constrói essa crítica a partir do modelo de ciclo de vida de consumo e poupança de Franco Modigliani<sup>196</sup>. Segundo o modelo de ciclo da vida de consumo e poupança, a política fiscal apresenta efeitos sobre a economia, entre outros motivos, pois pode afetar a distribuição de riqueza entre gerações. Essa redistribuição de riquezas entre gerações ocorrerá no caso em que a política do governo altere o valor presente líquido dos valores recebidos do governo por uma geração em detrimento de outra<sup>197</sup>.

Afirma Modigliani, porém, que a formação de poupança por transferência entre gerações seria de menor importância, sendo o destaque dado à formação de poupança para o enfrentamento da velhice (momento da vida em que o auferimento de renda seria menor), o que, termos agregados, resultaria na formação de poupança interna disponível para o desenvolvimento do país<sup>198</sup>.

Segundo o modelo de Ciclo de Vida de poupança e consumo, a maior parte da riqueza individual é formada a partir da necessidade de formar poupança em determinadas fases da vida, para momentos de menores receitas, considerando-se a incerteza com relação aos eventos futuros, em especial ao momento da morte. Neste contexto, a geração de riqueza por meio da transferência entre gerações utilizando-se do instrumento da sucessão patrimonial (legítima ou testamentária), seria residual. Antes da preocupação com a situação dos herdeiros viria, portanto, a preocupação com as próprias condições de vida na velhice. A existência de patrimônio a ser partilhado entre herdeiros, assim, seria, na maior parte dos casos, uma mera consequência da incerteza quanto ao momento de falecimento.

<sup>196</sup> Sobre a motivação para a construção do modelo ver MODIGLIANI, Franco. The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth, p. 16: “But Keynes himself did not dwell on the implications or importance of this source of saving and wealth. This task was first partially undertaken by Harrod (1948) who referred to the transitory accumulation as ‘hump saving’, although it would be more correct to call it ‘hump wealth’. The Life Cycle Model (Modigliani and Brumberg, 1954; 1980) can be seen as an endeavor to study the magnitude and implications of transitory saving and hump wealth by relating it to classical theory of consumer choice and more particularly to the hypothesis of optimal allocation over time, elaborated by Irving Fisher (1930).” Sobre as premissas do modelo, ver MODIGLIANI, Franco; ALDO, Albert. The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, p. 56: “The Modigliani and Brumberg model starts from the utility function of the individual consumer: his utility is assumed to be a function of his own aggregate consumption in current and future periods. The individual is then assumed to maximize his utility subject to the resources available to him, his resources being the sum of current and discounted future earnings over his lifetime and his current net worth. As a result of his maximization the current consumption of the individual can be expressed as a function of his resources and the rate of return on capital with parameters depending on age. The individual consumption functions thus obtained are then aggregated to arrive at the aggregate consumption function for the community.”

<sup>197</sup> KOTLIKOFF, Laurence J., *Op. cit.*, pp. 60-1: “In the Life Cycle Model, fiscal policies have real effects on the economy not because they are labelled one thing or another, but because they either (1) alter economic incentives, (2) redistribute within generations, or (3) redistribute across generations. It is this third issue, intergenerational redistributions, that underlies the concern about ‘deficit’ from the perspective of the Life Cycle Model.

Intergenerational redistribution occurs whenever a government policy increases the present values of payments-less receipts it makes to some generations at the expense of reducing the present value of payments-less-receipts to other generations.”

<sup>198</sup> MODIGLIANI, Franco. The role of intergenerational transfers... *cit.*, pp. 37-8.

Como preocupação adicional, é preciso ainda que as estatísticas referentes ao déficit público levem em consideração a parte do déficit financiada com nova dívida e a parte financiada por meio da venda de ativos do ente estatal, dados os efeitos distintos decorrentes de cada caso e os reflexos de tais medidas sobre o equilíbrio intergeracional<sup>199</sup>.

Nessa perspectiva, há parte da literatura que defende a utilização do indicador de poupança corrente como melhor indicador de esforço fiscal do governo, visto que os investimentos contribuiriam para a melhora da infraestrutura do país e, assim, se incorporariam ao patrimônio do ente estatal, podendo ser visto como uma espécie de poupança pública. No Brasil, essa ideia estaria na base na exclusão dos investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) da meta de superávit primário, criando uma espécie de “meta de superávit primário pseudo-corrente”.

Contudo, esta ideia sofre críticas no sentido de que o efeito sobre o desequilíbrio fiscal e externo de curto prazo é idêntico independentemente do tipo de despesa realizada. Argumenta-se, em acréscimo, que o déficit na balança de pagamentos pode eventualmente até mesmo se agravar, considerando-se que o componente importado nas despesas de capital é usualmente mais relevante do que nas despesas correntes<sup>200</sup>.

Deve-se adicionalmente levar em conta que há gastos correntes que contribuem para o crescimento econômico de forma tão ou mais intensa que gastos em investimentos, sobretudo no caso de investimentos realizados com base em fornecimento de produtos importados em comparação a gastos correntes em educação e saúde, que contribuem para a formação do capital humano<sup>201</sup>.

Nesta ordem de considerações, Fernando Scaff Facury parece concordar com Weder de Oliveira na aceitação da possibilidade de se realizar interpretação funcional do direito

---

<sup>199</sup> LEVIN, Jonathan. *Op. cit.*, p. 137: “The components of government activities are also arrayed to measure the government’s current account surplus or deficit, comparing current receipts with current expenditures to show the resulting government saving or dissaving. Should an excess of current expenditures over current receipts be covered with government’s proceeds from privatization of public enterprises, for example, the current account deficit would register the dissaving.”

<sup>200</sup> TANZI, Vito. *Op. cit.*, p. 37: “First, whether the government spends on current expenditure or on what is conventionally classified as investment, the short-run impact of that expenditure on the balance of payments would be the same. One could go further and argue that, at least in the short run, investment spending by the government could have a larger negative impact on the balance of payment than other kinds of spending. The main reason is that the import content of investment spending is often higher on average than the import content of current spending.”

<sup>201</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado*, p. 104: “Mais grave é, no entanto, a circunstância de apenas poderem ser financiadas por empréstimos despesas com bens materiais ter como consequência a exclusão de despesas com educação, cultura e formação profissional – normalmente designadas por investimento em ‘capital humano’ – que se poderão revelar muito mais importantes do ponto de vista do progresso social e, conseqüentemente, do aumento do bem estar das gerações futuras.” Ver também TANZI, Vito. *Idem, ibidem*: “One could even argue that an unproductive investment that relies heavily on imported capital equipments is likely to contribute far less to both the welfare of the citizen and the growth of the economy than much current spending, especially when the current spending contributes to human capital. (...) As development economists have often argued, some current spending on health, education, administration, and so on can have important effects on growth at least over the longer run.”

financeiro em matéria de “regra de ouro”, de maneira a aceitar como válidos investimentos em capital humano, desde que as despesas de capital excedam as receitas com empréstimos<sup>202</sup>. De nossa parte, não discordamos do fato de que a regra de ouro, como prevista na Constituição Federal de 1988, não impõe vinculação objetiva, mas sim limite global. Apenas observamos, contudo, que, em sendo assim, não possui base constitucional a limitação à destinação de recursos de operações de crédito a gastos correntes com educação ou, mais genericamente, gastos na formação de capital humano. Se é verdade que isso poderia ser desejável do ponto de vista de escolha pública, não é verdade que seja uma imposição do texto constitucional.

Ademais, é preciso notar que um dos argumentos em defesa da regra de ouro consiste na ideia de que a perda financeira e patrimonial decorrente do endividamento público seria compensada pelo aumento do patrimônio público, mantendo-se neutro o efeito sobre o endividamento neste caso. Contudo, é importante verificar que o capital privado e o capital público raramente apresentam a mesma produtividade, seja em termos econômicos, seja em termos sociais. Assim, a composição do patrimônio não é de nenhuma forma neutra como se sustentaria<sup>203</sup>.

Finalmente, é preciso levar em consideração igualmente o fato de que não apenas as despesas com a geração de nova infraestrutura devem ser consideradas relevantes, mas igualmente as despesas necessárias à manutenção da infraestrutura existente contra os efeitos da depreciação e também as despesas necessárias à adequada utilização da infraestrutura instalada. Contudo, nem sempre se consideram as despesas com manutenção como despesas de investimentos, de maneira que se deixa de levar em consideração essa importante característica<sup>204</sup>.

<sup>202</sup> SCAFF, Fernando Facury. Crédito Público e Sustentabilidade Financeira, 44: “Weder de Oliveira, contudo, faz uma sutil distinção financeira na aplicação desta norma constitucional, ao mencionar que ela não traz uma vinculação, um liame, entre um evento e outro, devendo este controle ocorrer através da ‘comparação entre os montantes’, o que implica em dizer que o montante de empréstimos não pode ser superior ao montante gasto em despesas de capital, pois, desta forma, seu excedente seria gasto obrigatoriamente em despesas correntes, em face da díade existente nessa classificação. Nesse sentido, segundo o Autor, seria possível obter empréstimos públicos para treinamento de pessoal, por exemplo, desde que os montantes financeiros de gastos com despesas de capital não ultrapassem o montante dos empréstimos obtidos. Trata-se de uma opinião acadêmica, mas que segue na linha da interpretação funcional do direito financeiro, preconizada por Benvenuto Griziotti e referendada por Alessandro Octaviani. Certamente muitos investimentos públicos não se concretizam em bens de capital, mas em valores intangíveis, tais como educação, treinamento, capacitação tecnológica, prevenção de doenças etc. Logo, se o governo brasileiro decidisse obter um empréstimo público para erradicar doenças tropicais, tais como febre amarela, dengue, malária, poderia estar descumprindo a regra de ouro orçamentária prevista na Constituição, pois tais campanhas de saúde pública não se caracterizam como bem de capital, a despeito de seu incontestável valor em termos sociais. A interpretação funcional aqui exposta é uma forma de resolver este problema.”

<sup>203</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, pp. 103-4.

<sup>204</sup> TANZI, Vito. *Idem, ibidem*: “More recently much emphasis has been placed on the need to spend on recurrent costs, so that the existing infrastructure of developing countries can provide or continue to provide badly needed services. ... Finally, the dividing line between what is classified as current and what is classified as capital expenditure is, in the real world, an arbitrary one that can move up and down depending on the picture that policymakers may wish to present to the world.”

É necessário atentar para o fato de que as estatísticas fiscais, com frequência deixam de captar de maneira agregada os resultados do governo central, do banco central, de empresas estatais, fundos previdenciários e empresas estatais. Com isso, torna-se possível que esses entes paralelos ao governo central contribuam de forma marcante para o endividamento público, sem que seja dado adequado acompanhamento à situação. Especial atenção deve ser dada à forma como os bancos centrais podem ser utilizados para financiamento da dívida pública, dada a pressão inflacionária que esse tipo de financiamento pode provocar<sup>205</sup>.

No Brasil, é importante atentar para a Lei n. 11.803/2008, que autoriza ao Tesouro Nacional pagar o Banco Central do Brasil, em caso de resultado negativo deste, com títulos da dívida pública, ao passo que exige do Banco Central do Brasil o pagamento em dinheiro, em caso de resultado positivo. É fato que os recursos assim transferidos pelo Banco Central ficam restritos ao pagamento da dívida pública mobiliária federal. Contudo, a sua transferência afeta as estatísticas fiscais de resultado primário do governo no primeiro momento, apenas em segundo momento influenciando o montante da dívida pública. Mais recentemente, a Lei n. 13.820, de 2 de maio de 2019, alterou essa sistemática para os resultados do BCB decorrentes de operações com reservas cambiais ou com derivativos cambiais<sup>206</sup>, revogando os arts. 3º, 4º e 6º da Lei n. 11.803, de 5 de novembro de 2008.

Outro grave problema para as finanças públicas, sobretudo no Brasil, diz respeito aos chamados “esqueletos”, que são dívidas existentes, porém ainda não reconhecidas formalmente na contabilidade dos entes públicos, prejudicando uma adequada avaliação da sua situação patrimonial. As estatísticas fiscais procuram retratar o reconhecimento de tais passivos como um caso de ajuste patrimonial, evitando, assim, conferir a mesma conotação dada ao aumento da dívida fiscal por decorrência de uma necessidade de finan-

---

<sup>205</sup> TANZI, Vito. *Op. cit.*, p. 39: “Other problems arise from the fact that very often one measures the fiscal deficit only for the central government. Other parts of the public sector, however, may show a large fiscal deficit. One such part that has attracted considerable recent attention, but still little analysis, is the fiscal deficit of central banks. In some Latin American countries, central banks have become important fiscal agents. Through central bank operations, governments promote domestic spending without having the budget reflect this contribution to aggregate demand. The fiscal deficit may appear also in public enterprises, in local governments, in social security institutions, or in stabilization funds or marketing boards. If these various components of the public sector were not interconnected – as is, for example, the case in the United States, where the federal government, the Federal Reserve System, and the local governments are essentially independent and where public enterprises are virtually nonexistent – one could perhaps still emphasize the deficit of the central government and attribute to it a central role. The trouble is that when these various components are interconnected, as they often are in many developing, one may find that when the deficit is squeezed out of the central government it may reappear in the central bank or in the public enterprises or (possibly) in the local governments or in some other public institutions. In these circumstances an adjustment program that focuses on the deficit of the central government may not bring about the necessary adjustment if the reduction in the central government deficit is fully or partially compensated by an increase in the deficit in other parts of the government.”

<sup>206</sup> O STF decidiu na ADI 2238 que os dispositivos do art. 7º da LRF que tratam do resultado do BCB são matéria de lei ordinária, e que, portanto, apesar de figurarem em lei complementar, poderiam ser modificados por lei ordinária posterior, mantendo a sua validade até o aparecimento de legislação contrária.

ciamento positiva do setor público, que não reflete uma situação pré-existente, mas o resultado de condições presentes de manejo da política fiscal<sup>207</sup>.

Como conclusão, observando-se as críticas da literatura econômica a respeito das diferentes métricas da performance fiscal do Estado, obtém-se que não é possível se falar em apenas um indicador perfeito para todas as finalidades. Seria necessário, portanto, primeiramente, definir qual a função a ser desempenhada pelo indicador fiscal para, posteriormente, selecionar aquele mais apropriado para a tarefa. Isso evidencia que, nem sempre, o resultado primário e resultado nominal serão os melhores indicadores do desempenho econômico de uma nação induzido por meio da ação financeira do Estado. A escolha desses indicadores sobre outros, portanto, já revela uma escolha doutrinária sobre o papel do Estado e sua atividade financeira.

Nada obstante, a menção ao déficit ou superávit público apresenta duas utilidades. A primeira delas corresponde à avaliação do equilíbrio intertemporal (ao mesmo intergeracional) do governo, na medida em que indica se o governo financia as suas ações do presente com recursos arrecadados da população que vive no presente, com recursos poupados no passado, ou com recursos a serem arrecadados no futuro. A segunda finalidade desta medida corresponde a uma aproximação da contribuição do governo para o produto interno da economia, ou seja, para a demanda agregada<sup>208</sup>.

### 1.3 ASPECTOS POLÍTICO-INSTITUCIONAIS E JUSTIÇA INTER-REGIONAL NA DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO

#### 1.3.1 A “tragédia dos comuns” e a competição federativa

A descentralização política e administrativa ao nível municipal tem sido reforçada, em especial na América Latina, o que tem implicado num maior conjunto de responsabilidade e competências dos municípios no atendimento às demandas da população. Contudo, a descentralização política e administrativa não tem sido acompanhada de descentralização fiscal de igual intensidade, o que significa que muitas das novas competências e responsabilidades não encontram fontes próprias de financiamento nos orçamentos locais<sup>209</sup>.

<sup>207</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 83: “... por mais surpreendente que possa parecer, nem sempre os governos promovem os devidos registros contábeis de todas suas obrigações financeiras. Em alguns casos, essas dívidas são reconhecidas após decisões judiciais. Desse modo, a dívida aumenta à medida que tais obrigações vão sendo contabilizadas. Essa variação deve ser identificada para a correta avaliação das causas do aumento da dívida, sendo uma delas o déficit público; a outra, o reconhecimento de passivos.”

<sup>208</sup> LEVIN, Jonathan. *Op. cit.*, p. 137: “This array serves two purposes. First, it indicates whether the government is covering its policy objectives with money coming to it in the present period, without drawing down the liquidity holdings it accumulated in the past or issuing obligations it will have to pay off in the future. Second, it provides a summary measure, as a starting point, for analysis of the government’s impact on the rest of the economy, on the assumption that the component categories from which the cash deficit is calculated engender a relatively homogeneous behavioral response.”

<sup>209</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Guía metodológica: iniciativa ciudades emergentes y sostenibles*, p. 2: “Por otro lado, durante las últimas das décadas, la descentralización política a nivel municipal se ha intensificado considerablemente en ALC. Ello ha traído como consecuencia que los gobiernos locales asuman cada vez mayores responsabilidades en lo que respecta a la prestación

Há evidências de que uma maior dependência de transferências de outros entes da federação contribui para um menor equilíbrio fiscal. Uma possível razão para esse fato seria a ideia de que o financiamento sem custo para a própria população conduziria a um comportamento irresponsável financeiramente por parte da população beneficiada<sup>210</sup>. Trata-se da tese da “ilusão fiscal”, já apresentada neste trabalho.

Essa questão conduz à análise da chamada “tragédia dos comuns”, a qual, no trabalho inaugural de Garret Hardin, é descrita por meio da analogia dos criadores de rebanhos particulares que dividem um mesmo pasto. Como o ganho marginal de acrescentar um animal ao seu rebanho é superior ao custo para o pasto, que é fracionado por todos os criadores, todos eles tenderão a superexplorar esse recurso, acrescentando cada vez mais animais<sup>211</sup>.

A tragédia dos comuns, segundo o autor, não ocorre no caso de bens privados, sendo a propriedade privada, portanto, uma forma de lidar com o reduzido custo marginal de utilização de bens públicos. Ocorre, contudo, que nem todos os bens podem ser transformados em privados. Neste caso, seria necessário adotar outros tipos de medidas, tais como regulação (simplesmente proibindo ou obrigando condutas) ou taxação (aumentando o custo marginal de utilização do bem público)<sup>212</sup>.

Argumenta-se que o apelo à consciência das pessoas não seria suficiente para evitar a superexploração dos recursos públicos. Isto, pois as pessoas respondem de formas diferentes a esse apelo e, no longo prazo, as pessoas que não agem de forma altruísta teriam mais vantagens que as pessoas que agem atendendo ao apelo da consciência. Assim, a hipocrisia da maioria levaria a uma situação de equilíbrio de longo prazo que manteria a superexploração dos recursos<sup>213</sup>.

---

de los servicios públicos y sociales. Sin embargo, la descentralización fiscal en esas ciudades no ha seguido el mismo ritmo: la mayoría de los municipios en la región siguen sin ser fiscalmente independientes y presentan deficiencias en la gestión de sus asuntos fiscales. A consecuencia de ello, las ciudades intermedias cuentan con un espacio fiscal muy limitado, lo cual afecta tanto su capacidad crediticia como su habilidad para desarrollar proyectos estratégicos, tanto públicos como aquellos que podrían contar con la participación del sector privado.”

<sup>210</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. Endividamento subnacional em um contexto federativo: o caso brasileiro, pp. 84-9.

<sup>211</sup> HARDIN, Garret. *The tragedy of the commons*, p. 1244. Ver também OLIVEIRA, Weder de. Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas, p. 60: “Em linhas gerais, a teoria sustenta que o uso descoordenado de recursos de propriedade de todos (ou de livre acesso a todos) tende a levá-los ao exaurimento. Os indivíduos, na ausência de coordenação, têm incentivos a utilizá-los segundo suas necessidades pessoais imediatadas, ação que se reproduz coletivamente e resulta ao final, em prejuízo de todos, embora cada um tenha inicialmente se beneficiado de seu ato isolado, racionalmente calculado segundo as condições de uso permitidas.”

<sup>212</sup> HARDIN, Garret. *The tragedy of the commons*, p. 1245.

<sup>213</sup> HARDIN, Garret. *Op. cit.*, p. 1246: “The long-term disadvantage of an appeal to conscience should be enough to condemn it; but has serious disadvantages as well. If we ask a man who is exploiting a commons to desist ‘in the name of conscience,’ what are we saying to him? What does he hear? – not only at the moment but also in the wee small hours of the night when, half asleep, he remembers not merely the words we used but also the nonverbal communication cues we gave him unawares? Sooner or later, consciously or subconsciously, he senses that he has received two communications, and that they are

No que tange à dívida pública, a realidade da tragédia dos comuns é bastante clara em contextos normativos de controles fracos ao endividamento. Isto, pois, sendo o limite de endividamento nacional distribuído entre os diversos governos regionais, sem regras claras, poderá isso incentivar o endividamento de cada um dos entes federativos antes dos demais, levando a uma situação em que os custos de eventual superendividamento são suportados por todos ou simplesmente suportados pelos retardatários na “corrida ao abismo”.

Nesta ordem de considerações, sob o ponto de vista econômico, vale ainda breve digressão acerca do pensamento de Ronald Coase, dada a sua importância ao revelar o fato de que, diante da existência de custos de transação, a forma inicial de alocação dos direitos de propriedade afetará o resultado final de distribuição da riqueza, considerando-se que, neste contexto, o mercado, sozinho, não será capaz de reorganizar os fatores, de maneira a conferir a eles maior eficiência alocativa.

O autor explora em seu trabalho seminal<sup>214</sup> o caso das chamadas “externalidades”, consistentes nos custos relacionados a uma atividade que não são incorporados ao custo total daquele que obtém o resultado da atividade, sendo partilhados por terceiros. Exemplo clássico é o da poluição causada por uma indústria, que é suportada por todos os cidadãos vizinhos à planta industrial, mas que não são beneficiados diretamente pela receita advinda da produção. Tais casos, antes do trabalho de Coase, eram tratados pela literatura econômica em linha com o pensamento de Arthur Cecil Pigou, expresso no trabalho *The Economics of Welfare*, de que a internalização de tais custos deveria ser dada por meio de responsabilização civil ou de tributação proporcional à externalidade<sup>215</sup>.

A primeira situação examinada por Coase para dedução dos seus argumentos e conclusões é a do caso em que há responsabilização do causador por danos infligidos a terceiros e o sistema de preços funciona de forma perfeita, isto é, sem custos de transação. Neste cenário, o autor defende que haverá a tendência à realização de acordo entre o causador do dano e o agente que suporta o dano, o que envolverá a incorporação deste custo no preço do produto. O exemplo fornecido pelo autor é o de um criador de gado e um agricultor vizinhos. No caso da ampliação da criação de gado produzir danos à produção do agricultor, caso o pecuarista seja responsável pelos danos, haverá uma tendência à formação de um acordo entre ambos, desde que o produto marginal da criação de gado seja superior à indenização, que deverá oscilar entre o valor da indenização e o do ganho marginal da produção<sup>216</sup>.

Em seguida, o autor analisa o comportamento dos agentes no contexto de um sistema perfeito de preços, porém, sem responsabilidade por danos. Neste contexto, argumenta-se que o resultado final será o mesmo da situação anterior, desde que ausentes custos de

---

contradictory: (i) (intended communication) ‘If you don’t do as we ask, we will openly condemn you for not acting like a responsible citizen’; (ii) (the unintended communication) ‘If you do behave as we ask, we will secretly condemn you for a simpleton who can be shamed into standing aside while the rest of us exploit the commons.’”

<sup>214</sup> COASE, Ronald. H. The problem of social cost, *passim*.

<sup>215</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 1.

<sup>216</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, pp. 2-6.

transação, não se afetando o resultado final da produção, no exemplo, de gado e da produção do agricultor. Entretanto, neste caso, a distribuição da riqueza será diversa. Isto, pois, na existência de regras de responsabilização, o causador do dano fará os pagamentos, ao passo que na ausência de tais regras, o agente que suporta o dano tenderá a pagar ao interessado para que o dano seja evitado. Portanto, a produção não é afetada, mas a distribuição de riquezas entre os agentes econômicos sim<sup>217</sup>.

Fica evidente, portanto, que a definição clara dos direitos de propriedade e a assegu-  
ração do funcionamento do sistema de preços são necessários para que possa haver as  
transações entre os agentes que levarão à situação de produção ótima. Contudo, não é a  
regra de responsabilização que assegura a alocação ótima dos recursos, mas sim a possibi-  
lidade de negociação com custos de transação desprezíveis<sup>218</sup>.

Nesta ordem de considerações, o autor afirma que, sob a premissa apontada de funcio-  
namento sem custos do sistema de preços, as externalidades serão sempre internalizadas na  
medida em que, a depender das condições iniciais dos direitos de propriedade, ou o causador  
do dano terá o custo de indenizar, ou terá o custo econômico de não receber o prêmio de  
não produzir que a outra parte estaria disposta a pagar para não incorrer em dano<sup>219</sup>.

A questão de como os direitos de propriedade são alocados pela ordem jurídica não  
se referem apenas a questões econômicas, mas especialmente a questões de equidade, jus-  
tiça e igualdade. Entretanto, do ponto de vista econômico, toda transação que aumente o  
produto total da economia, desconsiderados os custos de transação, ocorrerá, ainda que  
representem um rearranjo da forma original de alocação do direito de propriedade<sup>220</sup>.

Os custos de transação são os custos pré-contratuais, ligados à formação das ofertas,  
pesquisa de possíveis contrapartes, avaliação dos cenários de contratação; os custos con-

---

<sup>217</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, pp. 6-8.

<sup>218</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 8: "It is necessary to know whether the damaging business is liable or not for damage caused since without the establishment of this initial delimitation of rights there can be no market transactions to transfer and recombine them. But the ultimate result (which maximises the value of production) is independent of the legal position if the pricing system is assumed to work without cost."

<sup>219</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 13: "Judges have to decide on legal liability but this should not confuse economists about the nature of the economic problem involved. In the case of the catle and the crops, it is true that there would be no crop damage without the catle. It is equally true that there would be no crop damage without the crops. The doctor's work would not have been disturbed if the confectioner had not worked his machinery; but the machinery would have disturbed no one if the doctor had not set up his consulting room on that particular place. ... If we are to discuss the problem in terms of causation, both parties damage. If we are to attain an optimum allocation of resources, it is therefore desirable that both parties should take harmful effect (the nuisance) into account in deciding on their course of action. It is one of the beauties of a smoothly operating pricing system that, as has already been explained, the fall in the value of production due to the harmful effect would be a cost for both parties."

<sup>220</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 14: "... it has to be remembered that the immediate question faced by the courts is not what shall be done by whom but who has the legal right to do what. It is always possible to modify by transactions on the market the initial legal delimitation of rights. And, of course, if such market transactions are costless, such rearrangement of rights will always take place if it would lead to an increase in the value of production."

tratuais, de análise das propostas, redação dos contratos e avaliação das cláusulas, registro de documentos em repartições públicas; pós-contratuais, ligados à fiscalização da execução do contrato, constrangimento forçado do cumprimento em caso de recusa pelo contratado, etc. A depender do mercado, esses custos podem ser desprezíveis ou extremamente elevados, a ponto de, em diversos casos, impedir a própria realização de transações que, na ausência desses custos, seriam economicamente vantajosas<sup>221</sup>.

No cenário mais realista em que os custos de transação são relevantes, à medida em que nem todas as transações originalmente vantajosas do ponto de vista econômico continuarão sendo viáveis, a distribuição original dos direitos de propriedade passa a ser especialmente relevante, na medida em que poderão representar realidade difícil de ser modificada. Nesta condição, a situação inicial pode afetar a eficiência econômica do sistema<sup>222</sup>.

Coase, em seu artigo *The nature of firm* (1937), já havia demonstrado que as empresas (ou firmas) são uma forma de buscar reduzir custos de transação, substituindo operações de mercado por custos administrativos<sup>223</sup>. Sempre que a organização dos fatores de produção internamente implicarem custos administrativos inferiores aos de obtenção dos mesmos produtos no mercado, haveria incentivos econômicos ao estabelecimento de uma firma<sup>224</sup>.

Há, contudo, casos em que tanto o mercado quanto a firma apresentam custos extremamente altos de organização dos fatores produtivos. Nestas situações, a melhor solução seria contar com a regulação do governo, uma vez que este conta com o poder de polícia, entre outras prerrogativas legais, que o permitem usufruir de um menor custo de execução de suas decisões administrativas, ao contrário das empresas, que, em caso de resistência, dependeriam de uma força externa (Poder Judiciário) para fazer valer as suas pretensões contra terceiros<sup>225</sup>.

Por outro lado, o governo, ainda que preferível em algumas situações, não é isento de custos. Adicionalmente, não há garantias de que a regulação pelo governo, com suas falhas<sup>226</sup>,

<sup>221</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 15.

<sup>222</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 16.

<sup>223</sup> COASE, Ronald. H., *A natureza da firma*, p. 36: "(...) Dentro de uma firma, essas transações de mercado são eliminadas e, em lugar da complexa estrutura de mercado com operações de troca, entra o empresário-coordenador, que direciona a produção. Está claro que estes são métodos alternativos de coordenar a produção."

<sup>224</sup> COASE, Ronald H. *A natureza... cit.*, pp. 40-1: "Podemos resumir esta parte do argumento dizendo que a operação de um mercado tem seus custos e, ao estabelecer uma organização e permitir que alguma autoridade (um 'empresário') direcione os recursos, são economizados determinados custos de mercado."

<sup>225</sup> COASE, Ronald. H. *The problem of... cit.*, p. 17.

<sup>226</sup> CHANG, Ha-Joon. *The economics and politics of regulation*, p. 710: "Although few economists who used the (often implicit) characterization of the government as an all-knowing, all-powerful social guardian in their theories regarded it as a realistic description of actual existing governments (e.g., Toye 1991), it cannot be denied that the earlier interventionist theories had relatively little to say about how, in reality, policies are formulated and implemented, as opposed to what the 'right' policies should be. By attacking this crucial weakness, the government failure approach played an important role in turning the intellectual tide against interventionist theories. Two arguments ['regulatory capture' and 'rent seeking theory'] are notable for the purpose of this survey (see Chang, 1994, chs. 1-2, for a more detailed discussion).

vá resultar em arranjo economicamente eficiente<sup>227</sup>. A regulação também tem seus custos, como apontado por Ronald Coase e esses custos devem ser comparados aos custos das falhas de mercado que a regulação idealmente buscaria corrigir<sup>228</sup>. Assim, espera-se que a regulação prospere como alternativa eficiente nos campos em que seus custos sejam inferiores aos custos de alternativas de influenciar comportamentos baseadas no próprio mercado<sup>229</sup>.

Os custos da regulação são basicamente os custos (i) de concepção e implementação das regras; (ii) os custos de imposição e controle das regras postas; (iii) os custos de conformidade suportados pelos agentes regulados; e, (iv) eventuais custos decorrentes do descumprimento de tais regras e de erros na aplicação de tais regras por juízes e reguladores<sup>230</sup>.

O uso indiscriminado de soluções regulatórias do tipo comando e controle, como é o caso das regras de direito financeiro contidas na LRF, é apontado como uma das causas para a frequente ineficiência de esquemas regulatórios<sup>231</sup>.

---

<sup>227</sup> COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 18: “But the governmental administrative machine is not itself costless. It can, in fact, on occasional be extremely costly. Furthermore, there is no reason to suppose that the restrictive and zoning regulations, made by a fallible administration subject to political pressures and operating without any competitive check, will necessarily always be those which increase the efficiency with which the economic system operates. Furthermore, such general regulations which must apply to a variety of cases will be enforced in some cases in which they are clearly inappropriate. From these considerations it follows that direct governmental regulation will not necessarily give better results than leaving the problem to be solved by the market or the firm. But equally there is no reason why, on occasion, such governmental administrative regulation should not lead to an improvement in economic efficiency. This would seem particularly likely when, as is normally the case with the smoke nuisance, a large number of people are involved and in which therefore the costs of handling the problem through the market or the firm may be high.”

<sup>228</sup> VELJANOVSKI, Cento. *Economic Approaches to Regulation*, p. 22: “The implicit assumption of the market failures approach is that regulatory intervention is costless, and of course that it has or should have economic efficiency as its sole objective. In practice regulation is costly and generates its own distortions and inefficiencies. Coase (1960) pointed to this obvious flaw in a highly influential article and advocated that the relevant comparison was not between ideal markets and ideal regulation but between feasible, imperfect, and costly markets and regulation.”

<sup>229</sup> VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 23: “The market failures approach also did not recognise that often the costs of using the market generated self-corrective forces. As a result a false dichotomy was drawn between market and non-market activities. However, many seemingly non-market institutions evolved as a cost-effective response to the costs of using the market. This was the essential and still often ignored insight of Coase, who argued that the positive transactions costs of markets could help explain otherwise puzzling economic and institutional features of the economy. The thesis advocated by this literature is that the laws and institutions evolve where they are a less costly way of organising economic activity.”

<sup>230</sup> VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 28: “Ehrlich and Posner (1974) were the first to set out a general framework set around minimising four categories of costs: – the (fixed) costs of designing and implementing legal standards (rule-making costs); – the costs of enforcing the standards (enforcement costs); – the costs that they impose on the regulated industry (compliance costs); and – the social costs imposed by regulatory offenses (harm costs). To these a fifth cost can be added – error costs. Judges and regulators are not omniscient or error proof. (...) An ‘efficient’ set of rules or a standard minimises the sum (total) of these expected costs and losses by selecting the appropriate type of rule, and level and type of enforcement.”

<sup>231</sup> VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 27: “It has long been recognised that the inefficiency of regulation is often the result of a mismatch between regulatory objective and regulatory instruments (Breyer, 1979 and 1982). This disjunction has been due either to the multiplicity of goals given to regulators or to the

Para o tema sobre o qual se disserta no presente trabalho, a importância do trabalho de Coase é evidente. Não se pode discutir distribuição de recursos nacionais em um país organizado como federação sem levar em consideração os impactos das condições iniciais sobre a dinâmica de geração de riquezas no futuro, assim como sobre a própria distribuição da riqueza gerada. Ademais, é preciso que se observe como as regras jurídicas lidam com a possibilidade de transferência de tais riquezas entre as populações de diferentes regiões, visando a assegurar uma alocação eficiente e justa dos recursos no território nacional.

Em resumo, se houvesse um tal mercado, quanto valeria para o Estado de São Paulo, a preservação pelo Estado de Roraima, da cultura indígena protegida por meio da demarcação de reservas no território deste estado? Quanto valeria para o Estado do Rio Grande do Sul, o prejuízo ambiental causado pela exploração mineral no território do Estado de Minas Gerais? No caso específico da dívida pública, sendo esta um instrumento para o deslocamento, não apenas temporal, mas também regional de capitais, a mesma questão de coloca. Qual o custo para a população da região poupadora, decorrente da transferência de capitais para a região investidora? Qual a dinâmica decorrente em caso de inadimplência de uma das partes?

A questão a respeito do ônus da dívida pública ser suportado por um ente subnacional ou pelo ente nacional é meramente distributiva, posto que o esforço fiscal consolidado necessário para o pagamento da dívida é idêntico em cada caso. Contudo, é verdade que a centralização da administração da dívida contribui para uma maior coordenação desta, especialmente em vista dos efeitos macroeconômicos decorrentes do endividamento público<sup>232</sup>.

Em sendo uma questão distributiva, além dos aspectos de justiça envolvidos, são relevantes os aspectos ligados à eficiência econômica das diferentes formas de alocação inicial dos direitos em uma federação. Um resultado eficiente, do ponto de vista econômico, ocorre quando os recursos disponíveis são utilizados e alocados com base no seu maior valor mensurado pela disposição de cada indivíduo de pagar por aquele recurso<sup>233</sup>.

A esse respeito, mister observar que mesmo a literatura econômica diverge a respeito de qual o conceito de eficiência mais adequado, sendo frequentemente apresentados os

---

belief that non-economic goals could be achieved costlessly. It has also been due to the excessive use of what have been termed command-and-control approaches. That is, prescriptive rules were used to regulate inputs and impose obligations backed by administrative enforcement and penal sanctions.”

<sup>232</sup> HAMILTON, Alexander. *First report on public credit*: “Admitting, as ought to be the case, that a provision must be made in some way or other, for the entire debt; it will follow, that no greater revenues will be required, whether that provision be made wholly by the United States, or partly by them, and partly by the states separately.

The principal question then must be, whether such a provision cannot be more conveniently and effectually made, by one general plan issuing from one authority, than by different plans originating in different authorities.”

<sup>233</sup> VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 20: “An efficient outcome occurs when resources, goods, and services are allocated to their highest expected value uses as measured by individual willingness to pay, assuming that the most productive existing technology is used.”

conceitos de eficiência de Pareto<sup>234</sup> e de eficiência de Kaldor-Hicks<sup>235</sup>, como alternativas argumentativas. Cabe, contudo, observar que ambas as concepções podem conduzir a situações distributivas distintas sob a função objetivo de maximização da eficiência.

No caso da coordenação da dívida pública pelo governo central, diante da influência exercida sobre a macroeconomia pelo comportamento fiscal de entes subnacionais, valem os alertas da Economia, mais explicitamente da Teoria dos Jogos, a respeito do resultado, para o grupo, de uma competição individual por recompensas limitadas. Nesta linha, fica fácil compreender a complexidade do trabalho de ajuste macroeconômico a cargo da União, diante da autonomia gozada por estados e municípios<sup>236</sup>.

O endividamento público é, por isso, um dos casos em que mais claramente se verifica o conflito federativo, uma vez que os interesses das unidades federadas podem não corresponder à necessidade de equilíbrio e sustentabilidade a serem proporcionados pela União<sup>237</sup>.

Por outro lado, a ideia frequentemente defendida de que o controle macroeconômico dependeria de uma concentração das competências fiscais no governo central vem sendo contestada pela literatura econômica, que, contudo, afirma não se poder prescindir de um controle orçamentário rígido das entidades subnacionais. Por controle orçamentário rígido deve-se entender a ausência de mecanismos institucionais ou morais que levam ao deslocamento do custo fiscal de uma ação para outra unidade federal na forma de um refinanciamento ou transferência de emergência<sup>238</sup>.

Sob o ponto de vista da coordenação na alocação dos recursos na federação por meio do mecanismo da dívida pública, vale observar que, além de afetar a preferência relativa

---

<sup>234</sup> VELJANOVSKI, Cento. *Idem, ibidem*: “A Pareto efficient outcome is where the welfare of one individual cannot be improved without reducing the welfare of others.”

<sup>235</sup> VELJANOVSKI, Cento. *Idem, ibidem*: “A policy is Kaldor-Hicks efficient if those that gain can in principle compensate those that have been ‘harmed’ and still be better off. In other words, the cost-benefit test is satisfied shows that the economic gains exceed the losses to whomever they accrue. In this way economists believe that the Kaldor-Hicks approach separates efficiency from the thorny and indeterminate issue of wealth distribution.”

<sup>236</sup> FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexões do endividamento nas relações federativas brasileiras, pp. 445-6: “Como a estabilização não estaria entre os objetivos a serem perseguidos diretamente pelos governos estaduais ou municipais, desnecessários seriam o cuidado e zelo para com as repercussões da gestão fiscal adotada individualmente pelo ente federativo sobre a política econômica nacional.

O reconhecimento de que o comportamento individualmente adotado por cada uma das entidades federativas tem repercussões que extrapolam os interesses meramente individuais, prejudicando ou favorecendo estratégias desenvolvidas nacionalmente, termina por acrescentar novas reflexões ao exame das competências atribuídas aos entes componentes do Estado Federativo.”

<sup>237</sup> FARIA, Rodrigo de Oliveira. *Op. cit.*, p. 455: “o endividamento explicita um conflito federativo potencial, na medida em que opõe a autonomia dos entes subnacionais à competência jurídico-institucional atribuída à União para a condução da política econômica.”

<sup>238</sup> GREMAUD, Amaury P.; TONETO Jr., Rudinei. Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades, p. 114: “Existe assim uma revisão das posturas mais críticas, procurando mostrar que não necessariamente o controle macroeconômico do país estaria sub judice se fosse possível às instâncias subnacionais tomarem empréstimos, desde que se construísse um aparato institucional compatível. Este aparato institucional pode assumir diferentes formas, contudo a idéia de que é necessária uma “restrição orçamentária rígida” para os entes subnacionais ganha destaque (Ter- Minassian, 1997).”

dos títulos públicos, sobretudo dos federais, por meio da fixação das taxas de juros e do aumento ou redução da base monetária em operações de mercado aberto, o governo federal frequentemente também tem o poder de fato de alterar essa preferência relativa por meio da tributação, isentando ou onerando mais instrumentos privados ou públicos de dívida, conforme o interesse. Tal poder, contudo, no Brasil, está limitado pelo artigo 151, II da CF/88<sup>239</sup>, que segue redação já adotada em Constituições anteriores.

### 1.3.2 Descentralização e equilíbrio federativo

Segundo Dalmo de Abreu Dallari, o Estado federal possui algumas características fundamentais, a saber: (i) a existência de um único Estado na figura da União, não sendo os estados-membro Estados de fato; (ii) o fundamento jurídico da União é uma Constituição Federal e não um Tratado; (iii) em geral, não há o direito à secessão; (iv) apenas a União possui soberania, cabendo aos estados-membro apenas autonomia limitada; (v) as competências da União e dos estados-membro são fixadas por meio da Constituição Federal; (vi) a distribuição de competências é seguida da distribuição de rendas; (vii) o poder político é compartilhado entre as unidades federadas e a União; (viii) a cidadania é exercida com base na União, não havendo nacionalidade em relação aos estados-membro<sup>240</sup>.

Como argumentos favoráveis a formatação federal do Estado, pode-se elencar o fato de que o poder político é desconcentrado em um número maior de entidades, dificultando a formação de governos totalitários<sup>241</sup>. Ademais, ao aproximar o poder político do cidadão, o Estado federal permitiria uma maior participação social no poder, consequentemente aumentando as chances de atingimento do bem comum pelo Estado<sup>242-243</sup>.

<sup>239</sup> “Art. 151. É vedado à União: (...) II – tributar a renda das obrigações da dívida pública dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como a remuneração e os proventos dos respectivos agentes públicos, em níveis superiores aos que fixar para suas obrigações e para seus agentes.”

<sup>240</sup> DALLARI, Dalmo de Abreu. *Elementos de teoria geral do estado*, pp. 258-60.

<sup>241</sup> DALLARI, Dalmo de Abreu. *Op. cit.*, p. 260.

<sup>242</sup> É discutível na literatura se a existência do Estado depende de uma finalidade, seja ela atingir o bem comum ou qualquer outra. A favor, conferir DALLARI, Dalmo de Abreu. *Op. cit.*, p. 108: “Procedendo-se uma análise de todas essas ideias, verifica-se que o Estado, como sociedade política, tem um fim geral, constituindo-se em meio para que os indivíduos e as demais sociedades possam atingir seus respectivos fins particulares. Assim, pois, pode-se concluir que o fim do Estado é o bem comum, entendido este como o conceituou o Papa João XXIII, ou seja, o conjunto de todas as condições de vida social que consintam e favoreçam o desenvolvimento integral da personalidade humana. Mas se essa mesma finalidade foi atribuída a sociedade humana no seu todo, não há diferença entre ela e o Estado? Na verdade, existe uma diferença fundamental, que qualifica a finalidade do Estado: este busca o bem comum de um certo povo, situado em determinado território. Assim, pois, o desenvolvimento integral da personalidade dos integrantes desse povo é que deve ser o seu objetivo, o que determina uma concepção particular de bem comum para cada Estado, em função das peculiaridades de cada povo.”

<sup>243</sup> DALLARI, Dalmo de Abreu. *Op. cit.*, p. 261: “Procedendo-se a uma síntese dos argumentos favoráveis ao Estado Federal, ressalta, em primeiro lugar, a afirmação de que é mais democrático, pois assegura maior aproximação entre governantes e governados, uma vez que o povo tem sempre acesso mais fácil aos órgãos do poder local e por meio deste influi sobre o poder central. Outro argumento é justamente o que se refere à maior dificuldade para concentração do poder, o que, em última análise, também favorece a democracia. Além disso, argumenta-se que o Estado Federal, preservando as características locais e regionais, ao mesmo tempo promove a integração, transformando as oposições naturais em solidariedade.”

Por outro lado, a difícil coordenação de entidades autônomas em uma federal torna extremamente complexa a atividade de planificação social, especialmente a planificação econômica, o que poderia ser apresentado como argumento contrário ao Estado federal<sup>244</sup>. Em acréscimo deve-se apontar a dificuldade prática de se equilibrar interesses por vezes conflitantes entre as unidades da federação, o que poderá levar ao favorecimento da população de um estado-membro em relação ao outro. Ambos os argumentos estão intimamente conectados à questão do endividamento público.

O federalismo fiscal envolve um dilema, ou *trade-off*, relativo à ideia de que, se a descentralização das competências gera eficiência alocativa no gasto público, por outro lado, dificulta o exercício da função estabilizadora pelo Estado, na medida em que as decisões relativas ao nível de gasto e arrecadação passam a ser realizadas concomitantemente por agentes com interesses díspares<sup>245</sup>.

O conflito distributivo entre cidadãos de diferentes regiões de um estado federal, como o Brasil, são conflitos de natureza marcadamente política e reverberam sobre todo o contrato social donde deriva a legitimidade do poder político. Por esta razão, o diálogo que leva às restrições ao endividamento não é apenas um diálogo técnico-financeiro, devendo tomar o centro dos debates políticos de construção do ordenamento jurídico de um país.

O processo de descentralização fiscal pode atingir três diferentes níveis: desconcentração (*deconcentration*), transferência de poderes (*devolution*) e delegação (*delegation*). No modelo de desconcentração são criados órgãos regionais do poder central, com limitada autonomia, voltados a uma melhor administração dos interesses locais, dentro de uma estratégia estabelecida de forma centralizada<sup>246</sup>. A transferência de poderes, por outro

---

<sup>244</sup> DALLARI, Dalmo de Abreu. *Idem, ibidem*: “Os que são contra a organização federativa entendem que o Estado Federal é inadequado para a época atual, em que, para atender a solicitações muito intensas, é necessário um governo forte. Um aspecto que nos últimos tempos vem sendo também bastante acentuado é o da planificação. O Estado, que atua muito, deve agir racionalmente, dentro de uma planificação global, para aproveitamento mais adequado e eficiente dos recursos sociais, econômicos e financeiros disponíveis. O Estado Federal dificulta, e às vezes impede mesmo, a planificação, pois é constitucionalmente impossível obrigar uma unidade federada a enquadrar-se num plano elaborado pela União. Paralelamente a isso, o Estado Federal, segundo se alega, provoca a dispersão dos recursos, uma vez que obriga à manutenção de múltiplos aparelhos burocráticos, sempre dispendiosos e desejando executar seus próprios planos. Argumenta-se ainda que a organização federativa tende a favorecer a ocorrência de conflitos jurídicos e políticos, pela coexistência de inúmeras esferas autônomas, cujos limites nem sempre podem ser claramente fixados.”

<sup>245</sup> ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*, p. 66: “A descentralização, causa, dessa forma, um trade-off, pois se por um lado aumenta-se a eficiência na função estatal da provisão de bens e serviços públicos, por outro lado dificulta-se a função da estabilidade econômica.”

<sup>246</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 7: “Deconcentration is sometimes referred to as administrative decentralization. It denotes a process whereby regional offices of central ministries are established in local jurisdictions for the purpose of deciding the level and composition of the local goods and services to be provided. Deconcentration with authority means that the regional branches of ministries have some ability to make independent decisions, albeit usually within central guidelines. Deconcentration without authority occurs when regional offices

lado, consiste no maior nível de autonomia para os poderes locais, envolvendo a transferência efetiva das responsabilidades pela eleição dos gastos e logicamente das políticas públicas prioritárias, ao mesmo tempo em que se transferem os poderes relativos à tributação e à obtenção de outras receitas próprias<sup>247</sup>. Finalmente, o nível de delegação consiste em nível intermediário, pelo qual o governo central atribui ao governo local competência para perseguir a realização de algumas funções públicas, com ou sem financiamento pelo governo central. Esta modalidade permite aos governos locais administrar programas de prioridade nacional, levando em conta aspectos locais<sup>248</sup>.

Do ponto de vista econômico, argumenta-se que a descentralização das competências governamentais, especialmente em bases regionais, contribuiria para uma maior eficiência econômica, seja em função da competição estabelecida entre tais esferas, seja em razão das limitações fáticas a um planejamento central conglobante<sup>249</sup>. Embora o segundo

---

are created with no independent decision-making authority. In either case, when deconcentrated offices provide services (such as education, health services, water, or transportation), local residents are likely to have little to say regarding the scope or quality of the services and the manner in which they are provided.”

<sup>247</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, p. 8: “In devolution, independent local self-governments are established, with responsibility for the delivery of a set of public services and the authority to impose taxes and fees to finance them. Devolved governments have considerable flexibility to select the mix and level of services and in some cases plenary authority to generate their own revenues. With devolution, citizens have the ability to use their local government to express their preferences regarding the mix and level of public services they want (demand), while taking into account their cost (supply). The result of devolution that provides for such local decision making is “better” (more efficient) utilization of limited resources than would occur if the decisions on local tax and spending policies were made in some distant capital. When each locality makes local decisions, the entire society gains financially. In technical jargon, there has been an increase in social welfare. Efficiency or welfare gains from decentralization can be particularly significant in countries with a high degree of economic, demographic, and geographic diversity.”

<sup>248</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, pp. 8-9: “The third variant, delegation, is often thought of as an intermediate arrangement between devolution and deconcentration. It can be characterized as a principal-agent relationship between a higher-level government (principal) that assigns a local government (agent) responsibility for supplying certain local functions (e.g., education, water distribution, health clinics), which may or may not be financed by transfers from the principal to the agent. The failure of the higher, principal authority to pay for the delegated responsibilities—that is, the creation of an unfunded mandate—can establish a potentially contentious central-local relationship and may lead to legal battles (if the locality has the legal right to go to court), incentives for local budgeting sleight-of-hand, and even conflict.

When funded, however, delegation may improve efficiency if it allows subnational government units to administer programs of national priority in ways that better reflect local economic, social, and financial circumstances. Under such arrangements the center may – indeed, is likely to – set minimum or standard levels of services. If the detailed, day-to-day decisions on service delivery remain local, however, an opportunity exists for finding new, creative, and perhaps cost-reducing ways to deliver those services. As will be discussed in the following section, the design of intergovernmental fiscal transfers and the degree and nature of central monitoring will influence the balance between central and local decision making in the delegated areas of responsibility.”

<sup>249</sup> VULOVIC, Violeta. The effect of subnational borrowing control on fiscal sustainability: how to regulate?, p. 2: “Two basic mechanisms are involved here. The first mechanism relates to Hayek’s (1945) knowledge problem, which states that wide dispersion of knowledge causes central planning to fail. Decentralized authorities, on the other hand, are in much better position to be responsive to variations in local demand. The se-

argumento possua apelo na intuição e aproxime as decisões dos governados, o primeiro argumento parte de uma concepção idealizada de mundo, que desconsidera os perigos reais de uma “corrida ao abismo” decorrente desta competição<sup>250</sup>.

O argumento econômico para a descentralização diz respeito à possibilidade de conferir maior eficiência ao gasto público por meio da aproximação do processo decisório da população consumidora dos bens públicos. Isto, pois compreende-se que populações locais podem ter preferências distintas por um conjunto de bens e serviços públicos colocados à sua disposição, com propensões distintas a pagar por cada um deles. Assim sendo, a utilidade total da população poderia ser elevada por uma decisão localizada em lugar de uma decisão que considerasse simplesmente a média das necessidades ou a moda das necessidades (vontade da maioria)<sup>251</sup>.

O chamado “teorema da descentralização” apresentado inicialmente por Wallace Oates apregoa que, a um mesmo custo de produção, a oferta de bens públicos por governos locais tenderia a gerar maior eficiência econômica que a oferta por governos centrais. A razão de tal argumento se encontraria na maior possibilidade de os governos locais atenderem às diferentes preferências relativas dos cidadãos, variáveis entre diferentes regiões de um mesmo país<sup>252</sup>.

---

cond mechanism is related to the idea government as a monopolist. As Brennan and Buchanan (1980) suggest, ‘the potential for fiscal exploitation varies inversely with the number of competing governmental units in the inclusive territory.’ (p. 180). Therefore, greater competition between governments can limit their ability to extract monopoly rents, enhancing economic efficiency and economic growth.”

<sup>250</sup> Para uma visão do problema a partir da análise da guerra fiscal internacional, ver ARELLANO, Luis Felipe Vidal. Contribuições de teoria econômica e de relações internacionais ao entendimento do processo de competição tributária, *passim*.

<sup>251</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, p. 13: “For the economist, the chief argument for decentralization concerns improvements in efficiency—that is, the payoff in general ‘welfare gains’ that results from well-designed intergovernmental arrangements. The efficiency argument for decentralized government goes as follows: Due to different preferences for level and mix of local public goods and services across jurisdictions and differences in the local costs of producing and distributing goods and services, the general welfare of the whole society will be enhanced if decisions about which bundle of local goods and services should be provided from locality to locality are made locally (presumably by freely chosen local officials), rather than by a central official (who may make decisions based some set of centrally determined standards or to satisfy bureaucratic incentives).”

<sup>252</sup> OATES, Wallace. The role of fiscal decentralization in economic growth, p. 240: “The basic economic case for fiscal decentralization is the enhancement of economic efficiency: the provision of local outputs that are differentiated according to local tastes and circumstances results in higher levels of social welfare than centrally determined and more uniform levels of outputs across all jurisdictions. Although this proposition has been developed mainly in a static context ..., the thrust of the argument should also have some validity in a dynamic setting of economic growth. There surely are strong reasons, in principle, to believe that policies formulated for the provision of infrastructure and even human capital that are sensitive to regional or local conditions are likely to be more effective in encouraging economic development than centrally determined policies that ignore these geographical differences.” Ver também, BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Liderando el desarrollo sostenible de las ciudades: unidad temática gestión financiera subnacional*, pp. 3-4: “De acuerdo a lo anterior, conviene preguntar ¿Qué regla se debe seguir para asignar responsabilidades de gasto entre los diferentes niveles de gobierno? Para responder a la pregunta, Oates (1972) utilizó un esquema de análisis económico que posteriormente se conoció

Existem, contudo, razões para não descentralizar todas as ações públicas. Há casos, por exemplo, em que há externalidades que se espraiam por mais de um território, de modo que a alocação de um serviço a um território que não é o único beneficiário da sua própria ação pode gerar incentivos econômicos à oferta de tais bens em quantidade menor a que seria desejável. Há, também, casos em que há ganhos de escala pela prestação de um serviço por entidade com maior abrangência territorial, o que significa que o custo unitário médio de um determinado serviço passa a ser sensivelmente menor pela prestação do serviço para um número maior de demandantes. Em ambos os casos, a prestação destes serviços por entes locais pode não ser a melhor estratégia do ponto de vista econômico<sup>253</sup>.

Em síntese, teríamos que os serviços com maior probabilidade de descentralização eficiente são os serviços com elevada heterogeneidade de preferências entre regiões do território nacional, grande proximidade entre prestador do serviço e o usuário, inexistência ou baixa existência de externalidades e economias de escala<sup>254</sup>.

O critério utilizado para delimitar as competências em um Estado federal normalmente se refere à predominância do interesse nacional ou local diante de uma determinada questão, ainda que essa definição possa, em diversos casos, apresentar-se pouco objetiva. Assim, aos municípios caberia os assuntos de interesse local, aos estados os de interesse regional e à União os de interesse nacional<sup>255</sup>.

O federalismo brasileiro é misto, na medida em que envolve técnicas de repartição de competências próprias do federalismo dualista, com competências exclusivas, e técnicas de repartição de competências próprias do federalismo cooperativo, com competências concorrentes<sup>256</sup>.

---

como “el teorema de la descentralización”. Dicho teorema demuestra que con iguales costos para los distintos niveles de gobierno, el suministro de un bien público por parte de los gobiernos subnacionales promueve una mayor eficiencia del gasto público, puesto que permite un mejor ajuste entre las preferencias de los ciudadanos y las características y cantidades ofrecidas de dicho bien. La idea es asegurar que la gestión y provisión de los bienes tomen en consideración las particularidades y preferencias locales, y que aprovechen la cercanía entre beneficiario y proveedor como un instrumento para facilitar la transparencia y el control ciudadano. Para ciertos bienes y servicios (como la salud primaria y la educación básica, el transporte público o la seguridad), las preferencias de los ciudadanos varían significativamente entre una jurisdicción y otra, de modo que la información local es clave para asegurar una buena provisión.”

<sup>253</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 4.

<sup>254</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, pp. 4-5: “A partir de ese análisis, los servicios más susceptibles de administrarse por los gobiernos subnacionales son aquellos con heterogeneidad de las preferencias entre jurisdicciones, alta; condición local (cercanía proveedor-beneficiario), alta y media; extensión de los beneficios/ externalidades, baja y media; y bajas economías de escala. Dichos servicios son la salud primaria, la educación básica, la seguridad urbana, el transporte, la vivienda, agua y saneamiento.”

<sup>255</sup> FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexões do endividamento nas relações federativas brasileiras, p. 440: “Efetivamente, parece existir um consenso doutrinário em torno da ideia de que o critério que norteia a repartição de competência entre as entidades federativas é o da predominância do interesse, segundo o qual à União competirão as matérias de predominante interesse geral, nacional-, aos Estados caberão as matérias de predominante interesse regional, e aos Municípios tocarão os assuntos de interesse local.”

<sup>256</sup> FARIA, Rodrigo de Oliveira. *Op. cit.*, p. 442: “No que se refere à caracterização do federalismo brasileiro, há que se ressaltar que o mesmo conjuga elementos de um federalismo dualista com elementos

As transferências para equalização de desequilíbrios regionais, embora importantes do ponto de vista da redistribuição de renda no território nacional, além da própria redução das desigualdades regionais, objetivo fundamental da República brasileira, apresentam problemas práticos de relevância considerável. Primeiramente, o governo central pode não contar com recursos suficientes para dar cabo às transferências necessárias à equalização completa dos desequilíbrios horizontais. Em segundo lugar, a completa equalização pode gerar desincentivos à eficiência e à implantação de meios mais modernos de gestão e de arrecadação de receitas próprias nos entes locais que não se beneficiam de tais transferências<sup>257</sup>.

Segundo estudo da Subsecretária de Desenvolvimento Regional e Administrativo do Governo do Chile, citado pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento, o Brasil é um dos países mais descentralizados do mundo em termos de gastos públicos, ao lado da Argentina e da Colômbia, na América Latina, em níveis próximos ao de países desenvolvidos como Canadá, Estados Unidos e os países nórdicos da Europa<sup>258</sup>.

Nesta ordem de considerações, a permissão ao endividamento de entes subnacionais, não apenas aprofundaria as possibilidades de justiça intergeracional na distribuição dos custos de financiamento da infraestrutura pública, como igualmente poderia contribuir para uma maior abertura e transparência fiscal desses entes. Isso ocorre, pois o mercado de crédito depende intensamente de informações financeiras e operacionais relativas ao possível tomador de crédito para avaliar os riscos das operações e, conseqüentemente, precificá-las<sup>259</sup>.

Desequilíbrios financeiros em entes estatais podem revelar não apenas irresponsabilidade de seus governantes, mas também desequilíbrios na própria Federação, possuindo

---

cooperativos, ou seja, mistura competências exclusivas de cada um dos entes com competências a serem exercidas concorrentemente.”

<sup>257</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, p. 26: “Equalization can be undertaken to guarantee some basic (minimum) level of local service provision, in conjunction with the broader goal of equalizing fiscal capacity among subnational governments. A key issue is whether a grant actually does equalize across municipalities with different economic and financial endowments (fiscal disparities). The central government may not commit to full equalization for several reasons: First, central resources to do so may be inadequate. Second, full equalization might penalize better performers and create incentives for backward local governments toward grant seeking. Third, it may be difficult to develop a formula that truly equalizes across municipalities.”

<sup>258</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 7: “Según un análisis reciente conducido por la Subsecretaría de Desarrollo Regional y Administrativo (SUBDERE) del Gobierno de Chile (2009) el grado de descentralización fiscal del gasto es bastante heterogéneo en América Latina. Por una parte, se observa que Argentina, Brasil y Colombia han descentralizado el gasto entre el 40 y el 50%, ubicándose entre los países más altamente descentralizados del mundo, tales como Canadá, Estados Unidos y los países Nórdicos de Europa, mientras que Bolivia lo ha hecho entre el 20 y el 30% y Perú entre el 10 y el 20% (ver gráfico1). Colombia y Perú han experimentado importantes avances en la descentralización del gasto en el periodo 1996-2004. Bolivia, por el contrario, es uno de los pocos países en donde se observa una leve tendencia hacia la recentralización.”

<sup>259</sup> VULOVIC, Violeta. The effect of subnational borrowing control on fiscal sustainability: how to regulate?, p. 3.

os entes capacidades distintas para lidar com competências semelhantes. Essa é uma situação possível no Brasil, diante da desigualdade regional ainda existente<sup>260</sup>.

Com relação ao endividamento recíproco entre entes da federação, o artigo 35 da LRF traz regra de equilíbrio inter-regional, que estabelece a proibição de financiamento de ente da federação por outro. Essa regra garante equilíbrio entre diferentes estados e municípios na medida em que evita que estes socializem seus custos, por meio de financiamentos concedidos graças aos esforços fiscais realizados pela população de outros territórios.

Contudo, conforme ensina Heleno Torres, este artigo deve ser interpretado de maneira conforme ao artigo 43 da Constituição Federal de 1988, que permite no seu § 2º, II, a prática de juros favorecidos para financiamento de atividades prioritárias, visando incentivar o desenvolvimento de determinadas regiões e a redução de desigualdades. Isto seria especialmente relevante no caso de contratos vigentes de financiamento cuja dinâmica da dívida levem a uma situação de fato incompatível com o tratamento favorecido pretendido na Constituição Federal<sup>261</sup>.

<sup>260</sup> ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, p. 134: “Entretanto, em um Estado Federal heterogêneo como o brasileiro, em que cada ente federativo tem uma realidade distinta, principalmente no que toca ao aspecto financeiro, é comum aos referidos entes o recebimento de tarefas desproporcionais aos recursos para a sua execução, verificando-se neste caso a ocorrência de uma ‘crise de sobrecarga’, ou seja, de um ‘desequilíbrio entre as obrigações e os meios financeiros’. A sobrecarga de alguns entes federativos tende a provocar um desequilíbrio sistêmico das contas públicas, pois os entes sobrecarregados, sem disporem de crédito no mercado e a fim de contornarem a situação, recorrem à contratação de operações de crédito junto às outras unidades da Federação, mas sem um planejamento adequado que os permitam restituírem futuramente o capital emprestado ou mesmo arcarem com os serviços da dívida gerada.”

<sup>261</sup> TORRES, Heleno Taveira. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*, pp. 451-2: “O art. 35 da LRF visa ao equilíbrio federativo e à garantia da uniformidade de tratamento da União em relação aos Estados e Municípios na realização de operações de crédito, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente (âmbito material), ao vedar sua prática ‘entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta’ (âmbito subjetivo). A restrição contida nesse preceito delimita os limites da competência da União e institui um dever de uniformização de conduta, para evitar tratamentos discriminatórios contra certas unidades federadas. Por conseguinte, dentro do âmbito material do que a LRF qualifica como operações de crédito, a vedação se impõe.

Logo, a única interpretação do art. 35 da LRF conforme a Constituição é aquela exposta antes, de modo a não se vedar a possibilidade de revisão da taxa de juros e do limite do dispêndio nos contratos de refinanciamento, quando estes se encontrem em evidente situação de desvantagem, até por atenção ao quanto prescreve o art. 43, da Constituição, como forma de evitar desigualdades geradas por contratos em vigor entre os entes federados. Afinal, acaso se pretendesse estender a noção de operações de crédito, para abranger também a mera revisão da taxa de juros ou do limite de dispêndio, estar-se-ia extrapolando os preceitos do art. 35 da LRF (relativos a procedimentos equivalentes), e, assim, suprimindo a autonomia de ente da Federação, pois, independentemente da conjuntura econômica, este ficaria obrigado a arcar com os ‘serviços da dívida’, na forma originalmente contratada, em desfavor do cumprimento dos ditames constitucionais, sobretudo quanto à prestação de serviços essenciais à população. Não há dúvidas de que tal situação, decorrente de interpretação extensiva do art. 35 da LRF, atentaria contra o pacto federativo.”

Parte da doutrina brasileira, porém, expressa crítica mais direta ao artigo 35 da LRF, sob o argumento de que a Constituição Federal estabelece ela própria os limites das relações entre entes federados, não cabendo à LRF apresentar limites à Federação onde a Constituição não o fez<sup>262</sup>. Sobre esse tema, há desde o ano 2000 Ação Direta de Inconstitucionalidade no Supremo Tribunal Federal pendente de julgamento definitivo<sup>263</sup>.

### 1.3.3 Controle nacional do endividamento

Em diversas partes do mundo o endividamento de entidades subnacionais não está permitido ou está regulado em bases restritivas. Onde há permissão para endividamento, este se apresenta como fonte importante de recursos para investimentos em infraestrutura, cujo prazo de maturação é mais longo que a capacidade de financiamento com recursos próprios<sup>264</sup>.

Há casos, porém, em que o desequilíbrio das finanças locais torna-se um risco ao equilíbrio das finanças públicas como um todo e à condução da política macroeconômica, especialmente em razão da possibilidade de contágio de outros entes. Esse contágio, em linhas gerais, pode decorrer de uma simples avaliação do mercado da similitude da situação em que se encontram diferentes entes subnacionais, ou pode decorrer da existência de garantias legais dadas por um ente a outro. Nestes casos, passa a ser importante a imposi-

---

<sup>262</sup> ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 136: “Entretanto, o mencionado artigo 35, da LRF, vem sendo considerado inconstitucional por alguns doutrinadores de peso. como a eminente Misabel Derzi, que propugna pela sua inconstitucionalidade, afirmando que a LRF, como norma geral de Direito Financeiro, não pode criar limitações que não existam na Constituição, pois sua função não seria a de restringir ou dilatar o campo delimitado pelo texto constitucional, mas a de completar e esclarecer seus dispositivos limitadores, facilitando assim a sua execução.”

<sup>263</sup> Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADIn) n. 2.250/DF. “EMENTA: AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE. MEDIDA CAUTELAR. ARTS. 35 E 51 DA LEI COMPLEMENTAR N.º 101/2000. OPERAÇÕES DE CRÉDITO ENTRE ENTES FEDERADOS, POR MEIO DE FUNDOS. CONSOLIDAÇÃO DAS CONTAS DA UNIÃO, DOS ESTADOS, DOS MUNICÍPIOS E DO DISTRITO FEDERAL. ALEGADA VIOLAÇÃO AO PRINCÍPIO FEDERATIVO. O art. 35 da Lei de Responsabilidade Fiscal, ao disciplinar as operações de crédito efetuadas por fundos, está em consonância com o inciso II do § 9.º do art. 165 da Constituição Federal, não atentando, assim, contra a federação. Já a sanção imposta aos entes federados que não fornecerem dados para a consolidação de que trata o art. 51 da LC 101/2000 igualmente não implica ofensa ao princípio federativo, uma vez que as operações de crédito são englobadas pela mencionada regra constitucional e que o texto impugnado faz referência tão-somente às transferências voluntárias. Medida cautelar indeferida.”

<sup>264</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Liderando el desarrollo sostenible de las ciudades: unidad temática gestión financiera subnacional*, p. 27: “El endeudamiento de los gobiernos subnacionales no está permitido en todos los países y cuando lo está, suele ser regulado mediante una ley. En varios países en desarrollo y transición ha representado una fuente de ingresos, adicionales a los ingresos propios, que ha tomado mucho peso dentro su composición financiera. Esta fuente complementaria de recursos les ha permitido atender necesidades de gran envergadura, tales como proyectos de infraestructura de interés regional y local, principalmente en aquellos estados/provincias y municipios que han experimentado un desarrollo urbano importante – en países como Hungría, México, Polonia, Rumania y Rusia (Liu y Waibel, 2008). Uno de los impactos de la capacidad de endeudamiento de los gobiernos subnacionales es el desarrollo del mercado de créditos, que en algunos casos ha alcanzado niveles sofisticados.”

ção de limites ao endividamento de entes subnacionais<sup>265</sup>. Essa relação de causalidade, porém, não é unanimidade na literatura econômica<sup>266</sup>.

A principal motivação para a renegociação das dívidas dos estados e município brasileiros ao final da década de 1990 foi o reconhecimento do impacto do resultado fiscal desses entes sobre a estabilização macroeconômica de responsabilidade do governo central<sup>267</sup>. Essa influência potencial já era reconhecida pela teoria econômica, que advogava um maior controle da oferta de crédito do setor bancário aos entes subnacionais, sob a premissa de que os déficits desses entes poderiam ser transferidos ao governo central, prejudicando a função estabilizadora do governo<sup>268</sup>.

O crescimento da dívida pública no âmbito dos entes subnacionais, com frequência, é sintoma de desequilíbrio fiscal do próprio modelo federativo de competências, impondo-se despesas a entes subnacionais além de suas possibilidades de arrecadação, ou mesmo por decorrência da qualidade inferior do sistema de transferências de receitas entre entes governamentais<sup>269</sup>.

Um elevado nível de dependência de transferências de outros entes, especialmente do governo central, pode resultar em uma menor propensão à eficiência do gasto público,

<sup>265</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 7: “An important intergovernmental issue arises when local governments that are part of a unitary intergovernmental hierarchy become a source of contingent liabilities. Under these (typical) circumstances, it may become necessary for the central government to impose limits or other controls on local borrowing activity.”

<sup>266</sup> VULOVIC, Violeta. The effect of subnational borrowing control on fiscal sustainability: how to regulate?, p. 2: “Furthermore, sub-national governments have less incentive than the central governments to be concerned with macroeconomic impact of their policies because they do not bear the full cost of their actions (“moral hazard”). Therefore, to sub-national governments, macroeconomic stability has public goods characteristics. Some authors contend that fiscal decentralization can enhance macroeconomic stability (Fukasaku and De Mello, 1998) while others assert there are significant costs associated with insuring macroeconomic stability through decentralization and that achieving this goal requires thoroughly disciplined sub-national borrowing (Ter-Minassian, 1997). The empirical literature on this issue is inconclusive. It is therefore important to investigate the effect of fiscal decentralization on macroeconomic stability in the presence of borrowing regulation.”

<sup>267</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. Endividamento subnacional em um contexto federativo: o caso brasileiro. Cadernos de Finanças Públicas, p. 60: “A importância dos déficits dos governos subnacionais no resultado consolidado do setor público e a possibilidade de a assunção desses déficits afetar a função de estabilização, desempenhada pelo governo central, podem ser apontados como fatores para as renegociações de dívidas ocorridas nos últimos anos. Somente a partir de 1997, foi exigida dos governos estaduais uma proposta de ajuste fiscal.”

<sup>268</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, p. 63: “A maioria dos economistas concorda que, geralmente, as decisões envolvendo questões de gastos e de arrecadação de recursos, que afetam o nível de desemprego e de inflação, devem estar concentradas no governo central, uma vez que estão relacionadas com a função estabilizadora. Pode-se, de uma maneira geral, afirmar que a estrutura do federalismo fiscal adotada terá influência direta sobre a gestão macroeconômica do governo.”

<sup>269</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. Control of subnational government borrowing, p. 156: “The growth of subnational public debt is frequently a symptom of an inappropriate design of intergovernmental fiscal relations in the country in question, involving, for example, large vertical or horizontal imbalances or a system of intergovernmental transfers lacking transparent criteria and conducive to ad hoc bargaining or ex post gap filling.”

na medida em que importantes decisões relativas à alocação dos recursos são tomadas por outras instâncias, assim como a responsabilidade pelo custeio das ações públicas não recai primariamente sobre a população afetada por tais ações<sup>270</sup>. Assim, há evidências de que uma maior dependência de transferências de outros entes da federação contribui para um menor equilíbrio fiscal. Uma possível razão para esse fato seria a ideia de que o financiamento sem custo para a própria população conduziria a um comportamento irresponsável financeiramente por parte da população beneficiada<sup>271</sup>.

É preciso notar que o modelo de transferências adotado no Brasil não privilegia os entes subnacionais com maior demanda de recursos, mas os entes menores, com menor capacidade de arrecadação própria. Isto acaba por distorcer a distribuição de recursos, levando a uma insuficiência de arrecadação em municípios maiores, que, com frequência, financiam inclusive serviços públicos postos à disposição de cidadãos de municípios vizinhos<sup>272</sup>.

Um dos motivos pelos quais esses desequilíbrios acontecem e também um dos principais argumentos utilizados contra a descentralização fiscal diz respeito a falta de capacidade operacional dos governos locais para a autoadministração. Este argumento, porém, deixa de levar em conta que tal administração, como conhecimento ligado à *praxis*, somente é adquirido por meio do seu exercício diário. Não se pode, portanto, falar em capacidade inata de autoadministração<sup>273</sup>.

---

<sup>270</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, p. 63: “Uma característica marcante do federalismo fiscal moderno é o sistema de transferência de recursos entre os níveis de governo. Na maioria dos países, os recursos partem do governo central para os governos subnacionais (estaduais e municipais). Logo, a existência de excessiva dependência de recursos provenientes do governo central pode acarretar uma inevitável interferência nas decisões de gastos dos governos locais pelo governo central. Nesse caso, tais decisões serão resultado de negociação entre os níveis de governo, reduzindo a independência fiscal do governo local. A grande dependência de recursos transferidos é um fator de desestímulo à condução fiscal responsável por parte dos governos subnacionais, uma vez que esses governos não dependem apenas do próprio esforço fiscal para assegurar a maior parte dos seus recursos.”

<sup>271</sup> SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, pp. 84-9.

<sup>272</sup> GREMAUD, Amaury P.; TONETO Jr., Rudinei. Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades, p. 111: “A redistribuição de receita, como dissemos, não ocorreu no sentido de direcioná-la, necessariamente, para os municípios e regiões em que as demandas sociais por serviços e investimentos eram mais intensas. A metropolização da pobreza intensifica ainda mais este ponto, já que amplia as demandas sociais assumidas pelas metrópoles e diminui a capacidade relativa de gerar renda própria por meio de taxas e impostos. Tendo em vista o exposto, um dos pontos mais difíceis a ser resolvido na estrutura federativa brasileira, antes do desequilíbrio vertical, é o seu desequilíbrio horizontal (Resende, 1998).”

<sup>273</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 11: “An argument often set forth in developing countries is that local governments do not have the capacity for self-government. This argument is most often heard when discussion arises as to the merits of granting localities such as municipal governments authority to generate their own revenues or the authority to borrow. In a country with a long tradition of centralization, that local governments lack the capacity to be self-governing is an observation that is likely to be both true and tautology. As local governments in several newly decentralizing countries have demonstrated, developing capacity to govern is a learning-by-doing process. To broadly paraphrase Amartya Sen’s essay ‘Democracy as a Universal Value,’ a country does not have to be deemed ‘fit’ to be decentralized, but rather governments become capable by being decentralized.”

Em Estados federais, como é o caso do Brasil, torna-se relevante a questão dos poderes das entidades subnacionais para a contratação de operações de crédito, ou para endividar-se em geral, seja por qual meio for. Em diversos casos, o que se verifica é uma descentralização do poder de endividar-se, visando a uma maior capilaridade nos investimentos públicos. Essa descentralização é de fato importante, sobretudo, se se verificar que parte relevante da infraestrutura pública no Brasil é decorrência de investimentos a cargo dos municípios. Contudo, caso a prerrogativa de endividamento não seja acompanhada de adequada autonomia fiscal em termos de capacidade de arrecadação própria, poderá tornar-se temerária, tendo em vista a incapacidade de planejamento adequado quanto à real disponibilidade futura de recursos para pagamento das parcelas da dívida contratada para fazer frente aos investimentos<sup>274</sup>.

O menor controle do governo central sob o endividamento de entes subnacionais pode ser uma decorrência de controles inadequados da política fiscal e macroeconômica, ainda por endereçar, ou pode também ser decorrência, em total oposto, de confiança na capacidade do mercado financeiro de autoadministrar o risco de crédito dos entes subnacionais, assim limitando a sua exposição ao crédito público e, conseqüentemente, a oferta de crédito aos entes subnacionais<sup>275</sup>.

Para que se possa falar em controle do endividamento subnacional pelo próprio mercado financeiro, porém, é preciso primeiramente que estejam presentes as seguintes condições mínimas e que, com frequência, não estão presentes em países em desenvolvimento: (i) ausência de reserva de mercado de crédito para dívidas públicas, com tratamento favorecido a empréstimos oferecidos ao setor público em relação aos oferecidos ao setor privado, em decorrência de regulação do setor financeiro<sup>276</sup>; (ii) existência de transparência a respeito do endividamento do ente subnacional e da sua real capacidade de pagamento, de maneira a permitir adequada análise de crédito por parte das instituições financeiras; (iii) ausência de expectativa de resgate de instituições financeiras em situação falimentar em decorrência de *default* da dívida do ente público; e, (iv) existência de estruturas que permitam ao ente estatal responder ao mercado em caso de restrições à oferta de crédito<sup>277</sup>.

<sup>274</sup> CARVALHO, André Castro. *Direito da infraestrutura: perspectiva pública*, p. 510: “No tocante aos sistemas de descentralização e federalismo fiscal, outro ponto que deve ser repisado é que de nada adianta a competência para contrair dívida se os poderes para se levarem receitas pelos entes locais não são compatíveis com as necessidades.”

<sup>275</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, 157: “In general, central government controls over subnational governments borrowing tend to be looser, on the one hand, in countries with poor overall financial discipline and as yet unaddressed fiscal and macroeconomic disequilibria, and, on the other, in countries with well-developed and relatively transparent financial systems, which can rely more on the market to discipline the borrowing of subnational governments.”

<sup>276</sup> A respeito desse ponto, ver BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 637: “os governos, já por sua conveniência puramente fiscal, já para regular e controlar a circulação segundos pendores da conjuntura econômica, obrigam os bancos diretamente a subscrever títulos de diferentes tipos ou chegam ao mesmo resultado indiretamente, por meio do Banco Central, nas operações de open-market (...).”

<sup>277</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Idem, ibidem*: “It has been suggested (Lane, 1993) that a number of conditions need to be satisfied for financial markets to exert effective discipline on subnational government borrowing:

Em virtude da ausência dessas condições, o controle do endividamento de entes subnacionais se faz mundialmente por meio de uma combinação de mecanismos administrativos, limites legais e de colaboração entre entidades federativas<sup>278</sup>. O controle exclusivamente pelo mercado, embora teoricamente possível<sup>279</sup>, não é frequentemente adotado, dadas as condições restritivas de eficácia dessa forma de controle.

Não se deve perder de vista o fato de que o ciclo político de curto prazo é elemento que favorece a pouca sensibilidade dos dirigentes políticos às restrições apresentadas pelo mercado financeiro, sendo muito mais sensíveis a questões envolvendo fluxo de recursos que questões envolvendo estoques, de dívida ou de patrimônio<sup>280</sup>.

A década de 1990 no Brasil foi década na qual os principais controles atuais ao endividamento de estados e municípios foram estabelecidos, concomitantemente a seguidos salvamentos destes entes proporcionados pelo governo central. O descontrole na emissão de títulos públicos e o relacionamento pouco ortodoxo de estados com bancos públicos por eles controlados foram algumas das causas da elevação da dívida desses entes ao longo das décadas de 1980 e 1990<sup>281</sup>, antes da assunção de tais dívidas pelo governo federal, refinanciando a dívida dos governos subnacionais de maneira subsidiada<sup>282</sup>.

- 
- Markets should be free and open; in particular, there should be no regulations (such as reserve or other portfolio composition requirements) on financial intermediaries that place government in a privileged borrower position.
  - Adequate information on the borrower's outstanding debt and repayment capacity should be available to potential lenders.
  - There should be no perceived chance of bailout of the lenders in the case of impending default. (...)
  - The borrower should have institutional structures that ensure adequate policy responsiveness to market signals before reaching the point of exclusion from new borrowing."

<sup>278</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 158. Ver também SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, pp. 67-9.

<sup>279</sup> Encontram-se internacionalmente exemplos de organismos criados na defesa dos interesses dos credores que terminam por resultar em restrição do crédito de entes públicos em caso de inadimplência. Ver, por exemplo, BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 633: "A sanção mais eficaz, em se tratando de crédito externo, reside em perdê-lo o Estado relapso. Para isso, os credores organizam-se em associações das quais a primeira foi o Council of Foreign Bondholders, fundado na Inglaterra em 1873. Essas organizações entram em contato com as Bolsas de Valores mobiliários, obtendo delas que os governos falidos não sejam admitidos no lançamento de novos empréstimos, assim como seus títulos sejam excluídos dos pregões e cotações. É a morte financeira, pois, nos mercados internacionais de dinheiro."

<sup>280</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 162: "Finally, and not least importantly, relatively short electoral cycles tend to make politicians at the subnational government level short-sighted and unresponsive to early warnings by the financial markets."

<sup>281</sup> Não se deve, porém, perder de vista o efeito desastroso sobre o endividamento subnacional causado pela mudança do cenário internacional de liquidez no final da década de 1970, interrompendo, após mudança na política monetária americana, o fértil processo de reciclagem dos euro-dólares e dos petrodólares ocorrido nas duas décadas anteriores e que serviram para o amplo acesso do mercado brasileiro a dívidas em moeda estrangeira e juros pós-fixados. Também foi marcante, na década de 1990, a elevação do custo de rolagem da dívida de estados e municípios resultante da utilização da taxa de juros interna como âncora cambial, peça fundamental da primeira fase do Plano Real no combate à inflação. Sobre o assunto ver OLIVEIRA, Rogério Ceron de. *Evolução das finanças municipais: o caso da cidade de São Paulo – 1995-2010*, pp. 16-17.

<sup>282</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, pp. 163-4: "Brazil represents another example of a major country that initially shunned legal or administrative controls over state and municipal borro-

A Lei n. 9.496/97, já mencionada neste trabalho, consistiu em importante precedente no sentido de ajuste das contas estaduais, pois, apesar de novamente refinarciari as dívidas dos estados, gerando a sua federalização, pela primeira vez impôs aos entes beneficiados uma série de contrapartidas em termos de ajustes das respectivas contas públicas. Esse precedente contribuiu para diminuir a visão de que a “socialização das perdas” poderia ocorrer sem sacrifícios para a população beneficiada<sup>283</sup>.

---

wing, but in recent years has been prompted by the rapid accumulation of subnational government debt to institute such controls (see Chapter 18).

State debt, both domestic and external, grew rapidly in Brazil from the end of the 1960s until the early 1980s. The abrupt drying up of external financing during the debt crisis led to widespread defaults by the states and to the eventual takeover and rescheduling of most of these debts by the federal government in 1989 (for the external portion of the debts) and 1993 (for debts to federal banks). This rescheduling significantly eased the debt-servicing burden on the states. Some of the latter, however, have continued to run up debt to state-owned banks, as well as to suppliers. Finally, a number of states have resorted extensively to the issue of bonds.

The service of this debt came virtually to a halt, and with the high level of real interest rates, especially since the introduction of the Real Plan in 1994, the capitalization of interest payments led to an escalation of this debt to the equivalent of around 17 percent of GDP by 1996. The withdrawal of most private investors from the market for state bonds, and the drying up of interbank lending to some state banks, forced various forms of intervention by the federal authorities (including the central bank and federal banks), which de facto shifted most of the default risk on these types of state debt onto the federal government.

As counterpart for the rescheduling of a part of the state debt, limitations have been introduced in recent years on new state borrowing. Specifically, legal rules and central bank regulations now prohibit a state from borrowing from its own commercial banks. New issues of kinds (other than to refinance maturing ones) are prohibited by a constitutional amendment until the end of this decade. At the end of 1995, the federal government through one of its large banks (Caixa Economica Federal) set up lines of credit to provide short-term financial support to the indebted states, as counterpart for the states agreeing to certain adjustment measures. In 1996, the federal government began negotiations with most of the indebted states toward a federally backed restructuring of their not previously rescheduled debt, at reduced interest rates. The counterparts of this restructuring are commitments by the states to privatize most of their enterprises (with the proceeds of sales to be used to reduce the debt), and to implement fiscal adjustment measures aimed at reducing the ratio of their debt to revenues to 1 within a number of years.

This brief overview makes clear that the conditions listed above for the effective working of market discipline on state debt were not, and continue not to be, present in Brazil. While it is unfortunate that the need for controls was not recognized and acted upon before state debts reached their present very high levels, it is encouraging that financial support by the federal government to the states is increasingly being made contingent upon specific commitments by the latter to undertake needed corrective actions. The effectiveness of these adjustment programs will, of course, depend crucially on firmness in their implementation.”

<sup>283</sup> FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexões do endividamento nas relações federativas brasileiras, pp. 448-9: “O diferencial entre este refinanciamento das dívidas dos entes subnacionais pela União e outros episódios de federalização de dívidas, em que prevaleceu o padrão histórico de ajuda federal e estímulo à irresponsabilidade fiscal, estava justamente nas restrições previstas nos acordos firmados, que, juntamente com outras restrições logo a seguir inseridas no marco legal implantado pela Lei de Responsabilidade Fiscal, em maio de 2000, impuseram um efetivo regime de responsabilidade fiscal aos entes subnacionais, ensejando a possibilidade de um a mudança no padrão histórico da dinâmica federativa brasileira.” Sobre o tema das diversas renegociações de dívida na federação brasileira e o risco moral, ver LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. O colapso das finanças estaduais e a crise da federação. São Paulo: Unesp, 2002, p. 145-171. O trabalho citado apresenta em detalhes as seguidas tentativas de sanea-

A abordagem do controle do endividamento de entes subnacionais por meio de regras específicas, tem como vantagem a sua simplicidade, transparência e objetividade, impedindo que relações políticas possam impactar o resultado de um pedido de autorização de contratação de dívida por um ente específico. Contudo, nem sempre as regras são suficientemente claras ou abrangentes, permitindo a existência de lacunas importantes a gerar insegurança tanto para agentes públicos, quanto para privados que contratem com o Estado<sup>284</sup>.

O sucesso de estratégias de limitação do endividamento subnacional por meio de limites numéricos de saldo de dívida, como é o caso no Brasil, depende intensamente da crença de que esses entes não serão socorridos pelo governo central em caso de *default*. Essa crença é tanto mais crível quanto maior for a autonomia fiscal do ente subnacional, principalmente em matéria de receitas, o que se identifica pela existência de uma ampla base tributável de competência própria<sup>285</sup>.

Uma alternativa à limitação rígida, em lei, da contratação de empréstimos por entes subnacionais é a perspectiva cooperativa adotada por alguns países, na qual a limitação simples dá lugar a uma construção coletiva de limites, levando em consideração as perspectivas para a economia nacional, assim como os impactos esperados da ação do ente subnacional sobre as variáveis agregadas. Embora essa atuação colaborativa possa trazer bons resultados em termos de maior adesão às metas consolidadas, depende de um nível de maturidade política e interação entre os diferentes agentes público que normalmente não se observa<sup>286</sup>.

Conforme Violeta Vulovic, estudos empíricos demonstrariam que a abordagem cooperativa, à semelhança do que ocorre no Brasil com os Programas de Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados, com base na Lei n. 9.496/97, seria a abordagem mais efetiva no controle do endividamento subnacional e do equilíbrio fiscal consolidado, sobretudo, em países em que vigora adequada descentralização de receitas tributárias. Em sentido opo-

---

mento das finanças estaduais ao longo das décadas de 1980 e 1990, apontando como o aspecto político resultou, em todas as tentativas, alívio por parte da União Federal aos Estados e Municípios endividados. Essa realidade conduz à dificuldade de articulação de um sistema sancionatório, quando não é crível a aplicação da sanção prevista.

<sup>284</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 166: “Rules-based approaches have the obvious advantage of transparency and evenhandedness, as well as of avoiding protracted bargaining between the central and the subnational levels of government, a process the outcome of which often ends up being determined more by short-term political factors than by considerations of sound macroeconomic management. On the other hand, by their very nature, rules-based approaches lack flexibility and often end up fostering the development of behavior and practices aimed at circumventing the rules.”

<sup>285</sup> VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 3.

<sup>286</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 165: “The cooperative approach has clear advantages in promoting dialogue and exchange of information across various government levels. It also raises the consciousness, in subnational-level policymakers, of macroeconomic implications of their budgetary choices. It seems, however, to work best in countries with an established culture of relative fiscal discipline and conservatism. It may not be effective in preventing a buildup of debt in conditions where either market discipline or the leadership of the central government in economic and fiscal management are weak.”

to, a abordagem que confia apenas em mecanismos de mercado para o controle do endividamento não é eficiente nesse propósito<sup>287</sup>.

A experiência relativa ao controle meramente de mercado ao endividamento de entes subnacionais, por sua vez, não tem sido positiva para países em desenvolvimento, ao contrário da experiência de países com instituições mais maduras<sup>288</sup>.

Em países unitários principalmente, é comum a existência de controle centralizado do endividamento de províncias e outras entidades subnacionais, por meio da exigência de prévia autorização para a contratação de dívidas. Esta forma de controle, em Estados federais, traria como problema o fato de envolver o governo central em questões relativas ao mérito de projetos públicos cuja eleição deveria ficar, inclusive por questões de eficiência, sob o controle dos governos regionais. Ademais, a autorização de contratação tornaria o governo central, ainda que apenas politicamente, responsável por eventual dificuldade de pagamento observada pelo ente subnacional<sup>289</sup>.

Não se deve olvidar o papel exercido pela garantia implícita do governo central aos entes subnacionais, para a situação de superendividamento destes. Trata-se de uma situa-

<sup>287</sup> VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 4: “Obtained results suggest cooperative regime to perform dominantly in sustaining fiscal consolidation, which is somewhat in line with the property of this approach that it combines the advantages off all other three approaches. Second, results suggest that market discipline performs the least favorably comparing to other three approaches and prohibited sub-national borrowing, which corresponds to the fact that in many countries the requirements for market discipline as a successful instrument for sub-national borrowing control are not met. Finally, administrative and cooperative regimes in presence of high fiscal dependence on central government financing seem to increase the probability of ending a consolidation episode. This result is not surprising given that these two regimes refer to significantly high degree of central government control, which may increase the risk of moral hazard. Strong central government control may give encouraging signs to the sub-national governments to over borrow and to expect being bailed out by the central government. This deteriorates the general government budget directly, through unplanned bailout from the central government, and indirectly, through spillover effect on other sub-national governments who are as well highly fiscally dependent on central government financing. Finally, the robustness analysis suggests that the administrative controls over sub-national borrowing consistently perform dominantly comparing to other regimes. However, this effect vanishes with large central government financing to the sub-national budget.”

<sup>288</sup> VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 7: “Relying on market discipline in controlling the sub-national borrowing has worked in countries with high standards of transparency and governance at all government levels, and with no significant history of bailouts. In most emerging markets and developing countries, however, as well as in some developed countries, one or more the requirements for effective market discipline on subnational borrowing are missing.”

<sup>289</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 169: “These arguments are less compelling in the case of domestic borrowing of subnational authorities. Detailed administrative control of the latter may involve the central government in micro-level decisions (for example, about the financing of individual investment projects) that would be best left to the relevant subnational jurisdictions. Moreover, administrative approval by the central government of individual borrowing operations of the subnational governments may well make it more difficult for the former to refuse financial support to the latter in the event of impending defaults. On balance, effectively and timely monitored aggregate limits on the overall debt of individual jurisdictions, based on market-type criteria, like maximum ratios of debt service to revenues, would seem preferable to either centralized borrowing or preapproval of individual borrowing operations.”

ção padrão de risco moral (*moral hazard*), em decorrência da qual se gera um comportamento oportunista tanto da parte de prestadores como de tomadores de recursos<sup>290</sup>.

Neste contexto, a concentração das receitas no governo central contribui para a existência de restrições fiscais fracas, que implicam na elevação do risco moral, com seguidas “operações de resgate” de entes subnacionais pelo governo central. A elevação do risco moral, por sua vez, termina por enfraquecer ainda mais a credibilidade das restrições fiscais institucionais, colocando a perder o sistema de responsabilidade fiscal implementado pelo país<sup>291</sup>.

Há interesses nacionais na atividade financeira de estados e municípios que justificam a atuação da União tanto na regulação desta atividade quanto na sua fiscalização. Contudo, a ação da União não é irrestrita e se faz de maneira menos ampla sobre os demais entes federados do que a supervisão às operações realizadas por instituições financeiras. Essa é uma decorrência da forma federativa de Estado adotada no Brasil<sup>292</sup>, observando-se com frequência que o constrangimento ao endividamento subnacional no Brasil ocorre por meios indiretos, valendo-se da regulação prudencial aplicável às instituições financeiras nacionais.

---

<sup>290</sup> VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 5: “Literature on sub-national borrowing emphasizes the ability of higher levels of government to provide an implicit guarantee on sub-national government debt as one of main problems with borrowing at the sub-national level. This is a classical moral hazard situation, whereby borrowers are likely to over borrow and creditors are likely to over lend in response to this unwritten official insurance.”

<sup>291</sup> CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 511: “Há, ainda, a questão das restrições orçamentárias fracas: o nível local que possua a informação de que o ordenamento jurídico o permite gastar livremente e que, em caso de necessidade, haverá assistência do ente central, provavelmente não será parcimonioso em controlar seu gasto público em infraestrutura. E o que acontece, v. g., no governo alemão e no dos países escandinavos: como os entes locais não vão à ‘falência’ (*bailout*), constantemente são socorridos pelo ente central, havendo, no entanto, regras rígidas que procuram cercear a ocorrência desse evento. Como nas federações existe uma forte tendência de o governo central supervisionar a prestação de serviços públicos aos entes locais, esse problema é particularmente recorrente nesse sistema de organização do Estado. O ordenamento jurídico intenta, portanto, evitar a ocorrência desses *bailouts*.”

<sup>292</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 147-8: “Certamente é o interesse nacional no combate à inflação, na disciplina do recurso ao crédito, no controle sobre o regime de poupança, na regulação das finanças globais e no prestígio do crédito público que justificam tal postura do legislador constituinte.

A circunstância, entretanto, da União poder fiscalizar operações de crédito em geral e legislar sobre política de crédito, não autoriza a que a União dispense às pessoas político-constitucionais tratamento igual ao que dispensa às entidades privadas, que desempenham atividades creditícias. É que, em primeiro lugar, o recurso ao crédito, por parte das pessoas públicas, é sempre um instrumento ou meio para a consecução de finalidades públicas – constitucionalmente de competência das pessoas políticas – enquanto a prática regular de operações financeiras, por entidades privadas, com o fito de lucro, é uma atividade negocial como outra qualquer.

Em segundo lugar, porque o princípio constitucional fundamental da autonomia das pessoas públicas, persistindo em vigor, obriga a interpretar restritivamente estas faculdades excepcionais da União e só encontrar justificação e fundamento para qualquer ingerência legislativa ou administrativa da União, em qualquer matéria, com relevantes fundamentos de interesse público nacional, consentidos pelo próprio texto constitucional e o que é mais importante – sem ofensa direta ou indireta a qualquer princípio ou regra constitucional.”

Ainda assim, não se pode dizer que a situação atual no Brasil seja de ampla liberdade na contratação de dívidas por estados e municípios. A primeira Constituição republicana do Brasil, em 1891, permitia a estados e municípios assumir compromissos financeiros externos sem quaisquer limitações. Essa ausência de coordenação teria levado a uma série de dificuldades de ordem fiscal e, mais amplamente, econômicas ao país. Por esta razão, as Constituições seguintes vedaram esse livre recurso às operações externas, vedação essa que se mantém até os dias atuais<sup>293</sup>.

A exigência de autorização do Senado, por exemplo, embora não importe em corresponsabilidade da União<sup>294</sup>, está em harmonia com a forma federativa de Estado, na medida em que compete à União tratar de assuntos relacionados à relação do país com outros Estados soberanos<sup>295</sup>, assim como como administrar as reservas cambiais do país e fiscalizar as operações de natureza financeira, especialmente as de crédito e câmbio, atribuições estas que se encontram em convergência com a tomada de crédito internacional por estados e municípios.

A Constituição de 1967, com a redação da Emenda Constitucional n. 1, de 1969, sob a égide da qual escreveu Geraldo Ataliba, previa regras bastante semelhantes de controle do endividamento de estados e municípios pela União às previstas pela CF/88. Sob esse cenário jurídico entendeu Ataliba que, em matéria de endividamento, “quase não há diferença entre o nosso sistema e o de qualquer Estado unitário. Nisto, nossos Municípios estão na mesma condição que os *enti minori* italianos, meras autarquias territoriais”<sup>296</sup>.

É na segunda metade da década de 1990, porém, que os principais mecanismos legais e administrativos de controle nacional do endividamento atualmente existentes são instalados no Brasil. Neste contexto, a Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000, é marco fundamental para a compreensão do regime legal vigente, cujos aspectos mais relevantes são explorados em capítulo específico do presente trabalho.

Dadas as características do federalismo brasileiro desde a Constituição de 1988<sup>297</sup>, a LRF tem hoje papel central para o controle financeiro de estados e municípios, que, ao longo da década de 1990 e também mais recentemente, enfrentaram e enfrentam situações de desajuste fiscal e endividamento crescente, culminando com o refinanciamento de suas dívidas pela União Federal<sup>298</sup>.

<sup>293</sup> OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Dívida pública e operações de crédito, p. 210: “A Constituição de 1891 admitia que Estados e Municípios realizassem operações externas independentemente de controle do Senado, o que causou inúmeros inconvenientes, por falta de pagamento ou impontualidade. A partir da Constituição de 1934 vedou-se tal prática (art. 19), o que também ficou consignado nos textos posteriores.”

<sup>294</sup> OLIVEIRA, Regis Fernandes de. *Op. cit.*, p. 211.

<sup>295</sup> OLIVEIRA, Regis Fernandes de. *Idem, ibidem*.

<sup>296</sup> ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 37.

<sup>297</sup> TORRES, Heleno Taveira. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*, p. 262: “De fato, uma das grandes contribuições da Constituição de 1988 foi efetivamente esta: implantar um federalismo de equilíbrio, na correlação entre fortalecimento da União para planejamento e ordenação das políticas públicas e aprimoramento das competências das unidades periféricas, para criar um sistema que não prioriza extremos, mas que alcança no equilíbrio suas melhores virtudes a serem concretizadas.”

<sup>298</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 68: “Os desequilíbrios fiscais nos governos subnacionais resultaram nas décadas de 1980 e 1990 em situações

Se é verdade que a LRF modificou as bases da política fiscal expansionista vigente até a sua aprovação, é também verdade que a interrupção dos mecanismos de rolagem das dívidas então existentes contribuiu para a crise de liquidez experimentada pelos entes subnacionais e que culminou com o refinanciamento de dívidas do final da década de 1990 e início dos anos 2000. Ademais, é também verdade que a existência da LRF não foi suficiente para prevenir os mais recentes episódios de desajuste fiscal, do qual são exemplos mais evidentes o Estado do Rio de Janeiro, o Estado de Minas Gerais, e o Estado do Rio Grande do Sul.

Deste modo, destaca-se uma ambiguidade de efeitos nas normas voltadas à responsabilidade fiscal: a pretexto de prevenir situações de crise, por vezes, terminam por precipitá-las.

## 1.4 ASPECTOS POLÍTICO-INSTITUCIONAIS E JUSTIÇA INTERGERACIONAL NA DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO

### 1.4.1 O problema da representação das futuras gerações. Existe um princípio de equilíbrio intergeracional?

A teoria microeconômica confere ao sistema de preços um importante papel, qual seja o de mecanismo eficiente de alocação de recursos, conforme as preferências individuais. Por meio da sinalização do preço, os bens seriam alocados a cada um, conforme as suas preferências relativas. Um pressuposto de funcionamento deste sistema, porém, é que cada um pague por aquilo que consome, pressuposto este ausente quando se trata tanto de subsídios públicos, quanto do diferimento dos custos e benefícios dos gastos públicos no tempo ou deslocamento desses custos e benefícios no espaço. Nestes casos, pode ocorrer um descasamento entre aqueles cidadãos que financiam o gasto e aqueles que dele se beneficiam<sup>299</sup>.

---

insustentáveis de endividamento, que desaguarão em onerosas operações de socorro conduzidas pelo governo federal e em fortes entraves para o gerenciamento macroeconômico nacional. Nessas décadas, várias leis foram aprovadas para equacionar as dívidas estaduais e municipais. As mais recentes foram a Lei n. 9.496/97 e a Medida Provisória n. 1.811-11, de 25.02.1999 (última reedição: 2.185-35, de 24.08.2001)."

<sup>299</sup> FERREIRA, Ivan Fecury Sydrião. *A Economia Política do Endividamento Público em uma Federação: um estudo comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos*, p. 1: "A introdução do mecanismo do endividamento para financiar estes gastos acrescenta à consideração de equidade geográfica, a equidade intertemporal. Muitos dos bens e serviços que são providos pelos Estados e Municípios são despesas de capital que resultam em projetos que possuem uma vida útil, e que portanto, oferecem retorno à população durante todo esse período. A consideração de equidade intertemporal sugere que, para evitar o surgimento do 'free rider', o pagamento desses projetos deve ser efetuado durante o seu período de vida útil. Quando um projeto é integralmente financiado com dívidas, que são roladas indefinidamente, as gerações presentes se beneficiam do projeto, enquanto que as gerações futuras poderão ficar exclusivamente com as dívidas, caso a vida útil do projeto já tenha se esgotado." E continua na página 8: "A discussão sobre endividamento mostra uma constante tensão existente entre as gerações presentes e futuras. As gerações futuras são naturalmente impossibilitadas de efetivamente se fazerem representar nas decisões tomadas pelas gerações presentes. Elas não, podem expressar as suas opiniões nem exercer o direito do voto e, conseqüentemente, não podem escolher os seus representantes. Devido a isso, existe uma tendência de que, na inexistência de um conjunto de leis que protejam os interesses das gerações futuras, os representantes políticos das gerações presentes transfiram uma pesada carga de dívida para aquelas gerações, com o intuito de obter ganhos políticos imediatos."

Nesta ordem de considerações é que se insere o problema da sub-representação das futuras gerações em decisões envolvendo as aplicações de recursos do Estado e seus efeitos no longo prazo<sup>300</sup>. De modo a bem desenvolver o tema tratado neste item, contudo, será necessário primeiramente estabelecer as bases teóricas sobre as quais o presente trabalho se sustenta<sup>301</sup>.

Argumenta-se que o tempo de duração de um mandato político geraria incentivos ao comportamento oportunista do governante, que teria o interesse de incorrer em déficits durante o seu mandato, para que sejam pagos futuramente, por outros mandatários. Há, porém, impedimentos a este comportamento de ordem econômica e institucional<sup>302</sup>.

Entre os impedimentos de ordem econômica, encontram-se as restrições impostas pelo próprio mercado, que, presumivelmente, identificaria esse comportamento como irresponsável diminuindo a demanda por títulos de dívida de um ente estatal com tal comportamento<sup>303</sup>. Encontra-se também a preocupação com a inflação como um óbice de mercado ao comportamento oportunista, visto que elevados déficits públicos poderiam ser futuramente custeados com receita de senhoriagem, isto é, com emissão de moeda<sup>304</sup>, em prejuízo à toda economia.

Com relação aos impedimentos de ordem institucional, temos as regras jurídicas que impõem limites de endividamento, metas fiscais relacionadas a déficit, transparência da política de endividamento público, assim como as instituições de controle perenes, tais como os Tribunais de Contas<sup>305</sup>.

<sup>300</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado*, p. 69: “Qualquer decisão financeira, quer se trate de um a escolha de quais as necessidades a satisfazer por forma pública, quer dos meios a utilizar para tal satisfação tem, necessariamente, reflexos sobre as gerações futuras, não só porque altera a distribuição dos recursos disponíveis entre o sector público e o privado, como também pelas modificações que pode determinar no comportamento dos agentes económicos e que são susceptíveis de se repercutirem sobre o montante e a composição do património que esses agentes irão transmitir aos seus herdeiros.”

<sup>301</sup> Por não ser o foco deste trabalho tratar da temática dos princípios jurídicos, tema esse afeto à teoria geral do direito e à filosofia do direito, deixamos de estabelecer aqui uma dialética mais aprofundada entre as diferentes teorias e autores que se debruçaram sobre o assunto, nos limitando a apresentar os conceitos fundamentais para a compreensão da discussão que se seguirá, com base na teoria formulada por Humberto Ávila.

<sup>302</sup> GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*, p. 218: “... no cálculo político do governante, o horizonte de tempo relevante é o da sua permanência no cargo. É claro que, se não houvesse restrições, então os governos gerariam déficits altíssimos e se endividariam *ad infinitum*.”

<sup>303</sup> GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Idem, ibidem*. “Quais são as restrições, então, que operam e limitam o déficit e o endividamento público? Há três que são relevantes. A primeira é o mercado. Para que haja uma dívida, é preciso que exista um credor. Um devedor que sistematicamente deixe de honrar seus compromissos, mais cedo ou mais tarde, enfrentará a hostilidade do mercado, que lhe negará o acesso a novas fontes de endividamento.”

<sup>304</sup> GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Idem, ibidem*. “A segunda restrição é o risco de inflação: se o déficit for elevado e não houver como financiá-lo através da colocação de novos títulos, só restará ao governo a alternativa de fazer isso através da emissão monetária. Esta, porém, ao gerar uma expansão dos meios de pagamento muito superior ao aumento da quantidade de bens e serviços da economia, tenderá, mais cedo ou mais tarde, a se refletir no nível de preços.”

<sup>305</sup> GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Idem, ibidem*. “Finalmente, a terceira restrição é dada pelo conjunto de instituições em que se insere a implementação da política fiscal. Cabe esperar que sociedades com eco-

Além de regras, o direito é composto por princípios, conforme a crítica de Ronald Dworkin ao positivismo jurídico predominante até a sua formulação jurídica. Tais princípios entram em cena, especialmente, diante dos chamados *hard cases* ou seja, dos casos para os quais as regras existentes na ordem jurídica não se amoldam de maneira perfeita, devendo o juiz julgar com base em valores<sup>306</sup>.

Segundo Ávila, os casos difíceis (*hard cases*) aparecem apenas na aplicação das regras, devido a avaliação da aplicação de uma determinada regra a um caso concreto, em razão da situação fática ser interpretada como amoldada a descrição da hipótese de incidência da norma, sem que, contudo, esta aplicação contribua para o atingimento da finalidade mediata da regra<sup>307</sup>. No caso dos princípios, por outro lado, ao intérprete caberia demonstrar argumentativamente a correlação entre a conduta ou comportamento analisado e o estado de coisas perseguido pelo princípio<sup>308</sup>.

Esse abandono em relação à tese positivista da estrita separação entre Moral e Direito é decorrência da compreensão do Direito por Dworkin como uma atividade principalmente interpretativa, baseada na interpretação dos aplicadores do Direito a respeito do sistema político e de decisões de uma determinada comunidade<sup>309</sup>.

Princípios são imperativos de maximização, que podem conflitar com outros princípios, sem que um deles seja considerado inválido, ao contrário das regras. Também ao contrário das políticas, os princípios não remetem a objetivo a ser atingido, mas sim a um senso de justiça ou *fairness*<sup>310</sup>. A principal distinção entre princípios e regras consiste no

---

nomias desenvolvidas, maior nível de bem-estar social, instituições maduras e certa dose de responsabilidade da parte dos seus dirigentes, criem mecanismos de contrapeso que entrem em ação se, em determinado momento, o déficit público se mostrar perigosamente elevado.”

<sup>306</sup> WACKS, Raymond. *Philosophy of law: a very short introduction*, p. 69: “Thus, for Dworkin, law consists not merely of rules, as Hart contends, but includes what Dworkin calls non-rules standards – principle and policies – in order to reach a decision. No rule of recognition – as described by Hart and discussed in the last chapter – exists to distinguish between legal and moral principles. Deciding what the law is depends inescapably on moral-political considerations.”

<sup>307</sup> ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*, p. 97: “Se a construção conceitual do fato, embora corresponda a construção conceitual da descrição normativa, não se adequar a finalidade que lhe dá suporte ou for superável por outras razões, o ônus argumentativo é muito maior. São os chamados casos difíceis.”

<sup>308</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 98: “No caso dos princípios, o elemento descritivo cede lugar ao elemento finalístico, devendo o aplicador, em razão disso, argumentar de modo a fundamentar uma avaliação de correlação entre os efeitos da conduta a ser adotada e a realização gradual do estado de coisas exigido. Como não se trata de demonstração de correspondência, o ônus argumentativo é estável, não havendo casos fáceis e casos difíceis.”

<sup>309</sup> WACKS, Raymond. *Idem, ibidem*. “In a hard case the judge therefore draws on principles, including his or her own conception of the best interpretation of the system of political institutions and decisions of the community. ‘Could my decision’, he or she must ask, ‘form part of the best moral theory justifying the whole legal and political system?’ There can only be one right answer to every legal problem; the judge has the duty to find it. His or her answer is ‘right’ in the sense that it fits best with the institutional and constitutional history of his or her society and is morally justified. Legal argument and analysis are therefore ‘interpretative’ because they attempt to make the best moral sense of legal practices.”

<sup>310</sup> WACKS, Raymond. *Op. cit.*, p. 71: “Dworkin claims that, while rules ‘are applicable in an all-or-nothing fashion, principles and policies have ‘the dimension of weight or importance’. In other words, if a

fato de que os princípios remetem a um estado de coisas a ser atingido, ao passo que as regras são imediatamente descritivas de um comportamento a ser seguido, sendo apenas mediatamente finalísticas<sup>311</sup>.

Para uma definição mais precisa nos valem das palavras de Humberto Ávila<sup>312</sup>, para quem:

As regras são normas imediatamente descritivas, primariamente retrospectivas e com pretensão de decidibilidade e abrangência, para cuja aplicação se exige a avaliação da correspondência, sempre centrada na finalidade que lhes dá suporte ou nos princípios que lhes são axiologicamente sobrejacentes, entre a construção conceitual da descrição normativa e a construção conceitual dos fatos.

Os princípios são normas imediatamente finalísticas, primariamente prospectivas e com pretensão de complementaridade e de parcialidade, para cuja aplicação se demanda uma avaliação da correlação entre o estado de coisas a ser promovido e os efeitos decorrentes da conduta havida como necessária à sua promoção.

Um problema decorrente da não distinção de maneira rigorosa dos conceitos de princípios e de regras é o da arbitrariedade que muitas vezes se verifica na formação dos conteúdos dos princípios, justificando-se na maior subjetividade interpretativa que estes autorizariam em relação àquela presente nas regras<sup>313</sup>.

---

rule applies, and it is a valid rule, a case must be decided in a way dictated by the rule. A principle, on the other hand, provides a reason for deciding the case in a particular way, but it is not a conclusive reason: it will have to be weighed against other principles in the system.

Principles differ from policies in that the former is a 'standard to be observed, not because it will advance or secure and economic, political, or social situation, but because it is a requirement of justice or fairness or some other dimension of morality'. A 'policy', however, is 'that kind of standard that sets out a goal to be reached, generally an improvement in some economic, political, or social feature of community.'

<sup>311</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 95: "As regras podem ser dissociadas dos princípios quanto ao modo como prescrevem o comportamento. Enquanto as regras são normas imediatamente descritivas, na medida em que estabelecem obrigações, permissões e proibições mediante a descrição da conduta a ser adotada, os princípios são normas imediatamente finalísticas, já que estabelecem um estado de coisas para cuja realização e necessária a adoção de determinados comportamentos. Os princípios são normas cuja qualidade frontal é, justamente, a determinação da realização de um fim juridicamente relevante, ao passo que a característica dianteira das regras é a previsão do comportamento." E na página 96: "Já as regras podem ser definidas como normas mediatamente finalísticas, ou seja, normas que estabelecem indiretamente fins, para cuja concretização estabelecem com maior exatidão qual o comportamento devido; e, por isso, dependem menos intensamente da sua relação com outras normas e de atos institucionalmente legitimados de interpretação para a determinação da conduta devida."

<sup>312</sup> *Op. cit.*, p. 102.

<sup>313</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 111: "Essa contradição interna da doutrina não diz respeito a uma mera questão de nomenclatura, de resto secundária. Tratar-se-ia de uma disputa terminológica se não surgissem dois problemas fundamentais: de um lado, se não fossem atreladas às normas comentadas determinadas propriedades que elas, em verdade, não têm – alto grau de generalidade e abstração; de outro, se não fosse atrelada a definição das referidas normas uma consequência específica para a sua aplicação – alto grau de subjetividade. Sendo essas as características, a doutrina, de um lado, cai em contradição e, de outro – o que é bem pior –, legitima a flexibilização na aplicação de uma norma que a Constituição, pela técnica de normalização que utilizou, queria menos flexível."

Por essa razão, o recurso aos princípios como fundamento para a decisão deve ser precedido de rígida formulação teórica, que permita a adoção de critérios objetivos e controláveis de ponderação de princípios e de sua utilização para interpretação da amplitude do sentido normativo de regras. Do contrário, abre-se uma porta ampla para o arbítrio e o decisionismo<sup>314</sup>.

Os princípios apresentam tanto eficácia interna quanto externa. A primeira diz respeito ao seu papel para a compreensão do sentido das próprias normas. Já a eficácia externa diz respeito ao papel dos princípios na compreensão dos sentidos dos fatos, em um determinado contexto, e da avaliação da sua real subsunção às normas<sup>315</sup>.

A eficácia externa dos princípios impõe ao Estado, quanto aos princípios que estabelecem proibições de intervenção em liberdades públicas, verdadeiro direito subjetivo dos cidadãos. Daí decorrem a função de defesa e a função protetora dos princípios<sup>316</sup>.

No caso do endividamento público, poderíamos colocar em perspectiva o conflito geracional no sentido de um conflito entre princípios que definem direitos da futura geração, tais como o princípio da responsabilidade fiscal e do equilíbrio orçamentário intertemporal, e políticas formadas pela geração presente, que definem objetivos para o futuro<sup>317</sup>. Quando há competição entre princípios e políticas, é preciso lembrar que, na lição de

<sup>314</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 149: “(...) Esclareça-se que defender a ponderação sem, ao mesmo tempo e de saída, apresentar os critérios intersubjetivamente controláveis para sua aplicação, é legitimar doutrinariamente a sua utilização excessiva e arbitrária, de nada valendo a constatação tardia do seu desvirtuamento.

As considerações precedentes demonstram, pois, que o problema da aplicação do Direito não está apenas em analiticamente separar as espécies normativas, mas em municiar o aplicador de critérios, intersubjetivamente aplicáveis, que possam tornar efetivos os comandos normativos sem a incorporação do arbítrio.”

<sup>315</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 122: “As normas atuam sobre as outras normas do mesmo sistema jurídico, especialmente definindo-lhes o seu sentido e o seu valor. Os princípios, por serem normas imediatamente finalísticas, estabelecem um estado ideal de coisas a ser buscado, que diz respeito a outras normas do mesmo sistema, notadamente as regras. Sendo assim, os princípios são normas importantes para a compreensão do sentido das regras.” E na página 125: “Neste ponto, entra em cena a noção de eficácia externa: as normas jurídicas são decisivas para a interpretação dos próprios fatos. Não se interpreta a norma e depois o fato, mas o fato de acordo com a norma e a norma de acordo com o fato, simultaneamente.”

<sup>316</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 128: “Relativamente aos sujeitos atingidos pela eficácia dos princípios, é preciso registrar que os princípios jurídicos funcionam como direitos subjetivos quando profbem as intervenções do Estado em direitos de liberdade, qualificada também como função de defesa ou de resistência (*Abwehrfunktion*).

Os princípios também mandam tomar medidas para a proteção dos direitos de liberdade, qualificada também de função protetora (*Schutzfunktion*). Ao Estado não cabe apenas respeitar os direitos fundamentais, senão também o dever de promovê-los por meio da adoção de medidas que os realizem da melhor forma possível.”

<sup>317</sup> Sobre a importância dos princípios no estudo da dívida pública, ver PINTO, Élide Graziane. *Controle da Administração do Endividamento Público*, p. 332: “Mas por que é relevante abrir – em sede de estudo de caso sobre a dívida pública brasileira – a tematização sobre princípios constitucionais? Porque esses, além de representarem limites jurídicos que vinculam negativamente a ação do Estado, são verdadeiras ‘directivas positivas’, tal como bem assevera Canotilho (1994). Nessa hipótese, os princípios constitucionais operam como fundamento material que conforma a adequação constitucional de leis, atos administrativos e decisões judiciais.”

Dworkin, os princípios se refletem em direitos e, assim, devem se sobrepor aos objetivos, que são os reflexos das políticas.

O direito das futuras gerações a uma economia equilibrada é decorrência do princípio fundamental da igualdade entre os cidadãos. De outro modo, se fosse possível estabelecer uma hierarquia entre os interesses dos cidadãos do presente com os cidadãos das gerações futuras, seria necessário concluir que os cidadãos são diferentes entre si em uma determinada medida que justificasse tal tratamento diferenciado.

Diante desse quadro, nota-se como relevante observar que a aplicação do princípio da igualdade leva, em uma análise intertemporal, à necessidade de observância dos postulados normativos da razoabilidade e da proporcionalidade na aplicação das regras que autorizam ao endividamento público, de maneira a preservarem-se os interesses das futuras gerações na tomada de decisões de política fiscal das gerações presentes.

Conforme Ávila, os postulados normativos são normas de segundo grau que instituem critérios de aplicação de outras normas, situadas estas no plano do objeto de aplicação. Assim, podem ser identificadas como “metanormas”, isto é, normas que tratam do método de aplicação de outras normas<sup>318</sup>. Ainda segundo esse autor, a proporcionalidade, a razoabilidade e a eficiência não são propriamente princípios, mas sim postulados normativos aplicativos, no sentido em que se destinam a orientar a aplicação das normas. Assim, não é certo dizer que o princípio da eficiência ou da razoabilidade tenham sido violados por uma determinada decisão, mas sim que algum outro princípio foi violado, em virtude de sua aplicação ou afastamento ter se dado de forma ineficiente, desarrazoada ou desproporcional<sup>319</sup>.

O postulado da proporcionalidade depende da realização de três avaliações para a sua aplicação: a primeira consiste no exame de adequação, que implica refletir sobre se a medida contribui para se atingir o fim almejado; a segunda consiste no exame de necessidade, isto é, em avaliar se a medida é a melhor forma de se atingir o fim, no sentido de ser a maneira menos restritiva de direitos fundamentais; finalmente, terceira avaliação consiste no exame de proporcionalidade em sentido estrito, que corresponde a avaliação do fim pretendido em relação às desvantagens decorrentes da adoção da medida pretendida<sup>320</sup>.

Para avaliar a adequação de um meio como forma de atingir um determinado fim, deve-se ter em mente que um meio pode ser avaliado em termos quantitativos, qualitativos ou probabilísticos<sup>321</sup>. Esse fato deixa claro o importante aspecto do controle das polí-

<sup>318</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 164.

<sup>319</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, pp. 176-7.

<sup>320</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 205.

<sup>321</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 209: “Em termos quantitativos, um meio pode promover menos, igualmente ou mais o fim do que outro meio. Em termos qualitativos, um meio onde promover pior, igualmente ou melhor o fim do que outro meio. E, em termos probabilísticos, um meio pode promover com menos, igual ou mais certeza o fim do que outro meio. Isso significa que a comparação entre os meios que o legislador ou administrador terá de escolher nem sempre se mantém em um mesmo nível (quantitativo, qualitativo, probabilístico), como ocorre na comparação entre um meio mais fraco e outro mais forte, entre um meio pior e outro melhor, ou entre um meio menos certo e outro mais certo para a promoção do fim.”

ticas públicas que consiste no fato de que a forma de medição do atingimento do fim afeta a escolha do meio adequado para atingi-lo.

Também não é possível ao Poder Judiciário estabelecer em seu controle que os demais poderes deveriam selecionar a medida que é adequada quantitativamente aos fins, ou, ao contrário, qualitativamente, ao ainda, probabilisticamente. Isto, pois, com frequência, tais decisões são tomadas sob cenário de ausência de informações completas. Assim, sob o aspecto da adequação da medida, é suficiente para fins de controle pelo Poder Judiciário que a medida seja adequada ao atingimento dos fins, ao menos sob um dos critérios. Isso não impedirá, porém, no curso do controle, de se avaliar a necessidade da medida e a sua proporcionalidade em relação aos seus custos *vis a vis* os benefícios<sup>322</sup>.

A ideia de justiça entre gerações traz em si implícita a noção de que as diversas gerações possuam interesses por vezes contraditórios ou, no mínimo, diversos. Se assim não fosse, a questão se resumiria a uma questão de racionalidade econômica, em busca da melhor taxa intertemporal de poupança, de maneira a maximizar no tempo, o produto econômico e, por conseguinte, o produto *per capita*<sup>323</sup>.

Porém, mesmo se aceitando a existência de interesses diversos nas diferentes gerações, ainda assim seria necessário se discutir como se divisam as gerações. Ora, se o tempo é uma variável contínua e não discreta, isso implica dizer que, por mais que seja frequente tratar de gerações como se fossem facilmente identificáveis, não é simples identificar claramente interesses conforme gerações, simplesmente porque as gerações não são facilmente identificáveis<sup>324</sup>.

Esta dificuldade inclusive levou a que alguns doutrinadores, como Griziotti, afirmassem ser impossível a identificação das gerações, sendo possível apenas determinar o grupo de cidadãos que efetivamente suportou os custos de determinadas políticas fiscais. Essa posição, porém, não é majoritária na doutrina, que se mantém apegada à ideia de gerações, ainda que por vezes formulando a questão sobre bases conceituais que se revelam consideravelmente abstratas e desprovidas de base na realidade<sup>325</sup>.

Um conceito alternativo para a ideia de geração a identifica com todos aqueles sujeitos que participam de uma decisão financeira, sendo a geração seguinte formada pelos

---

<sup>322</sup> ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, pp. 209-10.

<sup>323</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado, pp. 70-72.

<sup>324</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 80: "Dificuldades suplementares surgem, no entanto, em torno da definição daquilo que se deve entender exatamente por geração, dado que, embora se trate de um conceito corrente na linguagem comum, está longe de se poder pensar que foi sempre usado no mesmo sentido na polémica sobre os efeitos da dívida pública."

<sup>325</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, pp. 80-1: "A dificuldade de determinação das fronteiras de cada geração levou, aliás, a que Griziotti afirmasse que estávamos em presença de uma pura abstracção e que não seria possível definir geração, mas tão só determinar, caso a caso, qual a massa de contribuintes que, efectivamente, suportou o custo de uma determinada despesa pública. Trata-se, contudo, de uma posição isolada, já que a generalidade dos autores que se debruçou sobre esta matéria sentiu a necessidade de utilizar um conceito de geração e o desenvolvimento da polémica sobre os efeitos intergeracionais levou a uma reelaboração do conceito em termos que, por vezes, parecem afastar-se totalmente da realidade."

sujeitos que ou não existiam ainda no momento da decisão, ou ainda não possuíam condições jurídicas de participar da tomada de decisão em razão da idade<sup>326</sup>.

O critério de justiça proposto por Rawls baseia-se em critério de decisão sob incerteza comum na literatura administrativa<sup>327</sup>, qual seja o critério *maxi-min*, isto é, escolher a alternativa que maximiza/melhora o resultado no pior cenário. O raciocínio de Rawls parte da ideia de que, sob um comportamento estritamente individualista, mas partindo de situação de completa ignorância a respeito da posição social de cada indivíduo, a decisão de distribuição de recursos mais racional e, sob este critério, justa, seria a alternativa de distribuição que melhorasse ao máximo a condição daquele indivíduo em pior condição. Ao se proceder desta forma, seria também obtida a maior igualdade material possível<sup>328</sup>.

Entre os princípios de justiça que Rawls argumenta que seriam escolhidos sob a condição que ele chama de “véu da ignorância”, encontra-se o “princípio da poupança justa”. Este princípio tem direta correlação com o problema do conflito intergeracional e correlacionaria o nível justo de poupança àquele nível que seria adotado por um indivíduo sem conhecimento de em que época ou país viria a nascer e viver, sob a premissa de que todos os demais indivíduos e as demais gerações, antes e depois de sua existência adotassem o mesmo nível de poupança<sup>329</sup>.

<sup>326</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 82: “Entendemos, assim, por geração presente, a totalidade dos indivíduos que, directamente ou por intermédio dos seus representantes, participam numa decisão financeira, e por gerações futuras, todas as restantes, quer integrem indivíduos já nascidos mas que ainda não têm idade para participar na decisão, quer aqueles que ainda não existem.”

<sup>327</sup> Para um exemplo de aplicação do critério não probabilístico de escolha sob incerteza “max-min” no campo da administração, ver, por exemplo, RAGSDALE, Cliff T. *Spreadsheet modeling and decision analysis: a practical introduction to management science*, p. 692: “A more conservative approach to decision making is given by the maximin decision rule, which pessimistically assumes that nature will always be ‘against us’ regardless of the decision we make. This decision rule can be used to hedge against the worst possible outcome of a decision. (...)”

To apply the maximin decision rule, we first determine the minimum possible payoff for each alternative and then select the alternative with the largest minimum payoff (or the maximum of the minimum payoffs – hence the term ‘maximin’). (...)”

<sup>328</sup> WACKS, Raymond. *Op. cit.*, p. 101: “Rawls presents an imaginary picture of the people in the ‘original position’, shrouded in a ‘veil of ignorance’, debating the principles of justice. They do not know their gender, class, religion, or social position. Each person represents a social class, but they do not know whether they are intelligent or dim, strong or weak, or even the country or period in which they are living. And they have only certain elementary knowledge about the laws of science and psychology.

In this state of almost perfect ignorance, they are required unanimously to choose the general principles that will define the terms under which they will live as a society. In this process they are motivated by rational self-interest: each seek those principles which will give him or her (but they are unaware of their gender!) the greatest opportunity of accomplishing his or her chosen conception of the good life. Stripped of their individuality, the people in the original position will select, says Rawls, a ‘maximin’ principle (...)”

<sup>329</sup> RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*, p. 359: “Quando analisam esse problema, as partes não sabem a que geração pertencem ou, o que acaba sendo a mesma coisa, em que estágio da civilização sua sociedade se encontra. Não tem como saber se essa sociedade é pobre ou relativamente rica, mais agrícola do que industrializada, e assim por diante. O véu de ignorância é completo nesses aspectos. Porém, já que interpretamos a posição original como se fosse adotada no momento presente (§ 24), as partes sabem que são contemporâneas; e assim, a não ser que modifiquemos nossos pressupostos iniciais, não há motivo para que concordem em fazer qualquer tipo de poupança.

John Rawls parte do seu sistema de ideias para dele derivar um dever de agir no sentido de contribuir para o bem-estar das gerações vindouras. Tal derivação é decorrência da aceitação da existência de um contrato social implícito por meio do qual se assume a prevalência do valor liberdade e a aceitação da desigualdade apenas no sentido de melhorar a situação daqueles mais desfavorecidos na sociedade. Assim, qualquer pessoa racional, tendo que decidir sob o chamado 'véu da ignorância', sem saber, portanto, em qual geração teria de viver, concluiria pela vantajosidade de um sistema de regras sociais que privilegiasse o bem-estar das gerações futuras<sup>330</sup>. Também tal posição, porém, foi alvo de críticas, principalmente em função da ideia de que a diferenciação em prol das gerações seguintes não estaria fundamentada em bases exclusivamente desinteressadas<sup>331</sup>, como buscava ser a linha de raciocínio de Rawls<sup>332</sup>.

---

As gerações anteriores terão ou não poupado; não há nada que as partes possam fazer para alterar tal fato. Portanto, para alcançar um resultado razoável, supomos, em primeiro lugar, que as partes representam linhagens familiares, digamos, que se preocupam pelo menos com seus descendentes imediatos; e, em segundo lugar, que o princípio adotado deve ser tal que elas gostariam que as gerações anteriores o tivessem adotado (§ 22). Essas restrições, juntamente com o véu da ignorância, têm por função garantir que qualquer geração se preocupe com todas as outras.”; WACKS, Raymond. *Op. cit.*, p. 105: “Note that Rawls’s second principle includes two significant limitations to secure the interests of the least advantaged. First, he introduces the ‘just savings principle’ which requires the people in the original position to ask themselves how much they would be willing to save at each level of the advancement of society, on the assumption that all other generations will save at the same rate. Remember that they have no idea which stage of civilization their society has reached. Consequently they will save some of their resources for future generations. The second limitation refers to the fact that jobs should be available to all.”

<sup>330</sup> RAWLS, John. *Op. cit.*, p. 365: “Isso é suficiente para um breve esboço de algumas das principais características do princípio de poupança justa. Podemos agora ver que entre gerações há deveres e obrigações exatamente como entre contemporâneos. A geração atual não pode fazer o que bem lhe aprouver, mas é obrigada, por princípios que seriam escolhidos na posição original, a definir a justiça entre pessoas que vivem em épocas diferentes. Além disso, os homens têm um dever natural de apoiar a promover instituições justas e, para isso, é preciso apromorar a civilização até certo nível. A dedução desses deveres e obrigações pode à primeira vista parecer uma aplicação forçada da doutrina contratualista. No entanto, essas exigências seriam reconhecidas na posição original e, portanto, a concepção da justiça como equidade as abrange sem nenhuma alteração de sua ideia fundamental.”; PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, pp. 85-6: “O mesmo esquema interpretativo do ‘véu de ignorância’ é aplicado por Rawls à questão da distribuição temporal da riqueza, com a colocação dos indivíduos na posição original e em situação de ignorância quanto à geração em que irão viver, o que os conduzirá a dar uma resposta totalmente neutra, do ponto de vista do interesse das gerações, a qual consiste em aceitar que é obrigação de cada geração contribuir para o bem estar das gerações futuras, caso em que ficarão sempre, num a situação de menor risco, independentemente da geração em que se venham a situar.

Todos os indivíduos colocados na posição original teriam, então, interesse na existência de um princípio da poupança justa, que levasse cada geração a assumir o dever de transmitir às seguintes uma dada quantidade de riqueza, estando assim estabelecidas as bases racionais para a cooperação intergeracional.”

<sup>331</sup> Essa crítica é condizente com os achados de Franco Modigliani sobre a formação das poupanças individuais, conforme já apresentado no presente trabalho. Segundo o modelo de Ciclo de Vida de poupança e consumo, a maior parte da riqueza individual é formada a partir da necessidade de formar poupança em determinadas fases da vida, para momentos de menores receitas, considerando-se a incerteza com relação aos eventos futuros, em especial ao momento da morte. Neste contexto, a geração de riqueza por meio da transferência entre gerações utilizando-se do instrumento da sucessão patrimonial (legítima ou testamentária),

Contudo, se em bases estritamente racionais não se é capaz de formular uma teoria para sustentar o motivo pelo qual deveria haver uma solidariedade intergeracional, isto é, motivo pelo qual deveria haver a valorização pela geração atual da necessidade de se gerar poupança para as gerações futuras, então, não haveria argumentos de natureza ética para se defender o progresso da sociedade. A não ser é claro que se aceite como válido o argumento de que o progresso seja, em si mesmo, um valor ético.

Sobre essa questão, portanto, divisam-se três linhas distintas de argumentação. Pela primeira linha, não haveria nenhuma obrigação entre gerações, senão a de preservar para a geração seguinte instituições justas e funcionais. Outra posição sustenta a ideia de que não poderia haver piora na situação de uma geração para outra, não havendo, porém, qualquer obrigação de melhora na situação. Finalmente, a terceira posição sustenta que haveria a obrigação de resguardar para as futuras gerações todos os ganhos gerados pela ação da geração em curso<sup>333</sup>.

Em se adotando a posição de que as gerações carregam a responsabilidade de solidariamente contribuírem para o progresso geral, dividindo entre si os encargos da realização de uma sociedade justa, é preciso observar que o progresso geral não se identifica necessariamente com progresso material<sup>334</sup>. Daí a crítica que se faz ao foco exclusivo nas despesas de investimento em capital físico como forma de preservação do patrimônio e construção da justiça intergeracional, excluindo-se por completo despesas meritórias como as realizadas em saúde, educação, cultura e lazer<sup>335</sup>.

---

seria residual. Antes da preocupação com a situação dos herdeiros viria, portanto, a preocupação com as próprias condições de vida na velhice. A existência de patrimônio a ser partilhado entre herdeiros, assim, seria, na maior parte dos casos, uma mera consequência da incerteza quanto ao momento de falecimento. MODIGLIANI, Franco. *The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth*, pp. 37-8: “It would be interesting to obtain some estimate of the importance of purely bequest-motivated transfers. A certain amount of evidence suggests that the pure bequest motive – the accumulation of wealth entirely for the purpose of being distributed to heirs and not be used for own consumption – affects a rather small number of households, mostly located in the highest income and wealth brackets.”

<sup>332</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, pp. 86-7.

<sup>333</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 88: “Três grandes tipos de respostas parecem poder ser ensaiadas nesta matéria. Encontram-se elas na posição que sustenta que há apenas um dever de transmitir instituições justas e que funcionem, na que defende que a geração actual deve transmitir às futuras exactamente aquilo que recebeu das gerações que a antecederam e na que preconiza a existência de uma obrigação, por parte da geração presente de crescer àquilo que recebeu, para transmitir uma herança complexiva superior às gerações sucessivas.”

<sup>334</sup> RAWLS, John. *Op. cit.*, p. 363: “Por fim, o último estágio em que se deve fazer poupança não se caracteriza por grande abundância. Talvez essa ponderação mereça algum destaque. O aumento da riqueza pode não ser supérfluo para alguns fins; e, de fato, talvez a renda média não seja muito alta, em termos absolutos. A justiça não exige que as gerações anteriores poupem para que as posteriores sejam meramente mais ricas. A poupança é exigida como uma condição para a realização plena de instituições justas e das liberdades iguais. (...)”

<sup>335</sup> RAWLS, John. *Op. cit.*, p. 362: “O processo de acumulação, uma vez iniciado e levado adiante, traz benefícios para todas as gerações subsequentes. Cada uma lega à outra um equivalente justo em capital real, que é definido por um princípio justo de poupança. (Devemos ter em mente que esse capital não consiste apenas em fábricas e máquinas etc., mas também no conhecimento e na cultura, bem como nas técnicas e habilidades, que tornam as instituições justas e o valor equitativo da liberdade possíveis.) Esse

A questão da impossibilidade de se aferir com segurança o interesse das gerações futuras e o fato de que a vontade das gerações atuais é manifestada de maneira majoritária por meio de eleições periódicas das quais, por óbvio, as novas gerações não participam, põem em relevo a vantagem de se poder contar com regras estáveis que limitem o poder majoritário em defesa de presumíveis interesses das gerações vindouras<sup>336</sup>.

Neste contexto, Fernando Facury Scaff considera a sustentabilidade financeira do Estado sob a perspectiva transindividual, aproximando o interesse dos cidadãos a essa sustentabilidade a interesses tais como o da manutenção de um meio ambiente ecologicamente equilibrado<sup>337</sup>. Assim a sustentabilidade financeira apresentar-se-ia como uma dinâmica que envolve não apenas o presente, mas uma expectativa do porvir. Não é, portanto, um conceito avaliado em termos estáticos, mas sim com referência em uma convergência assintótica<sup>338</sup>.

Ainda que seja problemática a aferição do nível adequado de poupança, deve-se reconhecer a existência de um princípio de equilíbrio intergeracional, isto é, um princípio de “poupança justa”, para utilizar a expressão de John Rawls, como expressão do princípio da igualdade. Não há dispositivo, na Constituição brasileira, que autorize tratamento distinto entre gerações, sendo esse o fundamento para a proteção do meio ambiente, por exemplo, e o fundamento para a ideia de não retrocesso na proteção e na eficácia dos direitos fundamentais. Se é fato que os interesses da geração futura não devem se sobrepor

---

equivalente é uma retribuição pelo que foi recebido das gerações anteriores e possibilita que as posteriores vivam melhor em uma sociedade mais justa”; PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 51: “Não se deve, por outro lado, ignorar que o progresso das sociedade não depende apenas de aspectos materiais, pelo que se não poderá, por exemplo, pensar que a geração presente está puramente obrigada a investimento em bens de capital, podendo o investimento na cultura, na educação e no desenvolvimento geral do nível de vida das populações ter efeitos tanto ou mais benéficos para as futuras gerações.”

<sup>336</sup> PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 93: A preocupação em assegurar a plena neutralidade dos decisores da geração actual não pode deixar de considerar que a circunstância de existirem mecanismos de controlo por parte da geração actual, expressos designadamente no processo eleitoral, pode levar a um sacrifício das gerações futuras, pelo que se pode colocar a questão de saber se se não deve garantir um quadro institucional limitativo das escolhas e que garanta a impermeabilidade do decisor às pressões de tipo eleitoral.”

<sup>337</sup> SCAFF, Fernando Facury. *Crédito Público e Sustentabilidade Financeira*, p. 36: “O interesse protegido não é o da actual geração, mas sua preservação para as futuras gerações. Não é mais um interesse do indivíduo contra o Estado, ou inerente apenas a certa coletividade, mas um interesse difuso e que abrange não apenas as atuais, mas as futuras gerações. É esta nova dimensão dos direitos fundamentais que deve estar presente em nossa mente ao interpretar qualquer norma como um instrumento de sustentabilidade, e não como uma norma isolada em um ordenamento jurídico.”

<sup>338</sup> SCAFF, Fernando Facury. *Op. cit.*, p. 40: “Sustentabilidade financeira é um conceito mais amplo que equilíbrio orçamentário, na leitura contábil-matemática do termo. Para que ocorra sustentabilidade financeira é necessário que seja estabelecido um período de tempo de médio e longo prazo, e que todos os elementos financeiros que estejam à disposição daquele ente público sejam analisados de forma conjunta, podendo mesmo haver déficits públicos periódicos visando alcançar certas metas sociais, e obter o necessário equilíbrio orçamentário, dentro do período de tempo estabelecido. Trata-se de uma análise dinâmica do fenómeno financeiro, e não uma análise estática, limitada a um período de 12 meses. Esta noção e sustentabilidade financeira está mais próxima de um filme que de uma fotografia, esta mais condizente com a lógica do equilíbrio orçamentário considerado como uma equação contábil-matemática.”

aos da geração atual, também é fato que esses interesses não devem ser desconsiderados, estando o processo jurídico-político de decisão financeira sujeito a esse mandamento de maximização de um estado de coisas de equidade entre gerações, sob condições mínimas de gozo da liberdade e de instituições justas. A existência de um tal princípio é evidenciada em toda a Constituição Financeira e Econômica, ao estabelecer regras restritivas do superendividamento público, salientar o papel preponderante do planejamento na função orçamentária, e orientar os gastos públicos prioritariamente para setores que geram retornos sociais em escalas temporais mais amplas, como é o caso dos gastos em educação (art. 205) e em pesquisa e desenvolvimento científicos (art. 218).

#### 1.4.2 O mecanismo de deslocamento dos gastos pelo endividamento e a competição intergeracional

O recurso ao endividamento público tem por consequência o deslocamento temporal das despesas em relação ao produto delas decorrente<sup>339</sup>. Por consequência, tornam-se disponíveis recursos no presente, contra a obrigação futura de retornarem normalmente somados ao pagamento de juros e outros encargos financeiros. Por conta dessa dinâmica, o endividamento público suscita debate a respeito dos requisitos para que se opere tal deslocamento, sem que se incorra em violação de direitos das gerações subsequentes.

No campo das despesas públicas, o tipo de despesa que mais remete à questão intergeracional é o dos investimentos em infraestrutura, por implicarem em projetos de valores elevados, com cronogramas que podem superar décadas desde a fase de concepção até a fase de implantação e operação, e cujos benefícios apenas amortizarão os investimentos ao longo também de décadas<sup>340</sup>.

É preciso atentar, porém, que não apenas os benefícios serão diferidos, mas também no futuro serão sentidos os custos de operação e manutenção da infraestrutura instalada<sup>341</sup>.

<sup>339</sup> BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 599: “Uma velha concepção, geralmente aceita, a ponto de tornar-se popular, quer que os préstimos públicos sejam a técnica pela qual as gerações futuras partilham de despesas da atualidade. Os financistas, que comungam dessa opinião, classificam, então, o crédito público como processo de repartição de encargos governamentais no tempo, em contraste com a tributação, que divide os mesmos gravames apenas entre indivíduos e classes do presente.”

<sup>340</sup> GREMAUD, Amaury P.; TONETO Jr., Rudinei. *Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades*, p. 112: “A principal justificativa no que tange ao endividamento para fins de investimento é a eficiência alocativa no longo prazo. De modo geral, o acesso ao mercado financeiro aumenta a eficiência econômica ao melhorar a alocação de recursos, tanto em termos intertemporais como setoriais. O endividamento é uma forma adequada de financiar as despesas de capital, uma vez que os benefícios deste tipo de despesa estão distribuídos ao longo do tempo e a dívida permite distribuir também seu custo ao longo do tempo, gerando assim eficiência em termos inter-generacionais, ou seja, possibilitando a compatibilização do período de consumo do serviço com o de pagamento.” Ver também CARVALHO, André Castro. *Direito da infraestrutura: perspectiva pública*, p. 503: “Quando se trata do tema ‘infraestrutura’, a questão intergeracional faz-se presente mais do que em outras searas – principalmente por se tratar de bens com longo prazo de amortização, o que não costuma ocorrer em qualquer âmbito de ação governamental.”

<sup>341</sup> CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 504: “A aquisição de capital novo tem alguns efeitos especiais, conforme aventado pela doutrina. O principal, nesse momento de análise, é destacar que há a produção

Assim, pode-se dizer que uma geração estará a contratar não apenas os benefícios da infraestrutura, mas também os seus custos de manutenção para a futura geração, sendo crucial que esta decisão se dê de forma transparente e em conformidade com um amplo planejamento de longo prazo, que referencie uma estratégia de desenvolvimento que abarque todas as áreas<sup>342</sup>.

Diferir as despesas não significa *per se* alocá-las aos efetivos beneficiários diretos, mas apenas transferi-las ao tempo futuro. Isto ocorre, pois, primeiramente, é possível que as condições de endividamento não permitam conciliar perfeitamente o cronograma físico de uma obra pública com o cronograma de desembolsos de uma dívida contratada. Em segundo lugar, é possível que mesmo no futuro não sejam os usuários da infraestrutura os seus únicos financiadores. Isso ocorrerá, por exemplo, quando a infraestrutura tiver uso predominante por um determinado grupo de cidadãos, seja pela sua natureza ou localização. Assim, o deslocamento temporal proporcionado pela dívida permite tanto falar de solidariedade intrageracional quanto de concentração sub-reptícia de renda<sup>343</sup>.

As despesas de capital idealmente devem ser planejadas no sentido de que o custo de implantação da infraestrutura seja suportado ao longo da vida útil da estrutura gerada pelo investimento. Esta regra se sustenta por razões de eficiência econômica, mas também por razões de equidade, permitindo que o custo de implantação da estrutura seja suportado pela geração de cidadãos que dela se beneficiam<sup>344</sup>.

A chamada “regra de ouro” apresenta restrições importantes em matéria de justificativa do endividamento público, não representando, contudo, de forma isolada, uma con-

---

de benefícios e a respectiva necessidade de manutenção por vários períodos subsequentes, ressaltando a faceta intertemporal ou intergeracional da infraestrutura. Dessa forma, “[...] uma perspectiva de planejamento a longo prazo é necessária para se ter em consideração a natureza intertemporal das decisões sobre capital.” Ademais, as próprias infraestruturas duram períodos que atravessam gerações, o que pode justificar a questão intergeracional no seu custeio, porquanto muitas gerações, o que pode justificar a questão intergeracional no seu custeio, porquanto muitas gerações beneficiar-se-ão do estoque criado.”

<sup>342</sup> CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, pp. 504-5: “O crédito público é, portanto, uma forma de envolver tanto os atuais contribuintes quanto os futuros em projetos de longo prazo. O problema é que, idealmente, a decisão pelo endividamento deveria ser de cunho econômico e levar em conta as receitas auferidas e o tamanho da dívida, juntamente com a relação intergeracional desses dois fatores – o que, na prática, costuma não ser a regra.”

<sup>343</sup> CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 507: “Na Espanha, havia uma crítica ao modelo adotado para investimento em infraestrutura, já que estaria muito fulcrado no arrolamento da dívida oriunda das obras públicas, não estando o financiamento a cargo dos usuários, mas sim dos contribuintes futuros.”

<sup>344</sup> WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 7: “The Golden Rule of capital finance is that, on both efficiency and equity grounds, the payment for capital goods should be spread over their useful life. It therefore follows that a financing mechanism be established so that the future generations that benefit from today’s capital spending for infrastructure will pay for the benefits they derive from using it. Local governments must be allowed to borrow and take on debt that is financed over time, if their financial situation is in good standing.” OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 76: “A obtenção de recursos de terceiros por meio de empréstimos e financiamentos é instrumento apropriado para financiar o investimento público, promove a equidade entre as gerações, representa opção de investimento para poupadores (mediante a aquisição de títulos públicos) e é fonte de recursos adequada para o enfrentamento de situações emergenciais e extraordinárias.”

dicionante suficiente para um recurso adequado ao endividamento como forma de financiamento da ação estatal. Representando limitação à contratação de operações de crédito em nível superior às despesas de capital executadas, essa regra tem por objetivo canalizar as receitas decorrentes de operações de crédito para ações orçamentárias que, supostamente, são realizadas uma única vez, não deixando despesas continuadas para serem pagas indefinidamente. Ademais, supõe-se que as despesas de capital apresentem um retorno social superior às receitas correntes, o que, embora em linha com a visão tradicional que associa crescimento econômico ao estoque de capital físico de uma economia, vem sendo contestado na literatura econômica, que vem dando relevo especial aos investimentos em capital humano<sup>345</sup>.

A insuficiência da regra de ouro ocorre especialmente nos casos de entes públicos cuja demanda por infraestrutura é superior à oferta de crédito, sendo necessário recorrer à própria poupança para custear uma parte dos investimentos. Neste caso, será possível respeitar a regra de ouro e ainda assim destinar recursos para despesas correntes, simplesmente destinando a poupança corrente que, de outra forma financiaria investimentos, para o custeio de despesas correntes, passando os recursos oriundos de dívida a exercer o papel que antes seria realizado pela poupança corrente<sup>346</sup>. Neste cenário, porém, o investimento total não se altera em relação ao que seria observado sem o endividamento<sup>347</sup>.

Feitas essas considerações, observa-se que o recurso ao endividamento público deve ser precedido de cuidadosa análise de custo benefício dos gastos a serem financiados, o que nem sempre se observa, especialmente, no caso de abundância de liquidez e de crédito, com oferta de recursos a taxas de juros baixas. Isto, pois, nessas circunstâncias, projetos com retorno financeiro ou social reduzido passam a ser viáveis, resultando em contrata-

<sup>345</sup> LUCAS JR. Robert E. On the mechanics of economic development. *Journal of monetary economics*, p. 39: “The model that I think is central was developed in section 4. It is a system with a given rate of population growth but which is acted on by no other outside or exogenous forces. There are two kinds of capital, or state variables, in the system: physical capital that is accumulated and utilized in production under a familiar neoclassical technology, and human capital that enhances the productivity of both labor and physical capital, and that is accumulated according to a ‘law’ having the crucial property that a constant level of effort produces a constant growth rate of the stock, independent of the level already attained.”; SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, p. 612: “Estudos recentes do crescimento econômico sugerem que o papel do capital, incluindo o capital humano (investimentos nas habilidades do trabalhador), é maior do que o medido pelo esquema de crescimento de Solow. A ideia básica dessa nova pesquisa é que o investimento de capital, seja em máquinas seja em pessoas, cria *externalidades positivas*, isto é, o investimento aumenta não somente a capacidade produtiva de outras empresas e trabalhadores similares. (...)”

<sup>346</sup> Essa estratégia é ironicamente conhecida entre os praticantes das finanças públicas como “executar o roque”, em referência à jogada de xadrez em que o rei e a torre trocam de posição no tabuleiro.

<sup>347</sup> TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 171: “In principle, a good case can be made for limiting all borrowing to investment purposes. However, the so-called golden rule may not be sufficiently restrictive in countries that need to generate government savings to finance at least a part of public investment. Moreover, it may not be desirable to allow government borrowing to finance investments that do not have an adequate rate of economic and social return. Finally, in practice it may be difficult to avoid circumvention of the rule through the inclusion in investments of certain expenditures for current purposes.” (p. 171)

ções que, a longo prazo, poderão se mostrar más decisões do ponto de vista econômico, ou mesmo político e social.

A experiência, porém, demonstra que as contratações de operações de crédito nem sempre são precedidas de cuidadosa preparação de projetos e avaliação dos custos sobre as gerações seguintes à sua contratação. Se isso é verdade para as operações de crédito, com ainda mais força se pode fazer tal afirmação para o caso de operações estruturadas que possam gerar endividamento público, sem, contudo, se confundirem com operações de crédito, no sentido jurídico da expressão.

A questão do endividamento envolve uma discussão de justiça intergeracional, uma vez que se entende que os custos do financiamento para a geração de uma infraestrutura devem ser suportados ao longo do tempo, pelas gerações que se beneficiarão de fato da existência daquela estrutura<sup>348</sup>. O mesmo motivo seria também razão para se argumentar pela impossibilidade de financiamento de despesas correntes com recursos de operações de crédito<sup>349</sup>.

Por outro lado, a possibilidade de utilização oportunista do endividamento público como forma de financiar as despesas públicas é uma decorrência de diversas situações. Seja pela tentação dos cidadãos, agindo sob o efeito da “ilusão fiscal”, ou no típico caso de “tragédia dos comuns”, seja pela tentação de políticos no tradicional conflito agente-principal<sup>350</sup>, a tendência a transferir os custos da ação do Estado sobre as gerações futuras ou

---

<sup>348</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Liderando el desarrollo sostenible de las ciudades: unidad temática gestión financiera subnacional*, p. 28: “Financiamiento más eficiente y justo de la infraestructura, toda vez que los beneficios de este tipo de inversión recaen también sobre las generaciones futuras, las cuales también lidiarán con los costos de su financiamiento. La maduración de la deuda contraída debería coincidir con la vida económica de los activos involucrados. En la misma línea, la amortización de los pasivos debería coincidir con la depreciación de los activos a financiar.”

<sup>349</sup> BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 29: “Si los déficits fiscales se originan cuando el endeudamiento subnacional financia inversión de capital y crecimiento económico, ello no representa un problema; no obstante, de acuerdo con la experiencia, los déficits se han generado para financiar pérdidas operacionales, lo cual ha producido situaciones fiscales insostenibles.”

<sup>350</sup> Sobre falhas de governo e conflito agente principal, ver STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the public sector*, pp. 8-10: “while market failures led to the institution of major government programs in the 1930s and 1960s, in the 1970s and 1980s the shortcoming of many such programs led economists and political scientists to investigate government failure. Under what conditions would government programs not work well? Where the failures of government programs accidents, or did they follow predictably from the inherent nature of governmental activity? Are there lessons to be learned for the design of programs in the future? There are four major reasons for the systematic failures of the government to achieve its stated objectives: the government’s limited information, its limited control over private responses to its actions, its limited control over the bureaucracy, and the limitations imposed by political processes. (...)”

3 Limited control over bureaucracy. Congress and state and local legislatures design legislation, but delegate implementation to government agencies. An agency may spend considerable time writing detailed regulations; how they are drafted is critical in determining the effects of the legislation. The agency may also be responsible for ensuring that the regulations are enforced. (...)

In many cases, the failure to carry out the intent of Congress is not deliberate but rather a result of ambiguities in Congress’s intentions. In other cases, problems arise because bureaucrats lack appropriate incentives to carry out the will of Congress. For instance, in terms of future job prospects, those in

sobre uma classe diversa de cidadãos de uma mesma geração existirá e tenderá a prevalecer, caso não haja meios normativos de desincentivar esse comportamento<sup>351</sup>.

Argumenta-se que tendência ao endividamento pode ser explicada pela dinâmica política, assim como também o pode a tentação ao *default* da dívida externa de uma nação. O motivo central para ambos os casos dever-se-ia ao fato de que nem os credores internacionais, nem as gerações ainda não nascidas votam, sendo, portanto, menos relevantes os seus interesses para fins de maximização de votos<sup>352</sup>. O mesmo motivo poderia explicar a tendência aos desequilíbrios previdenciários, na medida em que as novas gerações não têm condição de expressar politicamente o seu descontentamento com o financiamento da aposentadoria das gerações precedentes que, por sua vez, têm grande peso político.

Como se pode observar a partir da discussão trazida, a dinâmica das escolhas públicas traz dificuldades específicas no que se refere à alocação intertemporal de recursos. Se por um lado poderá haver tendência à superexploração dos bens públicos presentes, levando a uma competição entre gerações pelas melhores condições de vida, por outro lado, o pacto social fundado na Constituição Federal, prevê a necessidade de se observar a solidariedade entre gerações, como forma de conferir eficácia ao princípio da igualdade.

O mecanismo da dívida pública é o instrumento jurídico e econômico por meio do qual se pode deslocar o ônus financeiro de um investimento para o futuro. Isso não significa, porém, que não haja por parte da geração que faz o investimento uma decisão de abdicar de consumo no momento presente em prol do interesse da geração seguinte. Isto, pois a dívida pública é formada a partir da canalização da poupança privada para o setor público. Assim sendo, a única maneira de transladar o custo do investimento totalmente para a geração seguinte, sem sacrifícios pela geração presente consistiria no recurso ao endividamento externo, uma vez que, neste caso, socorre-se da poupança externa, permitindo que o nível de consumo da geração presente interna se mantenha intocado.

Não é preciso grande elaboração para que se reconheça que o estabelecimento de uma competição entre gerações não leva a bom termo, pelo simples fato de que as gerações vindouras não possuem mecanismos para se defender. Esse problema aparece muito claramente na discussão do direito ambiental, especialmente no que se refere ao combate às mudanças climáticas decorrentes da emissão exagerada de gases causadores do efeito estufa.

---

charge of regulating an industry may gain more from pleasing members of the industry than from pursuing consumer interests.”

<sup>351</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 63: “Por inúmeras razões, algumas delas referidas às teorias expostas anteriormente: os benefícios dos gastos governamentais são diretamente usufruídos pelo público-alvo dos programas, enquanto os custos a eles associados são diluídos entre os milhões de atuais e futuros contribuintes; a maioria dos atuais beneficiários são eleitores e parte dos que arcarão com parcela dos custos no futuro ainda não o são; os políticos direcionam as suas ações pelos próprios interesses, em vez de fazê-lo pelos interesses daqueles que os elegem; uma vez que o orçamento público utiliza recursos aportados por todos, há incentivos para que cada grupo atue para extrair desse fundo comum mais do que deveria estar prudentemente a eles disponível; o crescimento da concessão de benefícios de natureza obrigatória torna o gasto público mais difícil de ser gerenciado e aumenta o custo político de obter o equilíbrio orçamentário.”

<sup>352</sup> OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 76.

•• *Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas*

No caso do endividamento público, a relação não é tão evidente quanto na esfera ambiental, embora o dilema desenvolvimento/preservação também se apresente no debate político e doutrinário, mas na sua roupagem desenvolvimento/austeridade. É preciso, neste cenário, que o direito financeiro e o direito econômico apresentem instrumentos adequados de tratamento da questão, de maneira a dar plena eficácia à proteção das diversas gerações, combatendo a tendência à competição que se estabeleceria em condições normais.

Neste contexto, passa-se adiante neste trabalho à análise do tratamento jurídico conferido ao endividamento público no Brasil, buscando-se avaliar a existência e a interpretação das normas relacionadas ao tema. Essa avaliação inicial conferirá as bases para uma análise mais detalhada, no capítulo seguinte, dos acordos financeiros de longo prazo não considerados, via de regra, como operações de crédito convencionais, mas que demandam a mesma atenção relativamente ao conflito de gerações, o que se convencionou chamar de “operações estruturadas”.