

O sistema de integração das normas constitucionais de limitação ao endividamento público

*Gabriel Lochagin**
*Juliana Oliveira Domingues***

Resumo

As normas constitucionais de limitação ao endividamento público exigem, em diversas hipóteses, posterior integração por normas infraconstitucionais. Entre elas se destacam a Lei de Responsabilidade Fiscal, como norma geral de direito financeiro, as resoluções do Senado Federal e os orçamentos anuais. Este artigo argumenta que estas normas compõem um sistema de aplicação dos limites quantitativos e qualitativos previstos na Constituição. Por esta razão, as normas de caráter permanente e temporário (como as leis orçamentárias) são elementos centrais da sustentabilidade dos níveis de endividamento, e a gestão orçamentária dos encargos financeiros se torna condição do cumprimento dos objetivos constitucionais.

Palavras-chave: Brasil. Dívida Pública. Finanças Públicas. Lei de Responsabilidade Fiscal. Resoluções do Senado.

Recebido em: 25/09/2017 | Aprovado em: 17/10/2017

<http://dx.doi.org/10.5335/rjd.v31i2.7403>

* Professor na Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP/USP). Doutor e Mestre em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (São Paulo, SP, Brasil). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (São Paulo, SP, Brasil). E-mail: gabriel.lochagin@usp.br

** Professora Doutora de Graduação e Pós-Graduação stricto sensu da Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP/USP). Doutora em Direito pela PUC/SP e Mestre em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Coordenadora da Pós-Graduação em Direito Econômico da FDRP/USP. Advogada e Consultora. E-mail: julianadomingues@usp.br

Introdução

Os limites constitucionais à dívida pública apontam, fundamentalmente, para restrições de duas ordens distintas. De um lado, há a previsão de certos limites qualitativos ao endividamento, cujo propósito mais claro é evitar que as operações financeiras sejam mal utilizadas para financiar despesas correntes, e desta forma diminuir os impactos intergeracionais negativos que uma decisão de tal sorte causaria. De outro, os limites constitucionais objetivam promover controles quantitativos, isto é, sobre os níveis totais e sobre as variações do endividamento. O necessário cumprimento destes requisitos constitucionais, no entanto, depende de uma articulação muito próxima com a legislação infraconstitucional, em cujo âmbito material encontram-se não apenas as condições operacionais de seu cumprimento, por meio do adequado emprego dos instrumentos orçamentários de gestão do endividamento e do planejamento estratégico dos pagamentos.

Este sistema integrativo das normas constitucionais atinentes à dívida pública permite a concretização dos mandamentos constitucionais de responsabilidade na gestão fiscal. Ou, dito de outra forma, estas normas de diferentes natureza e hierarquia completam a eficácia da Constituição Financeira. Como instrumento de aplicação eficiente das normas de controle do endividamento, os comandos podem ser tanto permanentes como temporários, exemplificados, respectivamente, pelas normas gerais de direito financeiro e pelas leis orçamentárias anuais. Mas, em todo caso, se deve harmonizar o ordenamento jurídico-financeiro com os pressupostos constitucionais de responsabilidade fiscal.

Desta forma, a gestão financeira dos encargos da dívida pelos orçamentos anuais não é apenas elemento contábil de importância restrita ao exercício financeiro, mas parte central do cumprimento de objetivos constitucionais de responsabilidade fiscal e gestão do endividamento. O planejamento financeiro estratégico mostra-se, portanto, como um componente central da efetivação de mandamentos constitucionais relativos à dívida pública.

A dívida pública na Constituição: a relação entre estrutura e conjuntura

A existência de limites constitucionais à dívida pública não garante, por si mesma, a sua efetivação. Os comandos previstos na Constituição Federal de 1988¹ relativos à responsabilidade da gestão fiscal dependem da edição de normas infraconstitucionais que lhes completem a eficácia e, ainda, de decisões orçamentárias e administrativas capazes de assegurar, pela gestão financeira, o controle de variáveis de risco e o atendimento das metas fiscais. É da articulação entre a Constituição, as normas infraconstitucionais de caráter permanente e a legislação orçamentária de caráter temporário, além de outras medidas de gestão da composição da dívida, que se assegura a sustentabilidade das finanças públicas pelo controle desta variável específica, o endividamento público.

Não é demais evidenciar, de forma sistemática, que a legislação infraconstitucional e as decisões tomadas no âmbito da Administração condicionam o cumprimento dos objetivos financeiros estruturais da Constituição. Longe de representarem mera previsão contábil ou de simples organização, os numerosos dispositivos financeiros relativos à responsabilidade da gestão fiscal introduzidos sob a atual disciplina constitucional são ferramentas para a garantia da sustentabilidade financeira dos entes públicos. Por exemplo, as metas fiscais contidas nas leis de diretrizes orçamentárias, as medidas de ajuste da execução orçamentária e os planos anuais de financiamento da dívida pública. São instrumentos jurídicos de política fiscal que, ainda que tenham caráter temporário e conjuntural, atendem a propósitos estruturais de responsabilidade e sustentabilidade da gestão fiscal.

A relação entre estrutura e conjuntura, ainda que se apresente de forma particularizada quando se trata da dívida pública, manifesta-se de forma muito marcada no direito financeiro. Após o destaque conferido aos orçamentos

¹ BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Brasília, DF: Senado Federal, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm>. Acesso em: 13 out. 2017.

anticíclicos,² particularmente pela “revolução keynesiana”,³ o cumprimento de objetivos estruturantes mediante ajustes conjunturais se apresentou como uma discussão constante e um tema usual, embora tenha ultrapassado, com o tempo, os limites do próprio keynesianismo. No entanto, o uso das finanças públicas para atingir fins não exclusivamente fiscais, como o pleno emprego, parecia apontar, até certo ponto, para a liberação da dívida pública de qualquer limite, ou ao menos indicava a relativização de conceitos vagos como a manutenção da dívida pública em níveis “saudáveis”.⁴ Ao contrário do que se poderia esperar destas recomendações, não foi o que ocorreu.

Os ordenamentos jurídico-financeiros nacionais e supranacionais não ignoraram, desde então, os limites ao endividamento, sem deixar de lhes conferir, contudo, uma dimensão funcional. Tome-se o claro exemplo do disposto no artigo 109 da Lei Fundamental Alemã, que autoriza os déficits anuais para promover o equilíbrio econômico geral, ao mesmo tempo em que assegura, no artigo 115, que o montante das operações de crédito não deve ultrapassar as despesas de investimento do exercício.⁵ Em relação a este último dispositivo, é o que também se encontra no artigo 167, III, da Constituição brasileira⁶. Em âmbito supranacional, o Pacto de Estabilidade e Crescimento, da União Europeia (*Stability and Growth Pact*) opta pelo equilíbrio orçamentário baseado em ajustes cíclicos, respondendo a flutuações da atividade econômica tanto quanto os métodos de avaliação da política fiscal permitam aferir.⁷

² Os orçamentos anticíclicos dizem respeito ao emprego do déficit público como instrumento de política fiscal em fases de desaceleração econômica, assumindo-se a responsabilidade do Estado pelo desenvolvimento econômico geral em face de falhas na capacidade endógena de estabilização dos ciclos econômicos pelos mercados. Embora a recomendação dos déficits não tenha sido proposta originalmente por Keynes, a aplicação dos orçamentos anticíclicos toma como principal referência os argumentos apresentados em seu trabalho *The General Theory of Employment, Interest and Money*, de 1936, já em 1937 apresentado como a “teoria dominante” (cf. NEUMARK, F. *Ausgleichsprobleme der öffentlichen Finanzwirtschaft. Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft*, n.º 73, 1937, p. 582).

³ A expressão é de KLEIN, L. *The Keynesian Revolution*. Londres: MacMillan and Co., 1947. O caráter revolucionário apontado pelo autor decorre do desenvolvimento de uma teoria da demanda efetiva, ou seja, da determinação do nível de produção como um todo. Ver também KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: MacMillan & Co., 1936.

⁴ O ponto de culminação desta tendência é encontrado em A. Lerner, cujas ideias acerca de uma política fiscal por ele denominada funcional (daí a expressão *functional finance*) envolviam apenas a análise dos resultados econômicos das ações fiscais, desprezando o valor ou o desvalor intrínseco do déficit e da dívida. (LERNER, A. *Functional Finance and the Federal Debt. Social Research*, vol. 10, n.º 1, fev. 1943).

⁵ Sobre as discussões constitucionais a respeito deste dispositivo, ver a análise de FRIAUF, K. H.; WAGNER, H. *Öffentlicher Haushalt und Wirtschaft. In: Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer*. Berlin: De Gruyter, 1969, p. 1-41. Sobre o sentido do artigo 115, ver HÖFLING, W. *Staats-schuldenrecht: Rechtsgrundlagen und Rechtsmaßstäbe für die Staatsschuldenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland*. Heidelberg: C. F. Müller, 1992, p. 140-142.

⁶ BRASIL, 1988.

⁷ BANCO CENTRAL EUROPEU. *Cyclically Adjusted Budget Balances: an Alternative Approach*. Working Paper Series, n.º 77, set. 2001.

O direito financeiro apresenta, portanto, uma necessária articulação entre estrutura e conjuntura, e não se poderia cogitar de normas de caráter permanente que não dependessem de algum grau de combinação com normas que se prestem a ajustar condicionantes conjunturais ao cumprimento de objetivos de longo prazo.⁸ Na dívida pública, o cumprimento dos mandamentos constitucionais requer adaptações ligadas aos ciclos e aos riscos do ambiente de execução de política econômica, bem como de decisões administrativas de gestão a respeito da composição mais adequada das obrigações financeiras.

Em termos conceituais, Höfling⁹ refere-se à distinção entre a “política dos níveis de endividamento” e a “política estrutural da dívida”, ambas engrenagens de uma “política da dívida pública” geral. A política dos níveis de endividamento, que aqui denominamos de componente jurídico estrutural do controle da dívida pública, compreende medidas que afetam o volume das obrigações financeiras do Estado e seus fins próprios, ao passo que a política de estrutura da dívida trata de questões relativas à sua composição (a título de exemplo, a maturidade das obrigações, os prazos de pagamentos dos juros e as espécies de títulos emitidos). Nota-se, no entanto, que a opção pelo termo “estrutural” para se referir a políticas predominantemente conjunturais voltadas aos padrões de endividamento pode gerar alguma confusão. Neste sentido, melhor usar a expressão “gestão da dívida”, internacionalmente também chamada de *debt management*, para referir o mesmo fenômeno.

Regras constitucionais de controle da dívida pública: a “regra de ouro” e os limites quantitativos ao endividamento

Se é verdade que a evolução institucional da dívida pública é a história da introdução de limitações racionais para a tomada de crédito pelo Estado,¹⁰ cabe ao Direito estabelecer os parâmetros de avaliação dos volumes máximos admitidos para o endividamento (tanto para a assunção de novas obrigações como para o estoque de obrigações já anteriormente contraídas).

⁸ No Brasil, ver, por todos, a discussão desenvolvida por a respeito da articulação de normas estruturais e conjunturais no direito financeiro, apresentada como característica própria deste ramo jurídico, em VIDIGAL, Geraldo. *Fundamentos do Direito Financeiro*. São Paulo: RT, 1973.

⁹ HÖFLING, 1992, p. 8.

¹⁰ O. Gardenberger afirma que a questão de fronteiras racionais para a dívida é objeto tradicional da política financeira, assim como uma questão típica das decisões políticas tomadas a este respeito (GARDENBERGER, O. *Grenzen der Staatsverschuldung: theoretische Erkenntnisse und Anwendungen auf die Situation in der Bundesrepublik Deutschland*. In: *Probleme der Staatsverschuldung*. Berlin: Duncker & Humblot, 1980, p. 10).

Desde o ponto de vista da Constituição, a política dos níveis de endividamento atende a pressupostos estruturais de limitação quantitativa e de adequado aproveitamento dos recursos públicos obtidos em operações de crédito. A combinação de regras constitucionais referentes a aspectos quantitativos e qualitativos do controle do endividamento confere as suas coordenadas fundamentais.

A análise desses limites pode começar pela chamada “regra de ouro”, segundo a qual são proibidas operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital, salvo aquelas autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta. Trata-se, em resumo, de regra destinada a impedir que a geração de dívida se dedique a financiar despesas correntes.

As primeiras discussões a respeito de tetos para o endividamento remontam a C. Dietzel¹¹ e a A. Wagner¹². O primeiro, contrariando o ceticismo dos economistas clássicos sobre a produtividade das despesas públicas, elogiava o crédito público desde que servisse para financiar investimentos públicos e propunha um “sistema de empréstimos estatais” destinado a este fim.¹³ O segundo, prosseguindo com a ideia de que o Estado também se manifestava como uma unidade econômica produtiva, da mesma maneira procurava racionalizar a tomada de crédito. Com o receio de que os “déficits agudos”, decorrentes do excesso de despesas ordinárias se tornassem passíveis de cobertura apenas por novas obrigações financeiras e não por outras medidas de contenção fiscal, defendia o célebre economista alemão que se utilizasse a dívida para financiar investimentos, cujo caráter extraordinário justificava seu financiamento por receitas também extraordinárias provenientes de empréstimos. Aí a chamada “regra fundamental” por ele formulada, termo que, com variações, até hoje identifica as recomendações de política fiscal que procuram associar o atendimento de despesas ordinárias com recursos ordinários, e as despesas extraordinárias com receitas igualmente extraordinárias.¹⁴

O que se apresenta com caráter de continuidade a partir destas primeiras formulações é a ideia geral de repartição equitativa dos encargos do endivida-

¹¹ DIETZEL, C. *Das System der Staatsanleihen im Zusammenhang der Volkswirtschaft betrachtet*. Heidelberg: J. C. Mohr, 1855.

¹² WAGNER, A. *Lehr- und Handbuch der politischen Ökonomie*. 3 ed. Leipzig: C. F. Wintersche Verlagshandlung, 1889.

¹³ DIETZEL, 1855.

¹⁴ WAGNER, 1889, p. 146 e ss.

mento entre o presente e o futuro. Uma limitação do crédito público para financiar investimentos representa medida de distribuição intergeracional justa tanto dos benefícios quanto dos ônus da dívida pública. O argumento fundamental é o de que os encargos da dívida, a serem atendidos em período posterior pelos recursos das futuras gerações, devem equivaler ao benefício aproveitado por elas, algo que apenas ocorre se os recursos dos empréstimos forem empregados de forma produtiva em investimentos cuja utilidade permanece no longo prazo. De outra parte, se o capital gerado não será aproveitado exclusivamente pelas gerações presentes, faz sentido que também os custos de seu financiamento não sejam arcados apenas por elas – o compromisso financeiro de pagamento futuro permite, por este ponto de vista, a diluição dos encargos entre os diversos beneficiários.¹⁵ Nas palavras de Stein,¹⁶ frequentemente citadas a esse respeito, “um Estado sem dívida ou faz muito pouco pelo seu futuro, ou exige demais do seu presente”.

A Constituição brasileira, ao vedar que as operações de crédito de um exercício excedam o montante das despesas de capital, estabelece o principal limite para o endividamento público¹⁷, de forma a revelar se há descontrole das contas públicas ao se empregar recursos provenientes do endividamento para financiar despesas correntes.¹⁸ Trata-se de regra constitucional voltada à racionalidade da gestão fiscal e à distribuição equitativa dos encargos e dos benefícios gerados pelas obrigações financeiras entre as gerações atuais e posteriores, com adesão obrigatória das esferas de governo.¹⁹

A “regra de ouro” apresenta critérios para o controle do fluxo do endividamento, isto é, da contratação de dívida nova. Encontram-se na Constituição, no entanto, também regras de limitação do estoque, com a previsão de tetos máximos para o montante da dívida pública e operações de crédito a serem estabelecidos por Resolução do Senado Federal, nos termos do inciso VII do artigo 52.²⁰

¹⁵ Ver, entre os estudos jurídicos recentes acerca do tema no Brasil que retomam estes argumentos, SCAFF, F. Crédito Público e Sustentabilidade Financeira. *Revista de Direito à Sustentabilidade (UNIOESTE)*, vol. 1, n.º 1, 2014.

¹⁶ STEIN, L. *Lerbuch der Finanzwissenschaft*. 2 ed. Leipzig: Brockhaus, 1871, p. 666.

¹⁷ BRASIL, 1988.

¹⁸ CONTI, J. M. Artigos 32 a 39. In: MARTINS, I. G.; NASCIMENTO, C. V. *Comentários à Lei de Responsabilidade Fiscal*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 274-275.

¹⁹ A propósito das características das regras fiscais brasileiras, conferir o recente trabalho de PONTES LIMA, E. *Curso de Finanças Públicas: uma Abordagem Contemporânea*. São Paulo: Atlas, 2015, p. 245-256.

²⁰ Para tratamento abrangente do tema, ver TORRES, H. T. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*. São Paulo: RT, 2014, p. 442-452; OLIVEIRA, R. F. *Curso de Direito Financeiro*. São Paulo: RT, 2006, p. 575.

Segundo a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF),²¹ a proposta dos limites globais deveria ser encaminhada por proposta do Presidente da República ao Senado Federal, e este foi definido para a Dívida Consolidada Líquida (DCL) dos Estados e Municípios como um percentual da Receita Corrente Líquida (RCL).²² A verificação da relação DCL/RCL é feita quadrimestralmente, apresentada no Relatório de Gestão Fiscal. Deste modo, caso o ente federal ultrapasse o respectivo limite, haverá a obrigação de reconduzir-se a ele até o término dos três quadrimestres subsequentes, reduzindo-se o excedente em pelo menos 25% no primeiro período. A proposta enviada pelo Presidente da República ao Senado previa a relação DCL/RCL de 3,5 para a União, 2 para os Estados e 1,2 para os Municípios. Foi aprovada em 2001, pelo Senado, a Resolução n.º 40, que manteve a proposta do Executivo para os limites globais à dívida estadual e municipal, dando a estes entes o prazo de 15 anos para ajustarem-se aos tetos ali referidos. Embora tenha sido previsto pelas comissões competentes do Senado, o limite global para a União ainda não foi aprovado em plenário.

Ainda, no entanto, que não haja limites globais para a dívida pública total União, a Resolução n.º 48, de 21 de dezembro de 2007, definiu algumas restrições para o montante das operações de crédito realizadas em um exercício financeiro por aquele ente. Fixou-se, assim, a relação máxima de 60% entre as operações de crédito interno e externo da União e sua receita corrente líquida²³. Estas previsões procuraram, também, fazer com que riscos de refinanciamento da dívida fossem reduzidos. Para isso, as receitas das operações de crédito decorrentes da emissão de títulos apenas serão consideradas, para o fim do cálculo dos limites, no exercício em que for realizada a respectiva despesa.²⁴ Com o mesmo objetivo de minimização de riscos é que se previu, também, que

²¹ BRASIL. *Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp101.htm>. Acesso em: 10 set. 2017.

²² O prazo atribuído pelo artigo 30 da LRF foi de 90 dias após a publicação da lei complementar (BRASIL, 2000).

²³ BRASIL. Senado Federal. *Resolução n.º 48 de 21 de dezembro de 2007*. Dispõe sobre os limites globais para as operações de crédito externo e interno da união, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo poder público federal e estabelece limites e condições para a concessão de garantia da união em operações de crédito externo e interno. Disponível em: <<http://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?jornal=1&pagina=5&data=24/12/2007>>. Acesso em: 10 set. 2017.

²⁴ O artigo 6º, §4º, da Resolução n.º 48/2007, dispõe que “as receitas das operações de crédito efetuadas no contexto da gestão da dívida pública mobiliária federal somente serão consideradas no exercício financeiro em que for realizada a respectiva despesa. (BRASIL, Senado Federal, 2007)

a emissão de títulos com objetivo de refinanciamento do principal não se inclui no teto anual de 60% para as operações de crédito.²⁵

Como, no entanto, a gestão da dívida pública se insere em um ambiente de riscos fiscais, deve-se ater à necessidade de medidas de gestão orçamentária e de planejamento dos financiamentos anuais para o cumprimento dos propósitos constitucionais de sustentabilidade. A introdução dos limites não assegura, por si só, a diluição dos riscos existentes, ainda que se pudesse cogitar de seus efeitos sobre as expectativas dos agentes de mercado. De fato, os riscos do ambiente de gestão da dívida e o comportamento dos atores envolvidos envolvem operações de planejamento estratégico capazes de assegurar as condições de financiamento do setor público em condições sustentáveis. Para isso, deve-se integrar o orçamento público ao cumprimento dos objetivos constitucionais e, por sua vez, o planejamento estratégico à decisão orçamentária.

A gestão da dívida pública e o orçamento

O orçamento público integra-se ao planejamento da dívida pública na medida em que prevê o fluxo de recursos ao pagamento de seus encargos. A elaboração da proposta leva em conta, a partir das informações disponíveis, um conjunto de cenários para atingir objetivos relacionados à gestão da dívida. Com a estimativa orçamentária das previsões do serviço da dívida, deve-se pretender não apenas reagir ao vencimento das obrigações, mas também concretizar objetivos estratégicos relativos ao crédito público, tais como manter a confiança na capacidade de pagamento do setor público. Esta é condição necessária para assegurar a continuidade das fontes de crédito para atender às necessidades do setor público e, desta forma, garantir a existência de recursos oriundos do crédito público para cobrir despesas socialmente úteis como os investimentos, dentro dos limites constitucionalmente estipulados.

No direito financeiro brasileiro, as instituições fiscais criadas nas últimas décadas tornaram possível a articulação entre planejamento orçamentário dos encargos da dívida, de um lado, e o planejamento estratégico da dívida pública, de outro, de forma a cumprir os objetivos de sustentabilidade estabelecidos nos limites constitucionais. Ainda que não sejam suficientes para assegurar o

²⁵ Como consta do artigo 7º, §2º, da mesma resolução, segundo o qual o limite de 60% “não se aplica às operações de refinanciamento do principal de dívidas e às operações de concessão de garantias. (BRASIL, Senado Federal, 2007)

controle de todas as variáveis de risco que interferem no equilíbrio das contas públicas, há diversos instrumentos para que as leis orçamentárias se integrem aos objetivos de sustentabilidade dos níveis de endividamento.

A política referente à dívida pública depende, portanto, da adequada gestão para atingir suas finalidades em um ambiente de custos e riscos controlados. A partir da análise dos desembolsos necessários para a satisfação dos encargos financeiros, sejam eles decorrentes dos juros ou do pagamento do principal, e dos riscos presentes no cenário em que se tomam tais decisões, a gestão da dívida pública é uma atividade associada à capacidade de planejamento orçamentário do setor público. Trata-se da aptidão para utilizar as informações disponíveis de forma a ajustar as decisões referentes ao adimplemento das obrigações com os objetivos financeiros estratégicos. Esta atividade requer a articulação de diversos atores administrativos, tornando-se tanto mais relevante quanto mais organizada se torna a estrutura institucional de decisão financeira.

Para evidenciar a forma pela qual a atividade de gestão da dívida pública representa um elemento central da atividade de organização financeira do setor público, é preciso entender quais são seus objetivos e como eles dependem de uma adequada capacidade de planejamento.

Pode-se dizer que o principal objetivo dos processos de gestão dos pagamentos da dívida pública é preservar as condições necessárias para a continuidade da disponibilidade de capitais ao Estado interessado.²⁶ A atividade de planejamento orçamentário das despesas financeiras é necessária para realizar a adequada quantificação das decisões mais amplas de gestão do endividamento, procurando-se atingir os objetivos da política econômica relacionados à dívida pública.

Estes fins dependem de uma adequada capacidade de refletir, no processo orçamentário, as preocupações estratégicas, isto é, as diretrizes traçadas para o perfil da dívida pública. Estas decisões específicas são fruto de deliberações anteriores, em um processo organizado, no qual os objetivos maiores devem se transformar em decisões concretas. Assim, o planejamento governamental da dívida deve ocorrer de forma a assegurar as políticas do Estado para o crédito

²⁶ Veja-se a transcrição de uma definição oferecida pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial: “[s]overeign debt management is the process of establishing and executing a strategy for managing the government’s debt in order to raise the required amount of funding, achieve its risk and cost objectives, and to meet any other sovereign debt management goals the government may have set, such as developing and maintaining an efficient market for government securities.” (FUNDO MONTEARIO INTERNACIONAL (FMI); BANCO MUNDIAL. *Guidelines for Public Debt Management*. Washington, D.C.: 2001, p. 2).

público, tendo em vista as prioridades de composição e de preservação das suas fontes de financiamento. A definição do montante a ser destinado às despesas financeiras pelo orçamento público (aquelas relacionadas, principalmente, à amortização e ao pagamento de juros da dívida pública) é uma etapa crucial destas políticas.

A previsão de dotações orçamentárias voltadas aos encargos da dívida pública, desta forma, é a etapa posterior de um conjunto de decisões anteriormente consideradas a respeito dos objetivos da gestão visando ao equilíbrio fiscal e à prevenção de descontinuidades na disponibilidade de crédito. Ainda que parte destes recursos possa ter origem extraorçamentária, a lei de orçamento constitui elemento central do processo de avaliação dos custos e dos riscos das obrigações financeiras.

A gestão da dívida pública tem uma longa tradição nas finanças públicas. As referências usuais são o desenvolvimento das operações financeiras do Banco da Inglaterra, que, ao administrar os pagamentos de forma a criar condições para a continuidade das fontes de financiamento, incentivava a disponibilidade de crédito ao governo inglês.²⁷ Na Suécia, tem-se a criação do Departamento da Dívida Pública (*Rijksgälden*), já em 1789.²⁸ No entanto, uma progressão substancial nos debates se observa, internacionalmente, a partir da década de 1990, quando o contexto de crise ensejou a edição de diversas recomendações para que houvesse maior capacidade de planejamento estratégico do setor público, o que significava dizer, por outra forma, que este setor tivesse suas atividades desempenhadas de forma mais racional e transparente, levando em conta apreciações objetivas dos cenários financeiros.

Não por acaso, a característica mais frequentemente indicada como apta para produzir a pretendida evolução da administração da dívida pública é a sua “profissionalização”, termo que pretendeu não apenas contrastar com o diagnóstico de uma situação posta (qual seja, os objetivos pouco claros e a fragilidade institucional das decisões a respeito da dívida pública do período anterior), mas também indicar, de forma propositiva, a criação de órgãos capacitados para exercer esta função.

²⁷ Diversas práticas do Banco da Inglaterra, destinadas a manter o valor dos títulos públicos e facilitar sua circulação, permitindo ainda a tomada de massiva quantidade de crédito, foram extensamente analisadas já por SMITH, A. *The Wealth of Nations*. Londres: Bantam Classics, 2003 (1776), especialmente páginas 1159-60.

²⁸ WHEELER, G. *Sound Practice in Sovereign Debt Management*. Washington: The World Bank, 2004, p. 21-22.

Estas propostas foram acolhidas em diversos países. A inclusão da gestão da dívida pública nas boas práticas internacionalmente recomendadas enfatizou a autonomia necessária para relacionar meios e fins, de forma a refletir informações objetivas sobre as melhores formas de contribuir para a estabilidade financeira. Esta autonomia para neutralizar pressões políticas de curto prazo seria operacionalizada a partir maior independência operacional para lidar com as fontes primárias de crédito, os *primary dealers*, ainda que se sujeitassem a diretrizes administrativas superiores. No Reino Unido criou-se o *UK Debt Management Office*, em 1998, que recebeu responsabilidades desde alguns séculos atribuídas ao Banco da Inglaterra; na Alemanha, a empresa estatal *Deutsche Finanzagentur (Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH)*, em 2000; e, na França, a *Agence France Trésor*, em 2001.²⁹

Estas recomendações foram interpretadas e adaptadas aos diversos contextos nacionais, em vista de suas possibilidades efetivas de concretização. As experiências estrangeiras são, a este respeito, diversas. Uma característica comum, no entanto, é que o planejamento estratégico da dívida pública se tornou um objetivo comum para compor esta nova realidade administrativa e orçamentária: a projeção, nos planejamentos financeiros do Estado, da composição e dos pagamentos da dívida pública, a partir de suas condições de sustentação. No caso brasileiro, envolveu uma série de alterações administrativas na estrutura do órgão central de gestão da dívida pública (o Ministério da Fazenda) e a criação de novos instrumentos normativos de gestão orçamentária, entre os quais se destacam a Lei de Responsabilidade Fiscal, em caráter permanente, e as previsões anuais da Lei de Diretrizes Orçamentárias.

Assim, o aperfeiçoamento da estrutura institucional procurou assegurar maior independência e autonomia nas decisões de administração do endividamento. O propósito de órgãos autônomos incluídos nas práticas mais recomendadas está, de forma bastante significativa, ligado à percepção de que centros funcionalmente autônomos de decisão são necessários para garantir suficiente flexibilidade nas relações com os mercados financeiros. Com isto, os riscos assumidos nas operações de crédito poderiam ser menores, visto que as análises partiriam de dados compatíveis com a realidade de mercado, e seria fortalecida

²⁹ As funções de órgãos internos de gestão da dívida pública na Europa, dos quais o sueco é precursor com ampla vantagem, são tratadas de forma sistemática em DYSON, K. *States, Debt and Power: 'Saints' and 'Sinners' in European History and Integration*. Oxford: Oxford University Press, 2014, p. 381 e ss.

a capacidade organizacional para o adequado desenvolvimento dos mercados de títulos públicos.

Não é coincidência que a gestão da dívida pública com maior autonomia dos centros decisórios esteve, na Europa, ligada ao processo de integração monetária, de forma a separar os objetivos fiscais, determinados nos orçamentos e perseguidos pelos tesouros nacionais, e os monetários, cujas decisões não se submetiam às mesmas pressões políticas, mas a uma racionalidade própria. Tratava-se de uma tendência, no mais, recomendada pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial, que apontam para a necessidade de uma gestão mais ativa e flexível da dívida pública, com constantes análises de risco e testes de possíveis cenários que permitissem a adequação daquelas políticas às especificidades conjunturais dos mercados financeiros.³⁰

A defesa da autonomia do planejamento orçamentário da dívida pública tornou-se um argumento forte no contexto das crises de endividamento dos anos de 1980 em diante. Avaliava-se que, naquele contexto anterior aos mecanismos de reestruturação instalados para debelar a crise, o serviço da dívida submetia-se a definições excessivamente políticas, que desconsideravam as situações de risco objetivamente percebidas pelo mercado. Ao contrário, a fragmentação da decisão entre as autoridades decisórias, no mais das vezes incapazes de chegar a soluções comuns, muitas vezes subestimava as dotações para o serviço da dívida, buscando seu menor custo orçamentário e não os níveis ótimos de serviço necessários à preservação de níveis sustentáveis de endividamento.³¹

Em síntese, as vulnerabilidades a que ficariam expostos os Estados em um contexto financeiro adverso não decorreriam, assim, apenas do tamanho da dívida pública acumulada, mas de diversos fatores, tais como a capacidade de planejamento do setor público.³² O debate passou a se dar, então, não apenas em torno do volume da dívida pública, percebido como variável insuficiente para explicar a sua sustentabilidade. Manter a capacidade de pagamento do Estado dependeria também de a capacidade de órgãos administrativos autô-

³⁰ “A framework should be developed to enable debt managers to identify and manage the tradeoffs between expected cost and risk in the government debt portfolio. To assess risk, debt managers should regularly conduct stress tests of the debt portfolio on the basis of the economic and financial shocks to which the government and the country more general are potentially exposed.” (FMI; BANCO MUNDIAL, 2001, p. 8).

³¹ WHEELER, 2004, p. 2.

³² Sobre as atuais discussões a respeito da interação entre diversos níveis de decisão de política econômica e a gestão da dívida pública, cf. ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Interactions Between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability*. OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management. Washington, D.C., n.º 3, 2012.

nomos tomarem decisões conjunturais para o cumprimento de metas adaptáveis e flexíveis que, desde que cumpridas, permitissem o equilíbrio fiscal em prazo mais longo. Deste modo, essencial tornava-se a discussão sobre a melhor composição da dívida pública e da capacidade de planejamento governamental para oferecer respostas mais compatíveis às expectativas das fontes de financiamento, que viam na desarticulação das decisões políticas uma fonte importante de risco.

A organização institucional da gestão da dívida pública

Para atender aos objetivos de gestão, o cumprimento dos contratos e a determinação do serviço da dívida são peças centrais. Tendo em vista as relações que se estabelecem entre o setor público e o privado nas operações de crédito, que constituem obrigações no mais das vezes voluntárias, um dos principais instrumentos para a permanência do crédito é, exatamente, o adimplemento das obrigações, sem o qual seria possível esperar o crescimento do risco soberano. Assim, um dos objetivos da gestão da dívida pública é assegurar o seu serviço em um dado cenário de custos e de riscos.

Ambos os termos são usados com frequência pelos profissionais da área, mas, de forma mais específica, pode-se dizer que o *custo* da dívida pública se refere aos esperados fluxos de caixa associados com o seu serviço, ao passo que o *risco* (também denominado de volatilidade) mede o grau das variações possíveis do serviço da dívida em função de alterações nas taxas de juros, aí incluídas as flutuações dos prêmios de risco, das taxas de câmbio e outros preços de mercado.³³

Estabelecer qual é o nível tolerado de risco é uma decisão típica da gestão da dívida pública, e já se explorou, em outros trabalhos, a hipótese de que os governos tendem a ser avessos ao aumento do risco. Entre as possíveis explicações, a de que o comportamento de governos democraticamente eleitos é incentivado a refletir o da média dos eleitores, que em suas decisões particulares preferem decisões financeiras mais conservadoras. Há, no entanto, que considerar que esta aversão ao risco na condução de finanças públicas se relaciona com os efeitos que a piora no crédito público pode causar sobre sua situação

³³ WHEELER, 2004, p. 15.

financeira, com impactos sobre o equilíbrio fiscal, sobre os custos dos empréstimos e sobre o acesso ao capital.³⁴

Por outro lado, nem todos os governos partilham da mesma tolerância ao risco, que pode variar segundo suas preferências políticas e econômicas. A ênfase conferida à redução do risco é variável ao longo do tempo e em função de prioridades de política econômica. O desenho da estratégia de gestão da dívida pública obedece, portanto, a necessidades circunstanciais, tanto aquelas externas, ou seja, referentes à situação dos mercados, como internas, que dizem respeito às características da dívida pública acumulada pelo Estado em um determinado momento.

Em termos organizacionais, interessa destacar em quais instituições podem ser elaboradas e executadas essas estratégias. Neste campo, muitos arranjos são possíveis, e o caso brasileiro, especialmente quanto a seus aspectos orçamentários, é um exemplo entre outros. Em comum, no entanto, muitas das modificações introduzidas partiram da constatação de que as responsabilidades pelo planejamento estratégico da dívida pública deveriam ser centralizadas em uma unidade administrativa, sem dispersão significativa.

Não se trata, aqui, de negar a influência da forma de Estado existente em determinados casos, pois, em Estados Federados, a autonomia financeira envolve a autonomia das unidades que a compõem para tomar decisões em matéria de dívida pública, nos limites da conformação constitucional de seus poderes. Os riscos da dívida subnacionais, no entanto, justificam a participação de um órgão com responsabilidades nacionais na consolidação das informações. Assim, a maior parte dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) centralizou a gestão da dívida pública no Ministério das Finanças e, mesmo naqueles casos em que se previu um órgão exterior à estrutura ministerial, o Ministério das Finanças continuou muitas vezes responsável pela aprovação final de políticas de gestão de risco de maior relevo para a administração da dívida. Algumas funções de gestão da dívida são, ainda, desempenhadas pelo Banco Central, na condução da política monetária.³⁵

Estas considerações sobre a governança dos processos de decisão financeira produziram orientações a respeito da concentração das atribuições de gestão da

³⁴ Sobre as explicações das referidas hipóteses, ver PÁLSSON, Anne-Marie. Does the Degree of Relative Risk Aversion Vary with Household Characteristics? *Journal of Economics Psychology*, vol. 17, n.º 6, 1996, p. 771-87.

³⁵ WHEELER, 2004, p. 60.

dívida pública em setores funcionais articulados. Assim, conforme os procedimentos internos de divisão de responsabilidade no interior de uma organização, destacam-se três setores fundamentais: aquele referente à administração do portfólio da dívida pública, também chamado *front office*; aquele dedicado ao gerenciamento dos riscos, ou *middle office*; e, por fim, o órgão responsável por estabelecer os montantes a serem desembolsados, o *back office*.

Em mais detalhes, o *front office* atua na análise e na execução de todas as transações de portfólio, incluindo as projeções de fluxos de caixa, a decisão a respeito dos empréstimos em moeda doméstica ou estrangeira e a definição da estratégia das transações comerciais. Trata-se, portanto, de um setor em contato constante com o mercado, a partir do qual se traça a estratégia de composição da dívida pública que será apresentada ao sistema financeiro. A política de administração de riscos, por sua vez, é estabelecida pelo *middle office*, que analisa as diferentes alternativas de política financeira e monitora o cumprimento das políticas traçadas pelo *front office*, o que geralmente se materializa em relatórios de riscos de crédito percebidos pelo mercado, comparando o risco tolerado com o especificado no gerenciamento do portfólio. Por fim, o *back office* se aproveita destas informações para elaborar propriamente o planejamento financeiro dos desembolsos da dívida pública.

Para a previsão destes montantes, no Brasil, é oportuno analisar o papel desempenhado pela estrutura central responsável pela gestão da dívida pública, o Ministério da Fazenda. Este órgão desempenha funções correspondentes à dos *Debt Management Offices* preconizados pelas práticas internacionais. Muitas de suas atribuições já foram detalhadamente observadas em outros trabalhos relativos ao tema, tanto quanto a seus aspectos organizacionais quanto ao mérito das decisões de política econômica tomadas.³⁶ Do ponto de vista institucional, cabe destacar que esta estrutura centralizada conta com divisão de funções internas, partilhadas entre instâncias que correspondem aos *back, middle e front offices*. Estes setores, articulados sob o Ministério da Fazenda, como

³⁶ Ver, assim, ROCHA, Karen de Lima. Estrutura Institucional e Eventos Recentes na Administração da Dívida Pública Federal. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de.; MEDEIROS, Otávio Ladeira. *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009, p. 134 e seguintes. Para o detalhamento das opções do Banco Central e do Tesouro Nacional a respeito da composição da dívida pública e outras decisões relevantes após a implantação do Plano Real, ver GLAVAZZI, Francesco; MISSALE. Public Debt Management in Brazil. *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, n.º 10394, Washington, D.C., mar. 2004; e, ainda, BEVILACQUA, Afonso; GARCIA, Márcio. Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead. *International Journal of Finance and Economics*, vol. 7, n.º 1, 2002, p. 15-35.

estrutura central, e a Secretaria do Tesouro Nacional, são, respectivamente, a Coordenação Geral de Controle da Dívida Pública (CODIV), a Coordenação Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública (COGEP), e a Coordenação Geral de Operações da Dívida Pública (CODIP). Ambos têm funções destacadas no planejamento da dívida pública, seja em seus aspectos de longo prazo, seja na decisão orçamentária anual.

Entender as responsabilidades destas áreas é fundamental para estabelecer a organização dos pagamentos da dívida pública. Elas se organizaram de tal forma que à CODIP (*front office*) compete a elaboração da estratégia de curto prazo, as emissões para financiamento do déficit e a criação de novos produtos, tendo em vista a composição desejada da dívida pública. Por sua vez, à COGEP (*middle office*) cabe definir as estratégias de financiamento de médio e longo prazos e partir de determinados parâmetros de risco, bem como a análise da conjuntura econômica e a elaboração de estudos e análises que amparem as decisões. Finalmente, é a CODIV (*back office*) a área responsável pelo registro e pelo controle da dívida pública federal, pelo relacionamento com as centrais de custódia e pela elaboração da proposta de orçamento anual da dívida pública, assim como pelo acompanhamento da execução orçamentária e financeira. É também a esta área que competem as demais operações contábeis e de registro dos pagamentos, além da emissão de títulos decorrentes de algumas operações especiais, tais como aqueles em razão de reforma agrária.³⁷

A dívida pública no orçamento brasileiro

Em atenção ao contexto brasileiro, a previsão de recursos orçamentários para o serviço da dívida pública tem diversos objetivos concomitantes: a redução de prazos concentrados de maturidade, a otimização da vida média da dívida pública, a redução do custo dos empréstimos, a substituição gradual da dívida externa reestruturada, a abertura e o desenvolvimento dos mercados de títulos públicos.³⁸ Como bem exposto por Alves e Silva³⁹,

³⁷ ROCHA, 2009, p. 135-6.

³⁸ SILVA, Aline Dieguez B. de Menedes; MEDEIROS, Otávio Ladeira. Conceito e Estatísticas da Dívida Pública. In: SILVA, Anderson Caputo.; CARVALHO, Lena O.; MEDEIROS, Otávio L. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional / Banco Mundial, 2009, pp. 101-128.

³⁹ ALVES, Luiz Fernando; SILVA, Anderson Caputo. Planejamento Estratégico da Dívida Pública Federal. In: SILVA, Anderson Caputo.; CARVALHO, Lena O.; MEDEIROS, Otávio L. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional / Banco Mundial, 2009, p. 149.

“[a] importância de se adotar boas práticas na gestão da dívida pública como meio para assegurar, ou ao menos não afetar, a estabilidade macroeconômica se tornou clara especialmente após a ocorrência de vários eventos que atingiram adversamente os mercados emergentes no final da década de 1990. Nesse debate, é central a necessidade de se desenhar estratégias adequadas e coerentes para a administração da dívida que levem em conta, dentre outros elementos, a composição ótima da dívida no longo prazo, os riscos inerentes a tais estratégias e o compromisso com o desenvolvimento do mercado de dívida.”

O Brasil desenvolveu mecanismos próprios de gestão da dívida pública. O reforço desta estrutura institucional se deu a partir da criação de um Comitê de Gerenciamento da Dívida e com a divulgação periódica do Plano Anual de Financiamento (PAF), que confere informações, tanto para a sociedade como para investidores e os próprios gestores da dívida pública, a respeito das ações do Tesouro para gerir o endividamento público. Trata-se de um documento de periodicidade anual, e que se destaca por ser, atualmente, um dos princípios veículos de indicação de diretrizes e objetivos da dívida pública federal.

O PAF, editado desde 2001, continuamente exhibe a estratégia adotada pelo governo para atingir os objetivos da gestão da dívida pública federal, os quais, segundo seus próprios termos, consistem em “suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco. Adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos.”⁴⁰ O Plano divulga, ainda, diretrizes específicas de política econômica para a dívida pública, tais como, pelo que se pode exemplificar a partir do definido para o ano de 2015, a substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes pro títulos com rentabilidade pré-fixada, a consolidação da atual participação dos títulos remunerados por índices de preços e dos vinculados à taxa de câmbio, em consonância com os seus limites de longo prazo, a suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo, o aumento do prazo médio do estoque, o desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros nos mercados interno e externo, o aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário; a ampliação da base de investidores, bem como o aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa (DPFe), por meio de emissões de títu-

⁴⁰ BRASIL. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2015*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015, p. 9.

los com prazos de referência (*benchmark*), do programa de resgate antecipado e de operações estruturadas.⁴¹

O PAF é um dos principais instrumentos de transparência e previsibilidade da gestão da dívida pública, mas não o único. Além dele, destacam-se outros documentos elaborados pelo Tesouro Nacional, tais como o Relatório Anual da Dívida Pública, que, ao final do ano de referência, apresenta a análise do gerenciamento até então realizado, com isso permitindo melhor definição dos objetivos e metas para o período seguinte. Destaque-se, também, o Relatório Mensal da Dívida Pública, com informações e estatísticas sobre diversos aspectos a respeito da composição da dívida pública federal, tais como evolução do estoque, prazo médio e vida média, emissões, resgates e perfil da maturidade; o Cronograma Mensal de Emissões, divulgado no início de cada mês com as datas de liquidação e realização dos leilões, o volume máximo de oferta, bem como os títulos a serem oferecidos; os Informes da Dívida, com informações esporádicas sobre temas de relevo; e documentos ocasionais, geralmente emitidos em função do relacionamento com os investidores.

O processo de planejamento orçamentário da dívida pública envolve etapas tanto na fase de elaboração quanto na de execução do orçamento público. Na fase de elaboração, há a previsão das despesas financeiras de acordo com as metas de resultado relacionadas ao serviço da dívida, ou seja, a partir da definição do montante a ser adimplido da dívida pública de acordo com o estabelecido na Lei de Diretrizes Orçamentárias e nas demais previsões da Lei de Responsabilidade Fiscal. Durante a fase de execução, por sua vez, o planejamento estratégico ocorre de acordo com o Plano Anual de Financiamento, o qual, divulgado em janeiro de cada ano, permitirá o acompanhamento da execução orçamentária conforme as diretrizes, estratégias e metas nele estabelecidas, orientando a necessidade de geração de receitas pela emissão de títulos.

Uma importante orientação conferida pela Lei de Responsabilidade Fiscal ao orçamento da dívida pública é a criação de uma parte própria para as despesas de refinanciamento da dívida pública, que consta de unidade orçamentária específica.⁴² Um dos instrumentos técnicos criados para permitir a adequada separação do refinanciamento da dívida de outras despesas financeiras e não-financeiras foi a definição de uma fonte específica à qual compete registrar

⁴¹ BRASIL, 2015, p. 9-10.

⁴² O artigo 5º, §2º, da LRF determina que “o refinanciamento da dívida pública constará separadamente na lei orçamentária e nas de crédito adicional” (BRASIL, 2000).

os recursos provenientes da emissão de títulos que serão usados para a amortização da dívida pública, independentemente de sua natureza mobiliária ou contratual. Por outro lado, outra fonte identifica contabilmente os recursos de mesma origem utilizados para finalidades diferentes.⁴³ No caso federal, faz parte do planejamento elaborado pela Secretaria de Orçamento Federal a definição de outras fontes voltadas a atender ao serviço da dívida pública, as quais guiarão a elaboração do orçamento.⁴⁴

As eventuais necessidades de reforço das dotações voltadas ao serviço da dívida são atendidas pelos mecanismos usuais de flexibilização do orçamento, os créditos adicionais, cujos recursos têm origem nas fontes autorizadas pela Lei 4.320 de 1964⁴⁵ para cobertura dos acréscimos às dotações,⁴⁶ desde que compatíveis com as metas de resultado primário estabelecidas no Anexo de Metas Fiscais da Lei de Diretrizes Orçamentárias.

Há duas despesas tipicamente categorizadas, no plano federal, como aquelas relativas ao refinanciamento. De um lado, os juros e os encargos da dívida interna ou externa de responsabilidade direta ou indireta do Tesouro Nacional ou que venham a se tornar de responsabilidade da União por definição de resolução senatorial, e, de outro, aquelas despesas destinadas ao aumento do capital de empresas e sociedades em que a União detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto e que não estejam incluídas no programa de desestatização. É possível, ainda, que lei específica venha a incluir outras despesas nesse rol.⁴⁷

A preocupação com a solvência do Estado, traduzida na preocupação com a geração de resultados primários positivos, conduziu à elaboração de autori-

⁴³ Respectivamente, são as fontes 143 e 144 do orçamento, cujas funções são analisadas em PASSOS, Antônio de Pádua Ferreira; CASTRO, Priscila de Souza Cavalcante. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena de Oliveira; MEDEIROS, Otávio Ladeira. *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009, p. 230.

⁴⁴ Veja-se, a título exemplificativo desta consolidação no Orçamento Federal de 2015 (Lei 13.115, de 20 de abril de 2015), o programa cujas ações indicam despesas financeiras (905 – Operações Especiais: Serviço da Dívida Interna (Juros e Amortizações)) (BRASIL. *Lei nº 13.115, de 20 de abril de 2015*. Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2015. Disponível: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/13115.htm>. Acesso em 10 set. 2017).

⁴⁵ BRASIL. *Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964*. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Disponível: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4320.htm>. Acesso em 10 set. 2017.

⁴⁶ Os quais, segundo o artigo 43, §1º, são o superávit financeiro, o excesso de arrecadação, os resultantes da anulação total ou parcial de outras dotações e o produto de operações de crédito autorizadas.

⁴⁷ Ver, por exemplo, o artigo 85 da Lei de Diretrizes Orçamentárias para o exercício de 2015 (Lei 13.080, de 2 de janeiro de 2015) (BRASIL. *Lei nº 13.080, de 2 de janeiro de 2015*. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e execução da Lei Orçamentária de 2015 e dá outras providências. Disponível: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/13080.htm>. Acesso em 10 set. 2017).

zações para a utilização de recursos excedentes, como aqueles originados do superávit financeiro do exercício anterior ou do excesso de arrecadação, para o serviço da dívida pública federal. Assim, a Lei n.º 11.943, de 28 de maio de 2009 (fruto da conversão da Medida Provisória n.º 450, de 2008)⁴⁸, permitiu que o Tesouro Nacional se aproveitasse desses recursos para a finalidade de servir a despesas financeiras, desde que não se trate de recursos constitucionalmente vinculados. Este documento, aliás, é profícuo nos temas que disciplina; o tratamento da utilização de recursos financeiros excedente, importante medida de gestão da dívida pública e planejamento adequado de seus pagamentos ao longo do exercício financeiro, é um dos tantos incluídos na extensa medida provisória de origem.⁴⁹ Além da autorização contida na referida lei, a Lei Orçamentária Anual inclui, nas margens de remanejamento do orçamento, autorização para a abertura de créditos suplementares até o limite de 20% do montante do refinanciamento da dívida pública federal, o que assegura grau considerável de flexibilidade na gestão da dívida pública.

A elaboração da proposta orçamentária da dívida pública, no caso federal, divide-se em duas fases, que se organizam periodicamente, ano a ano, no período entre abril e maio e, em seguida, em agosto. Estas etapas dizem respeito, em primeiro lugar, à elaboração da proposta orçamentária das dívidas contratuais interna e externa e da dívida mobiliária externa, em que a SOF consolida as receitas e despesas da União a fim de auferir o equilíbrio orçamentária e apura, então, o valor das receitas a ser destinado ao pagamento da dívida pública federal acima especificada.

⁴⁸ BRASIL. *Lei n.º 11.943, de 28 de maio de 2009*. Autoriza a União a participar de Fundo de Garantia a Empreendimentos de Energia Elétrica - FGEE; altera o § 4º do art. 1º da Lei n.º 11.805, de 6 de novembro de 2008; dispõe sobre a utilização do excesso de arrecadação e do superávit financeiro das fontes de recursos existentes no Tesouro Nacional; altera o art. 1º da Lei n.º 10.841, de 18 de fevereiro de 2004, as Leis n.ºs 9.074, de 7 de julho de 1995, 9.427, de 26 de dezembro de 1996, 10.848, de 15 de março de 2004, 3.890-A, de 25 de abril de 1961, 10.847, de 15 de março de 2004, e 10.438, de 26 de abril de 2002; e autoriza a União a repassar ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES recursos captados junto ao Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento - BIRD. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2009/lei-11943-28-maio-2009-588525-norma-pl.html>>. Acesso em 10 set. 2017.

⁴⁹ A emenda da lei deixa-o claro: “Autoriza a União a participar de Fundo de Garantia a Empreendimentos de Energia Elétrica - FGEE; altera o § 4º do art. 1º da Lei n.º 11.805, de 6 de novembro de 2008; *dispõe sobre a utilização do excesso de arrecadação e do superávit financeiro das fontes de recursos existentes no Tesouro Nacional*; altera o art. 1º da Lei n.º 10.841, de 18 de fevereiro de 2004, as Leis n.ºs 9.074, de 7 de julho de 1995, 9.427, de 26 de dezembro de 1996, 10.848, de 15 de março de 2004, 3.890-A, de 25 de abril de 1961, 10.847, de 15 de março de 2004, e 10.438, de 26 de abril de 2002; e autoriza a União a repassar ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES recursos captados junto ao Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento - BIRD” (grifa-se). O assunto vem tratado no artigo 13. (BRASIL, 2009, s/p)

Nota-se, aqui, uma diferença com relação ao planejamento anual do serviço da dívida mobiliária, cuja previsão é realizada em duas fases distintas, caso se trate da dívida mobiliária externa ou interna. Na primeira fase mencionada, elabora-se a previsão do serviço da parte externa; a segunda fase, referente à proposta orçamentária da dívida mobiliária federal interna, é feita em uma segunda etapa, quando se incluem no orçamento inicial os valores do serviço deste tipo de obrigação para o exercício seguinte. A partir do cálculo da necessidade de financiamento elaborado se calculam os recursos que deverão obtidos a partir da emissão de títulos de responsabilidade do Tesouro.⁵⁰

Há que se apontar, no entanto, a notável ausência do Plano Plurianual (PPA) no contexto do planejamento estratégico da dívida, praticamente ignorado em matéria de gestão de endividamento. De fato, ao lado da fixação de diretrizes e metas para diversos programas finalísticos da Administração, deve-se estudar a possibilidade de sua utilização também para o planejamento orçamentária de despesas financeiras, algo que não tem sido feito, ausentes maiores especificações acerca de metas estratégicas para a composição e o volume do endividamento no PPA.

Considerações finais

Os diversos aspectos da gestão da dívida pública, relativos ao planejamento do financiamento das obrigações financeiras do Estado, têm por função adequar o perfil e o volume do endividamento aos mandamentos constitucionais relacionados à responsabilidade da gestão fiscal, principalmente aqueles pertinentes a limites quantitativos e qualitativos constitucionalmente estabelecidos. A gestão fiscal responsável se concretiza não apenas mediante a criação de condicionantes estruturais, mas também pela atuação concreta da Administração e pela capacidade conferida às normas orçamentárias de refletir análises estratégicas de custos e riscos no planejamento anual dos desembolsos da dívida pública.

Assim, tanto os tetos globais fixados por determinação constitucional quanto a adequada utilização destes recursos dependem de gestão fiscal adequada, executada mediante o cumprimento do disposto na legislação infraconstitucio-

⁵⁰ Para análise detalhada do processo orçamentário da dívida pública federal mobiliária interna, ver SANT'ANA, Wilma Luiza. *Orçamento da Dívida Pública: um Novo Enfoque*. Brasília: ESAF, 1996.

nal e pela incorporação do planejamento estratégico da dívida na formulação e na execução dos orçamentos públicos.

Como visto, esta gestão se traduz na utilização do processo orçamentário para a promoção do equilíbrio dos níveis de endividamento. Assim, o PAF desempenha papel crucial para o planejamento estratégico da dívida, possibilitando dispêndios orçamentários compatíveis com as metas fiscais fixadas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (por determinação da Lei de Responsabilidade Fiscal) e com demais finalidades relativas ao gerenciamento de riscos. Além disso, a gestão da dívida deve se amparar em uma estrutura administrativa capacitada e com funções bem especificadas para a formulação e operacionalização do planejamento estratégico, algo que se espera das atuações dos *front*, *middle* e *back offices* associados à Secretaria do Tesouro Nacional.

Como medida de aperfeiçoamento da gestão da dívida, recomenda-se o emprego de instrumentos orçamentários de planejamento plurianual, como o PPA, para melhor delineamento de diretrizes e metas dos encargos financeiros, de forma a evidenciar os objetivos da política fiscal para a dívida pública durante o período de vigência destas leis.

The system for the integration of constitutional rules for limiting public debt

Abstract

Constitutional limits to public indebtedness require, in many cases, further integration through infra-constitutional legislation. Among them, the Fiscal Responsibility Law, as a general norm, Senate resolutions and annual budgets. This paper argues that such norms create a system of application of both quantitative and qualitative constitutional limits. For this reason, permanent and temporary norms (such as budgetary laws) are key elements of the sustainability of debt levels and the budget management of financial expenditures is paramount to accomplishing constitutional goals.

Keywords: Brazil. Public Debt. Fiscal Responsibility Law. Public Finance. Senate resolution.

Referências

ALVES, Luiz Fernando; SILVA, Anderson Caputo. Planejamento Estratégico da Dívida Pública Federal. In: SILVA, Anderson Caputo.; CARVALHO, Lena O.; MEDEIROS, Otávio L. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional / Banco Mundial, 2009, p. 129-155.

BANCO CENTRAL EUROPEU. *Cyclically Adjusted Budget Balances: an Alternative Approach*. Working Paper Series, n.º 77, set. 2001.

BEVILACQUA, Afonso; GARCIA, Márcio. Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead. *International Journal of Finance and Economics*, vol. 7, n.º 1, 2002, p. 15-35.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Interactions Between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability*. OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management. Washington, D.C., n.º 3, 2012.

BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil de 1988*. Brasília, DF: Senado Federal, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm>. Acesso em: 13 out. 2017.

BRASIL. *Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000*. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp101.htm>. Acesso em: 10 set. 2017.

BRASIL. *Lei n.º 11.943, de 28 de maio de 2009*. Autoriza a União a participar de Fundo de Garantia a Empreendimentos de Energia Elétrica - FGEE; altera o § 4º do art. 1º da Lei n.º 11.805, de 6 de novembro de 2008; dispõe sobre a utilização do excesso de arrecadação e do superávit financeiro das fontes de recursos existentes no Tesouro Nacional; altera o art. 1º da Lei n.º 10.841, de 18 de fevereiro de 2004, as Leis n.ºs 9.074, de 7 de julho de 1995, 9.427, de 26 de dezembro de 1996, 10.848, de 15 de março de 2004, 3.890-A, de 25 de abril de 1961, 10.847, de 15 de março de 2004, e 10.438, de 26 de abril de 2002; e autoriza a União a repassar ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES recursos captados junto ao Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento - BIRD. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2009/lei-11943-28-maio-2009-588525-norma-pl.html>>. Acesso em: 10 set. 2017.

BRASIL. *Lei n.º 13.080, de 2 de janeiro de 2015*. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração e execução da Lei Orçamentária de 2015 e dá outras providências. Disponível: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113080.htm>. Acesso em 10 set. 2017.

BRASIL. *Lei n.º 13.115, de 20 de abril de 2015*. Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2015. Disponível: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113115.htm>. Acesso em 10 set. 2017.

BRASIL. *Lei n.º 4.320, de 17 de março de 1964*. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Mu-

nicípios e do Distrito Federal. Disponível: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4320.htm>. Acesso em 10 set. 2017.

BRASIL. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2015*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015.

BRASIL. Senado Federal. *Resolução nº 48 de 21 de dezembro de 2007*. Dispõe sobre os limites globais para as operações de crédito externo e interno da união, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo poder público federal e estabelece limites e condições para a concessão de garantia da união em operações de crédito externo e interno. Disponível em: <<http://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?jornal=1&pagina=5&data=24/12/2007>>. Acesso em: 10 set. 2017.

CONTI, J. M. Artigos 32 a 39. In: MARTINS, I. G.; NASCIMENTO, C. V. *Comentários à Lei de Responsabilidade Fiscal*. São Paulo: Saraiva, 2011.

DIETZEL, C. *Das System der Staatsanleihen im Zusammenhang der Volkswirtschaft betrachtet*. Heidelberg: J. C. Mohr, 1855.

DYSON, K. *States, Debt and Power: 'Saints' and 'Sinners' in European History and Integration*. Oxford: Oxford University Press, 2014

FUNDO MONTEARIO INTERNACIONAL (FMI); BANCO MUNDIAL. *Guidelines for Public Debt Management*. Washington, D.C.: 2001.

FRIAUF, K. H.; WAGNER, H. Öffentlicher Haushalt und Wirtschaft. In: *Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer*, Berlin: De Gruyter, 1969.

GARDENBERGER, O. Grenzen der Staatsverschuldung: theoretische Erkenntnisse und Anwendungen auf die Situation in der Bundesrepublik Deutschland. In: *Probleme der Staatsverschuldung*. Berlin: Duncker & Humblot, 1980.

GIAVAZZI, Francesco; MISSALE. Public Debt Management in Brazil. *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, n.º 10394, Washington, D.C., mar. 2004.

HÖFLING, W. *Staatsschuldenrecht: Rechtsgrundlagen und Rechtsmaßstäbe für die Staatsschuldenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland*. Heidelberg: C. F. Müller, 1992.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: MacMillan & Co., 1936.

KLEIN, L. *The Keynesian Revolution*. Londres: MacMillan and Co., 1947.

LERNER, A. Functional Finance and the Federal Debt. *Social Research*, vol. 10, n.º 1, fev. 1943.

NEUMARK, F. Ausgleichsprobleme der öffentlichen Finanzwirtschaft. *Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft*. n.º 73, 1937.

OLIVEIRA, R. F. *Curso de Direito Financeiro*. São Paulo: RT, 2006.

PÁLSSON, Anne-Marie. Does the Degree of Relative Risk Aversion Vary with Household Characteristics? *Journal of Economics Psychology*, vol. 17, n.º 6, 1996, p. 771-87.

PASSOS, Antônio de Pádua Ferreira; CASTRO, Priscila de Souza Cavalcante. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena de Oliveira; MEDEIROS, Otávio Ladeira. *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

PONTES LIMA, E. *Curso de Finanças Públicas: uma Abordagem Contemporânea*. São Paulo: Atlas, 2015.

ROCHA, Karen de Lima. Estrutura Institucional e Eventos Recentes na Administração da Dívida Pública Federal. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de.; MEDEIROS, Otávio Ladeira. *Dívida Pública: a Experiência Brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

SANT'ANA, Wilma Luiza. *Orçamento da Dívida Pública: um Novo Enfoque*. Brasília: ESAF, 1996.

SCAFF, F. F. Crédito Público e Sustentabilidade Financeira. *Revista de Direito à Sustentabilidade (UNIOESTE)*, vol. 1, n.º 1, 2014.

SILVA, Aline Dieguez B. de Menedes; MEDEIROS, Otávio Ladeira. Conceito e Estatísticas da Dívida Pública. In: SILVA, Anderson Caputo.; CARVALHO, Lena O.; MEDEIROS, Otávio L. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional / Banco Mundial, 2009, pp. 101-128.

SMITH, A. *The Wealth of Nations*. Londres: Bantam Classics, 2003 (1776).

STEIN, L. *Lerbuch der Finanzwissenschaft*. 2 ed. Leipzig: Brockhaus, 1871.

TORRES, H. T. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*. São Paulo: RT, 2014.

VIDIGAL, Geraldo. *Fundamentos do Direito Financeiro*. São Paulo: RT, 1973.

WAGNER, A. *Lehr- und Handbuch der politischen Ökonomie*. 3 ed. Leipzig: C. F. Winter-sche Verlagshandlung, 1889.

WHEELER, G. *Sound Practice in Sovereign Debt Management*. Washington: The World Bank, 2004.