



Revista Cadernos de Finanças Públicas, Brasília, v. 20, n. 1, p. 1-41, mar. 2020

Expectativas de bailout e risco moral no endividamento de governos subnacionais: evidência empírica do Brasil

Carlos Reis

Sumário

Lista de tabelas	3
Lista de figuras	3
Introdução.....	4
1. Revisão bibliográfica	6
2. Referencial teórico	8
3. O federalismo brasileiro e expectativas de bailout	11
4. Dados e estatísticas descritivas	16
Estatísticas descritivas	17
5. Metodologia de Pesquisa.....	23
5.1 Os estados diminuem os investimentos com recursos próprios quando as possibilidades de endividamento aumentam?	24
Variável dependente.....	25
Variáveis independentes.....	26
5.2 Os estados aumentam as despesas correntes quando os investimentos com recursos próprios diminuem?	27
6. Resultados empíricos e discussão	28
Limitações	37
7. Conclusão	37
Referência bibliográfica	39

Lista de tabelas

TABELA I - Estatística descritiva das variáveis empregadas nas regressões.....	17
TABELA II - Coeficientes e erros-padrão da regressão com investimentos com recursos próprios como variável dependente.....	29
TABELA III - Coeficientes e erros padrão da regressão com o investimento total como variável dependente.....	33
TABELA IV - Coeficientes e erros-padrão da regressão com as despesas correntes como variável dependente.....	34

Lista de figuras

FIGURA I - Empréstimos agregados de todos os estados entre 2000 e 2016	17
FIGURA II - Empréstimos agregados por estado entre 2000 e 2016.....	18
FIGURA III - Razão entre Receitas de Crédito e Receitas Não-Financeiras por Estado entre 2000 e 2016.....	19
FIGURA IV - Empréstimos e Investimentos Agregados entre 2000 e 2016	20
FIGURA V - Total de pedidos de crédito por intermediários financeiros entre 2002 e 2016	21
FIGURA VI - Total de pedidos de crédito garantidos e não-garantidos pelo governo federal entre 2002 e 2016.....	22

Introdução

A situação fiscal dos governos subnacionais brasileiros tem se deteriorado desde que os primeiros efeitos da crise financeira internacional atingiram a economia brasileira em 2009. Embora as receitas tenham estagnado, os governos subnacionais continuaram a expandir os gastos correntes e, conseqüentemente, o resultado fiscal iniciou uma tendência de deterioração. Com o objetivo de retomar o crescimento econômico, o governo federal facilitou o endividamento dos governos subnacionais, esperando que houvesse um aumento dos investimentos públicos. No entanto, além de não ter conduzido ao crescimento sustentável dos investimentos, a expansão de crédito também é apontada como uma das principais razões para o agravamento da situação fiscal dos governos subnacionais.

De acordo com o referencial teórico adotado neste trabalho, a expectativa de resgates financeiros por parte do governo federal diminui artificialmente o risco de conceder empréstimos para os governos subnacionais. A fim de se beneficiar de empréstimos rentáveis e de baixo risco, os intermediários financeiros expandem a oferta de crédito, possibilitando que os governos subnacionais alcancem determinado nível de investimento público com menor volume de recursos próprios. Desse modo, os governos subnacionais aproveitam um aumento na concessão de empréstimos para reduzir os investimentos com recursos próprios, transferindo recursos de investimentos para bens de consumo. Num contexto em que há expectativa de bailout, os efeitos de uma expansão da oferta de empréstimo não se restringem a investimentos, atingindo as despesas correntes (Crivelli, 2011), o que impacta negativamente a sustentabilidade fiscal dos governos subnacionais e torna a economia mais vulnerável a crises econômicas.

Seguindo o argumento acima, a expansão das despesas correntes possibilitada por empréstimos implica que as despesas primárias aumentam mais do que as receitas primárias, o que muito provavelmente causará déficits primários. Os governos subnacionais podem tentar

financiar déficits fiscais aumentando o endividamento. Quando esta opção não está disponível, um ajuste fiscal torna-se inevitável. No contexto de hard budget constraints (restrições orçamentárias rígidas), os governos subnacionais devem enfrentar déficits orçamentários persistentes e elevados por meio de medidas de austeridade fiscal, independentemente dos custos políticos. No entanto, num contexto de restrições orçamentárias flexíveis, os socorros financeiros permitem que os governos subnacionais transfiram o ônus da consolidação fiscal para outras esferas federativas. Portanto, as expectativas de resgate incentivam um comportamento oportunista em intermediários financeiros e governos subnacionais. Além disso, durante as recessões econômicas, os governos subnacionais se veem com pouco espaço para a implementação de medidas anticíclicas, visto que os gastos públicos já se encontram em patamar elevado.

A pesquisa a seguir investiga como os empréstimos afetam as decisões orçamentárias de governos subnacionais no contexto de restrições orçamentárias flexíveis. A primeira hipótese afirma que um aumento nas possibilidades de empréstimo leva a uma redução da quantidade de recursos próprios que os governos subnacionais alocam em investimentos públicos. Para os fins deste trabalho, recursos próprios correspondem a transferências correntes e receitas próprias líquidas das transferências dos estados para os municípios. A segunda hipótese a ser testada afirma que reduções nos investimentos com recursos próprios permitem expansões nas despesas correntes.

A evidência empírica vem do nível estadual no Brasil entre 2000 e 2016 e explora o aumento substancial da oferta de crédito para Estados brasileiros após 2007. Os resultados obtidos sustentam a afirmação de que os governos subnacionais reduzem investimentos com recursos próprios quando as possibilidades de financiamento aumentam. De fato, as estimativas sugerem que uma expansão da oferta de crédito em R\$ 1 milhão está correlacionada com uma redução de investimentos com recursos próprios em R\$ 570 mil. Além disso, os resultados indicam que as reduções nos investimentos com recursos próprios são altamente correlacionadas com aumentos nos gastos correntes. Estima-se que uma redução de investimentos com recursos próprios em R\$ 1 milhão está correlacionada a um aumento das despesas correntes em R\$ 800 mil. Portanto, existem evidências empíricas que validam as hipóteses aqui testadas.

O papel que a flexibilização dos requisitos para a obtenção de crédito por parte dos estados desempenhou na atual deterioração fiscal dos governos subnacionais constitui relevante debate sobre política fiscal no Brasil. Nesse sentido, esta pesquisa contribui para esse debate

com resultados empíricos, os quais também podem ser úteis para outros países onde a estrutura fiscal, de forma similar, limita o ônus da insolvência fiscal que os governos subnacionais devem suportar. Além disso, esta tese contribui para a literatura sobre restrições orçamentárias flexíveis e federalismo fiscal, acumulando evidência empírica em relação ao fato de que uma expansão das possibilidades de endividamento para os governos subnacionais resulta no aumento das despesas correntes e em desequilíbrios fiscais.

Esta pesquisa se organiza da seguinte forma: a seção 1 analisa a literatura sobre o federalismo fiscal e restrições orçamentárias flexíveis. A seção 2 esboça um arcabouço teórico que estabelece a base para a análise empírica. A seção 3 apresenta uma visão geral do federalismo brasileiro e destaca aspectos institucionais que induzem a expectativas de bailout. A seção 4 descreve as fontes de dados usadas e apresenta um resumo estatístico. A seção 5 apresenta a metodologia da pesquisa. A seção 6 discute os resultados empíricos e a seção 7 conclui.

1. Revisão bibliográfica

Esta seção inicia-se com a apresentação da teoria da constituição fiscal. De acordo com Blöchliger e Kantorowicz (2015), as políticas fiscais implementadas por um país podem ser entendidas como o resultado de um conjunto de instituições fiscais que estabelecem as regras sob as quais atores políticos e formuladores de políticas devem elaborar e executar políticas fiscais. Em federações, as regras fiscais também distribuem responsabilidades e alocam direitos relacionados à elaboração e execução de políticas fiscais entre os diferentes níveis de governo. Este grande conjunto de instituições fiscais corresponde a uma constituição fiscal, que é composta por cinco categorias que expressam: 1) os níveis de autonomia e 2) a responsabilidade dos governos locais ao definir e lidar com as consequências de suas políticas fiscais, 3) a influência dos governos subnacionais na definição das políticas fiscais dos governos centrais, 4) a existência de leis orçamentárias que limita a discricionariedade na elaboração da política fiscal e 5) o nível de dificuldade para alterar este conjunto de regras fiscais. Como a constituição fiscal molda o comportamento dos decisores políticos, define o leque de possíveis políticas fiscais a serem implementadas. Em outras palavras, diferentes constituições fiscais provavelmente geram resultados fiscais diferentes. Esses autores avaliam uma constituição fiscal de acordo com a coerência entre as cinco categorias de regras, de modo que níveis mais

elevados de coerência estão correlacionadas com melhor desempenho fiscal e maior crescimento econômico (Blöchliger & Kantorowicz, 2015).

Esta abordagem fornece uma útil visão geral da estrutura institucional da política fiscal em países federados. De acordo com os conceitos da teoria sobre constituição fiscal, a presente investigação foca o bloco de responsabilidade, entendida como a medida em que os governos subnacionais assumem as conseqüências de suas próprias políticas fiscais. De fato, os resgates do governo federal reduzem os custos da má gestão fiscal que os governos subnacionais devem arcar e, conseqüentemente, incentiva-os a adotarem uma política fiscal desequilibrada. Em resumo, os resultados fiscais analisados neste estudo são investimentos com recursos próprios e despesas correntes, cujas reações às mudanças no acesso a financiamento são analisadas em uma constituição fiscal com expectativas de resgate.

A presente pesquisa enfoca na relação entre uma específica configuração institucional, restrição orçamentária flexível, e dois resultados fiscais, investimento com recursos próprios e despesas correntes. Nesse sentido, o trabalho se relaciona mais de perto com Rodden et al. (2005), em que o autor abordou um problema de risco moral intergovernamental associado com a definição de orçamento na Alemanha, ao estimar o efeito das expectativas de bailout nos resultados fiscais. O federalismo fiscal alemão tem um sistema de equalização de receitas per capita que redistribui as receitas entre os estados, havendo transferência dos estados mais ricos para os mais pobres. A Lei Fundamental Alemã e algumas decisões do Tribunal Constitucional confirmaram a garantia federal de dívidas dos estados beneficiários no sistema de equalização, o que cria expectativas de resgate para estes estados, mas não para os estados que aportam recursos ao sistema. O autor aproveitou essa característica para superar a dificuldade de medir diretamente as expectativas de bailout. Os resultados sugeriram que os estados com expectativa de bailout aumentam os gastos públicos quando as receitas aumentam, mas não realizam uma consolidação fiscal quando as receitas caem, o que leva a maiores déficits de longo prazo (Rodden et al., 2005).

Crivelli (2011) também investigou o risco moral criado por expectativas de socorro fiscal. O autor modelou teoricamente o comportamento de governos subnacionais em uma constituição fiscal com expectativas de bailout. Neste modelo, quando as possibilidades de financiamento aumentam, os governos subnacionais alocam uma quantidade de recursos maior do que a ideal em despesas correntes e menos da que ideal em investimentos de infra-estrutura. Assumindo que o governo federal não permitirá que governos subnacionais enfrentem falência,

o risco de crédito dos governos subnacionais é reduzido, o que incentiva os bancos a emprestarem mais para os governos subnacionais. Assim, os governos estaduais tomam empréstimos em excesso para financiar investimentos públicos, reduzem os recursos próprios destinados aos investimentos públicos e expandem despesas correntes. Enquanto Crivelli (2001) modelou teoricamente o comportamento fiscal dos governos locais sob expectativas de resgate, a presente pesquisa conduz uma análise empírica em que as hipóteses do modelo de Crivelli são testadas.

O resgate de governos locais insolventes e endividados tem sido amplamente abordada em termos do conceito de restrição orçamentária flexível. Por esta razão, é importante esclarecer essa ideia. O conceito de restrição orçamentária flexível foi formulado inicialmente para analisar a gestão de empresas estatais na economia socialista húngara dos anos 70. Embora essas empresas tivessem prejuízos recorrentes, socorros com subsídios financeiros ou outros instrumentos permitiam-lhes sobreviver. Esses resgates recorrentes afetaram seu comportamento, o que foi apontado como uma importante causa de ineficiência nas economias socialistas. Embora sua origem remonte às economias planificadas, o conceito de restrição orçamentária flexível tem servido de base para a análise, em economias capitalistas, do mecanismo pelo qual o Estado socorre empresas, intermediários financeiros, organizações sem fins lucrativos e governos locais (Kornai, Maskin, & Roland, 2003).

A literatura em soft budget constraint aplicada aos governos locais geralmente enfatiza o risco moral resultante de resgates financeiros. Este é o caso de Rodden (2003), Rodden et al. (2005), Crivelli (2001), Kohlscheen (2008) e Fink e Stratmann (2011). No entanto, Besfamille e Lockwood (2008) derivou um modelo no qual a restrição orçamentária flexível nem sempre é problemática, pois incentiva investimentos arriscados, mas socialmente desejados, que não seriam iniciados em um contexto de restrição orçamentária rígida, levando à subprovisão de alguns bens públicos.

Esta tese aproxima-se de pesquisas que abordam o risco moral resultante da restrição orçamentária flexível de governos subnacionais. O modelo teórico é apresentado na próxima seção.

2. Referencial teórico

Seguindo o modelo teórico derivado por Crivelli (2011), assume-se que os estados

fazem investimentos para aumentar a nível de produtividade de suas economias, o que atrai investimentos privados e fomenta o crescimento econômico no longo prazo.

Função objetiva do governo: a decisão do governo estadual j sobre a alocação de recursos próprios entre investimentos públicos e despesas correntes é orientada pelo objetivo de maximizar a função de bem-estar $W_j = x(K_j, I_j) + u(z_j)$. O termo $x(K_j, I_j)$ expressa o nível de bem-estar obtido através de investimentos privados K_j , que os governos estaduais podem incentivar, mas não controlar, e investimentos públicos I_j , que é definido pelas autoridades públicas. O termo $u(z_j)$ expressa a utilidade gerada pelos gastos correntes. Aumentos nos investimentos e na oferta de bens públicos aumentam a utilidade, mas a uma taxa marginal decrescente. Numa federação, assume-se que o governo central visa a maximizar a soma do bem-estar de todos os estados, o que leva à função $W = \sum W_j$ (Crivelli, 2011).

Supõe-se que a quantidade ideal de investimentos públicos, I_j , é maior do que os recursos próprios disponíveis de um governo estadual, A_j . A diferença entre o nível ideal de investimento público, I_j , e a capacidade real de investimento dos governos estaduais com recursos próprios, A_j , é fornecida por empréstimos, D_j . Portanto, como os investimentos são financiados por empréstimos e receitas fiscais, a quantidade total de investimentos públicos pode ser expressa como $I_j = A_j + D_j$ (Crivelli, 2011).

Investimentos públicos em infraestrutura e empréstimos: seguindo Hoelmstrom e o modelo de intermediação financeira de Tirole com escala de investimento variável (conforme citado em Crivelli, 2011), o acesso ao crédito é determinado pelas expectativas de bailout e pelo risco de inadimplência da economia como um todo. Quando ações anteriores do governo central criam expectativas de que os governos locais que enfrentam insolvência fiscal serão socorridos, o pagamento pelo governo federal de empréstimos inadimplidos é implicitamente assumido por intermediários financeiros. Além disso, o governo central pode ser um garantidor de empréstimos de governos locais, assumindo explicitamente que pagará empréstimos inadimplidos por governos subnacionais. Nesse caso, no entanto, o governo central pode reduzir suas perdas executando contragarantias, como a retenção de transferências do governo central para os governos locais e até mesmo controlar as receitas próprias do Estado. Apesar das diferenças, ambos os mecanismos incentivam o mercado de crédito a avaliar os prêmios de risco dos governos locais, de acordo com o risco de crédito do governo central. Portanto, a redução artificial do risco de crédito de governos locais encoraja os intermediários financeiros a fornecerem um volume de crédito maior do que em um contexto sem expectativas de resgate (Rodden et al., 2005). Como os governos locais aumentam seu endividamento, a expansão da

dívida pública provoca o aumento do prêmio pelo risco macroeconômico, o que desencoraja os intermediários financeiros a fornecerem créditos adicionais para infraestrutura. Por um lado, as expectativas de resgate criam uma percepção equivocada do baixo risco de crédito de governos locais, o que incentiva os intermediários financeiros a aumentarem a oferta de crédito para os estados. Por outro lado, à medida que os estados fazem empréstimos para financiar o investimento público, o total da dívida pública aumenta, o que eleva os prêmio de risco devido ao maior risco macroeconômico e reduz a oferta de crédito (Crivelli, 2011).

Restrições orçamentárias: as receitas dos governos estaduais correspondem a receitas próprias, T_j , e transferências do governo federal, F_j , menos as transferências para os municípios situados na respectiva jurisdição estadual, M_j . Esses recursos são alocados em investimentos, I_j , e despesas correntes, z_j . Portanto, a restrição orçamentária dos governos estaduais pode ser expressa como $z_j + I_j = T_j + F_j - M_j$, em que j representa cada estado na federação. O governo federal financia seu orçamento através de impostos, T , e dívida pública, D , e aloca suas receitas entre bailouts, B , e outras despesas, E . Portanto, sua restrição orçamentária é dada por $B + E = T + D$. Assim, a fim de financiar resgates o governo federal deve aumentar sua dívida, aumentar impostos ou cortar outras despesas.

O problema do governo central: como dito anteriormente, supõe-se que o governo central tem como objetivo maximizar a soma do bem-estar de todos os estados. Segundo Rodden et al. (2005), os estados centrais podem ser classificados em tipo resoluto, que prefere permitir que o governo subnacional fique inadimplente, ou tipo indeciso, que prefere um resgate. Cada tipo de estado maximiza a função $W = \sum W_j$ de uma maneira diferente. Um estado central resoluto prefere não transferir os custos de um resgate para os demais governos subnacionais, mesmo se o Estado falido tiver que reduzir consideravelmente a oferta de bens públicos básicos. Um estado central irresoluto prefere socializar os custos de um resgate entre todos os governos subnacionais e manter o fornecimento de bens públicos básicos sem mudanças consideráveis no estado falido. Cada tipo de estado é definido por sua constituição fiscal.

O problema do governo estadual: supõe-se que o aumento de investimentos públicos atrai investimento privado, já que uma melhor infraestrutura aumenta a produtividade do capital. Portanto, a decisão de um governo estadual sobre quanto investir depende de quanto outros estados estão investindo, visto que todos os estados estão competindo para atrair mais investimentos privados. Depois de decidir o montante do investimento público, os governos estaduais definem a quantidade de investimento com recursos próprios, considerando as

possibilidades de contratação de empréstimos. Quanto maiores as possibilidades de contratar um empréstimo, menor será o nível de investimento com recursos próprios. No final deste processo, os governos estaduais maximizam seu bem-estar por meio da alocação de recursos entre investimentos e bens de consumo restritos a sua restrição orçamentária, de modo que a utilidade marginal de investimento e bens de consumo se igualem (Crivelli, 2011).

Orçamento flexível versus orçamento rígido: expectativas de bailout criam um conjunto de incentivos que estimulam o aumento das possibilidades de financiamento dos governos estaduais, o que lhes permite atingir um nível específico de investimento total, I_j , alocando menos recursos próprios, A_j . A expansão fiscal que o aumento das possibilidades de financiamento torna possível reduz o custo de oportunidade de alocar recursos em bens públicos de consumo, o que incentiva os governos estaduais a aumentarem o montante destinado às despesas correntes. Portanto, comparado à situação hipotética de ausência de expectativa de resgate em que se espera que o acesso a receitas de crédito seja mais baixo, os governos estaduais alocam um nível de recursos próprios em bens de consumo maior do que o nível ótimo e um nível de recursos próprios em investimentos públicos menor do que nível ótimo (Crivelli, 2011).

3. O federalismo brasileiro e expectativas de bailout

A Constituição Federal Brasileira de 1988 estabeleceu um federalismo descentralizado, composto pela União, vinte e seis estados e um Distrito Federal e 5.570 municípios. O Brasil é uma democracia presidencial com um parlamento bicameral. A câmara baixa do Congresso (Câmara de Deputados) é composta por 513 membros, enquanto o Senado é composto por 81 senadores (três de cada estado), eleitos para mandatos de oito anos. Não há limite para o número de vezes que um membro do Parlamento pode ser reeleito.

Em termos de despesas, a constituição define explicitamente as competências do governo federal e dos municípios. A carta, no entanto, não atribui qualquer responsabilidade exclusiva aos estados. Em vez disso, define uma lista de áreas nas quais estados e o governo federal devem coordenar ações, como educação e saúde. Exceto pela obrigação de gastar 25% das receitas em educação, a constituição concede aos estados um alto nível de autonomia na gestão das despesas.

Com relação à receita, os estados brasileiros administram seu próprio imposto de valor agregado, o ICMS. Em 2017, o ICMS agregado dos 27 estados correspondeu a 5,63% do PIB.

O ICMS é o maior imposto no Brasil, seguido pelo imposto de renda. Este último é, no entanto, administrado pelo governo federal e correspondia a 5,18% do PIB em 2017. Apesar do alto volume de impostos controlado pelos estados, a autonomia de receita varia imensamente entre as diferentes regiões. Por exemplo, as receitas próprias do estado de São Paulo, corresponderam a 90% do total de receitas deste estado em 2016. Na outra ponta, no estado do Amapá, apenas 19% do total de suas receitas eram receitas próprias em 2016. Estados como o Amapá e outros nas regiões Norte e Nordeste dependem fortemente de transferências intergovernamentais definidas na constituição. A transferência mais importante para os estados é o Fundo de Participação do Estado (FPE), através do qual o governo é obrigado a redistribuir 21,5% do imposto de renda e do IVA sobre produtos industrializados (IPI), ambos administrados pelo governo federal. Cada quota estadual é uma função da população do estado e do inverso da renda per capita, para que os estados mais pobres tenham uma cota maior.

Até o final da década de 1990, os estados brasileiros podiam obter empréstimos de diversas fontes, que incluíam o setor privado nacional, o setor privado externo, instituições financeiras federais e uma variedade de mecanismos informais. Os bancos públicos estaduais facilitaram o endividamento dos estados ao subscrever emissões de títulos dos estados. As instituições financeiras federais, como a Caixa Econômica Federal, o Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o Banco do Brasil (BB) foram importantes credores dos estados. Finalmente, os estados endividaram-se por meio de mecanismos alternativos, tais como atrasos nos pagamentos a fornecedores e servidores públicos e o adiamento do pagamento de decisões judiciais (Rodden, 2003).

Essa alta autonomia de tomar empréstimos resultou em uma alta dívida pública estadual, cuja gestão tornou-se cada vez mais difícil. Durante os anos 80, os estados tinham dificuldade para rolar suas dívidas externas e o Tesouro Nacional foi repetidamente chamado a honrar essas obrigações. Em 1989, os estados explicitamente deixaram de pagar essas dívidas e o governo federal decidiu converter o estoque de dívida externa com garantia federal em dívida de longo prazo com o Tesouro Nacional. Em 1993, o segundo grande resgate aconteceu e o Tesouro Nacional assumiu dívidas que os estados deviam a intermediários financeiros federais, principalmente a Caixa Econômica Federal. No entanto, nenhuma dessas renegociações abordaram a raiz do problema. De fato, os acordos entre estados e o governo federal não restringiram a autonomia dos estados quanto aos canais de endividamento. Além disso, um mecanismo limitou o serviço da dívida a ser pago mensalmente e permitiu que a parte do serviço

da dívida que excedesse esse limite poderia ser postergada e incluída no estoque da dívida. Assim sendo, as dívidas estaduais continuaram crescendo (Rodden, 2003).

Em 1994, o Plano Real, conseguiu controlar a hiperinflação, o que foi um importante ponto de inflexão na economia brasileira. Apesar do sucesso em controlar a inflação, o Plano Real afetou a situação fiscal dos estados negativamente de duas maneiras. Primeiro, as altas taxas de juros resultantes da adoção de uma política monetária restritiva provocou um aumento explosivo do serviço da dívida e do estoque da dívida. Em segundo lugar, como a inflação era baixa, o congelamento nominal dos salários de servidores públicos não mais conduziram automaticamente a uma redução real das despesas. Como resultado, a situação fiscal dos estados deteriorou-se ainda mais e os estados inadimpliram de diferentes modos: deixaram de honrar seus títulos, de pagar suas dívidas a bancos estaduais, de pagar empréstimos de antecipação de receita, além de atrasar pagamentos a fornecedores e servidores. Preocupado com as consequências econômicas desses defaults, o governo federal implementou em 1997 o terceiro grande resgate de estados. No início da década de 2000, 84% das dívidas estaduais eram de propriedade do Tesouro Nacional (Rodden, 2003).

Desse modo, recorrentes resgates de governos subnacionais na década de 1980 e 1990 reforçaram a expectativa de que as dívidas dos estados eram garantidas pelo governo federal, minando qualquer compromisso futuro de não mais assumir dívidas dos governos subnacionais.

A sequência de crises da dívida dos governos subnacionais e o fracasso da disciplina de mercado incentivaram o governo federal durante a administração de Cardoso (1995-2002) a implementar reformas na direção de um federalismo fiscal mais centralizado. Estas reformas visaram a redução do espaço para política discricionária no nível do governo subnacional (Rodden, 2003). Nesse contexto, duas medidas ganharam relevância: a Lei de Responsabilidade Fiscal e o Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal (PAF).

A Lei de Responsabilidade Fiscal de 2001 trouxe mudanças significativas ao federalismo brasileiro. Estabeleceu um conjunto de regras com o objetivo de promover o equilíbrio fiscal. Por exemplo, a Lei de Responsabilidade Fiscal definiu um limite de gastos com folha de pagamento e restringiu a expansão das despesas no último ano de um mandato. O banco central foi proibido de trocar títulos de dívida estadual por títulos da dívida pública federal e o governo federal foi proibido de fazer empréstimos aos governos subnacionais. Além disso, autorizou o governo federal a reter não apenas as transferências constitucionais, mas

também as receitas de arrecadação próprias de estados que inadimplissem a dívida com o Tesouro Nacional ou um empréstimo com garantia federal. A regra de ouro já estabelecida na constituição federal foi reafirmada, estipulando que as receitas de crédito não poderiam exceder as despesas de capital. Ao restringir os mecanismos de bailout, esperava-se que essas regras reduzissem a expectativa de resgates futuros. Ao mesmo tempo, visando a aumentar a transparência das contas públicas e, conseqüentemente, a prestação de contas, a Lei de Responsabilidade Fiscal introduziu a obrigação de que todos os níveis de governo deviam publicar relatórios padronizados sobre despesas e receitas (Rodden, 2003).

Para assumir as dívidas dos estados e conceder um alívio na dívida, o governo federal exigiu que os estados concordassem com o Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal (PAF), que estabeleceu uma lista de parâmetros de acordo com os quais os estados seriam avaliados anualmente pelo Tesouro Nacional. A lei 9.496 de 1997 definiu o PAF e explicitou as condições e metas que os estados deviam alcançar. Atualmente, os estados são avaliados de acordo com a relação dívida-receita, saldo primário, limites de gastos com pessoal, crescimento das receitas próprias, gestão pública e disponibilidade de caixa.

Na primeira década após a renegociação da dívida, a situação fiscal dos estados melhorou em muitos aspectos. Por exemplo, enquanto o resultado primário agregado dos 27 estados foi negativo entre 1995 e 1999, tornou-se consistentemente positivo no período de 2000 a 2006. Do lado da receita, as receitas próprias aumentaram em média 8% em termos reais entre 1995 e 2006. Do lado da despesa, o aumento médio de 2,76% nas despesas com folha de pagamento foi inferior à inflação média anual de 7,94%, resultando em uma redução das despesas com folha de pagamento em relação ao PIB. Além disso, a sustentabilidade das dívidas dos estados, medida pela razão entre a dívida consolidada líquida e a receita corrente líquida melhorou. Em dezembro de 2000, sete estados tinham uma razão entre dívida consolidada líquida e receita corrente líquida superior a dois e foram, portanto, proibidos de contrair empréstimos. Esse número caiu para dois estados em dezembro de 2006. No entanto, apesar desse cenário geral positivo, alguns componentes não melhoraram. As despesas correntes que não fossem folha de pagamento não foram limitadas pela Lei de Responsabilidade Fiscal, e sua relação com o PIB aumentou de 1,1% em 1995 para 6,0% em 2006. Ao mesmo tempo, os investimentos públicos estaduais relativos ao PIB caíram de 2,2% em 1995 para 0,94% em 2006 (Piancastelli & Boueri, 2008). Desse modo, apesar de alguns percalços, a evolução geral da situação fiscal dos estados de 1996 a 2006 sugeria que as reformas implementadas durante o

governo FHC tinha alcançado seus objetivos. Além disso, o fato de que a renegociação de 1997 permaneceu inalterada por quase duas décadas sugeria que o governo federal estava comprometido com uma política de não-resgate.

Embora as perspectivas fiscais tenham evoluído positivamente na primeira década após a grande renegociação das dívidas estaduais, a situação fiscal inverteu-se no período posterior a 2006. O primeiro sinal de deterioração fiscal apareceu em 2009, quando o resultado primário dos estados em relação ao PIB caiu de 1,00% para 0,4%. Este índice continuou a piorar nos próximos anos e atingiu o nível mais baixo em 2014, quando apresentou déficit de -0,20%. Do lado da receita, as receitas próprias como razão do PIB caíram de 7,67% em 2008 para 6,98% em 2015. Do lado da despesa, as despesas correntes continuaram a expandir-se e a sua relação com o PIB aumentou de 10,21% em 2011 para 10,96% em 2015, impulsionada principalmente pela expansão das despesas com folha de pagamento e pensões. De fato, entre 2006 e 2015, os estados aumentaram suas despesas com folha de pagamento em média 11,55% ao ano em termos nominais, superando a taxa média de inflação de 5,90% para o mesmo período, de acordo com o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Portanto, apesar da crise econômica, os estados mantiveram uma tendência crescente das despesas correntes, evitando uma readequação fiscal à redução das receitas, o que contribuiu para uma deterioração fiscal (Rossio & Aguiar, 2017).

À medida que a situação fiscal dos estados começou a se deteriorar após a crise internacional de 2008, a pressão política sobre o governo federal levou à promulgação de duas leis que alteraram as condições da renegociação de 1997. Inicialmente, a Lei Complementar 148 de 2014 alterou o índice de ajuste da dívida. Mendes (como citado em Rossio & Aguiar, 2017) interpretou esta mudança como um realinhamento dos juros reais acumulados em dívidas estaduais às taxas reais de juros de longo prazo vigentes na economia naquele momento. No entanto, a mudança de índice forneceu desconto na dívida subnacional. Em segundo lugar, a Lei Complementar 156 de 2016 estendeu o prazo de pagamento da dívida dos estado em 20 anos e concedeu um desconto no pagamento das parcelas mensais de julho de 2016 a julho de 2018. Ambas as renegociações nas condições das dívidas estabelecidas na década de 1990 pode ter invertido uma tendência de por fim às expectativas de bailout. Na verdade, pode ter criado condições que apóiam os estados em suas reivindicações por novos resgates.

O mercado de crédito poderia ter funcionado como um mecanismo de disciplina fiscal, mas, neste caso, contribuiu largamente para o fortalecimento das expectativas de resgate. Segundo Rodden (2003):

uma das lições importantes do caso brasileiro é que mesmo quando governos subnacionais tomam uma quantidade substancial de empréstimos no mercado privado, o mercado de capitais não disciplinará os governos locais se os credores têm razões para acreditar que a dívida do governo local é garantida pelo governo federal. (p. 229)

Embora as reformas para melhorar a gestão fiscal no início dos anos 2000 tenham sido bem sucedidas por um curto período de tempo, a longo prazo o risco moral de questões relacionadas às expectativas de resgate persistiram.

Em suma, o padrão de superendividamento seguido de pedidos de bailouts em caso de incapacidade de honrar as obrigações continua a ser uma maneira eficaz de estados maximizarem a captação de recursos do governo central. Portanto, as expectativas de bailout desempenham um papel fundamental no funcionamento das relações intergovernamentais no federalismo brasileiro, proporcionando um ambiente institucional adequado para testar o modelo teórico proposto nesta tese.

4. Dados e estatísticas descritivas

Conforme discutido na seção anterior, em 1997 o Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal (PAF) estabeleceu um conjunto de metas fiscais que os estados devem perseguir anualmente. Para verificar o desempenho relativo a essas metas fiscais, o Tesouro Nacional reúne dados sobre a situação fiscal dos estados. A principal fonte de dados para a presente pesquisa vem do Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal (PAF).

A amostra total é composta por 27 unidades estaduais e compreende dados para o período entre 2000 e 2016.

Para eliminar o efeito da inflação, todos os valores foram convertidos a preços de dezembro de 2016, utilizando o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A conversão dos valores nominais para reais foi feita usando o variação do IPCA entre dezembro de 2016 e dezembro do respectivo ano. O IBGE também é a fonte do PIB estadual. Os dados sobre o partido no poder nos estados foram obtidos do Superior Eleitoral Tribunal (TSE).

Estatísticas descritivas

Esta seção começa com uma tabela descritiva das variáveis utilizadas nas regressões abaixo e, em seguida, apresenta algumas distribuições e tendências das variáveis mais relevantes para este estudo.

Variável	Observ	Média	Desvio-padroao	Min	Max
Investimentos com recursos próprios	459	1,112	2,026	0	17,028
Despesas correntes	459	14,195	19,134	983	124,316
Receitas de crédito	459	551	1,063	0	8,946
Receitas próprias	459	11,560	19,970	229	132,997
Transferencias correntes	459	5,030	3,532	900	19,311
Transferencias de capital	459	180	204	0	1,284
PIB estadual	459	6.4	17	-8.4	109.2

Tabela I - Estatística descritiva das variáveis empregadas nas regressões.

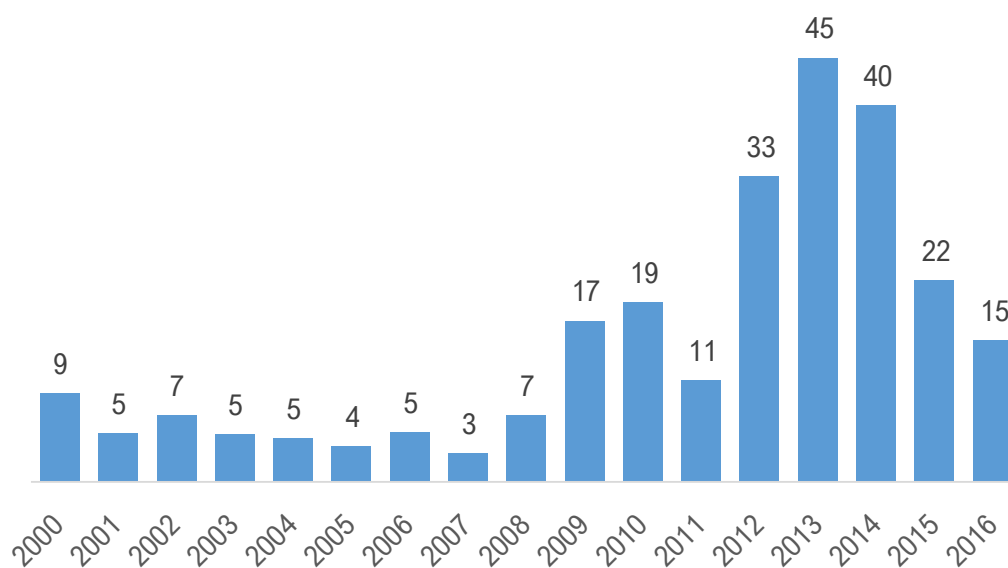


Figura I - Empréstimos agregados de todos os estados entre 2000 e 2016 (R\$ Bilhões). Fonte: Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal.

A Figura I apresenta a evolução das receitas de crédito líquidas dos empréstimos de reestruturação de dívida para todos os 27 estados brasileiros de 2000 a 2016. Considerando que os valores são expressos a preços de 2016, as variações observadas já estão descontadas do efeito da inflação. Após o início da crise financeira internacional, os empréstimos estaduais aumentaram significativamente. Enquanto em 2007 os estados tomaram emprestado R\$ 3 bilhões, em 2013 este valor atingiu o pico de R\$ 45 bilhões. Entre 2011 e 2012, o agregado das

receitas de crédito disponíveis para financiar investimentos estatais aumentou 201%. Nesse momento, o governo federal começou a implementar um conjunto de estímulos econômicos para fomentar o crescimento econômico. Uma medida importante foi a expansão da oferta de crédito pelas instituições federais e o afrouxamento das restrições ao endividamento impostas aos governos subnacionais e empresas estatais (Orair, 2016).

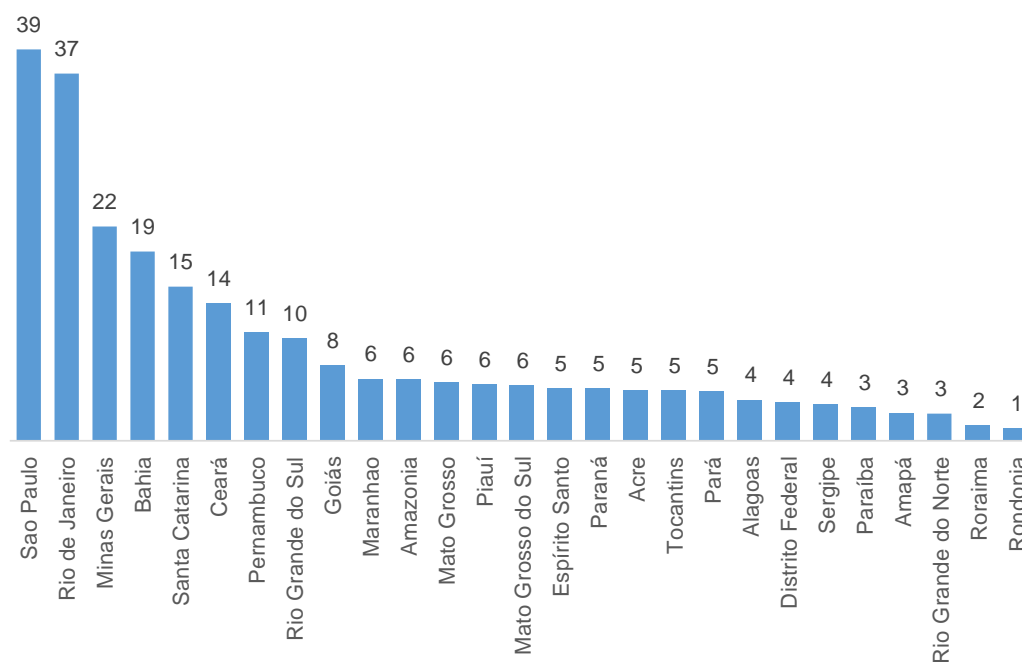


Figura II - Empréstimos agregados por estado entre 2000 e 2016 (R\$ Bilhões).

Fonte: Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal.

A figura II apresenta o agregado das receitas de crédito líquidas de empréstimos para reestruturação de dívida para cada um dos 27 estados brasileiros no período de 2000 a 2016. A distribuição desses valores entre os estados segue o padrão geral de desigualdade regional. Os três estados mais ricos do país, São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais, que concentravam 51% do PIB nacional em 2016, obtiveram 37% de todos os empréstimos no período analisado.

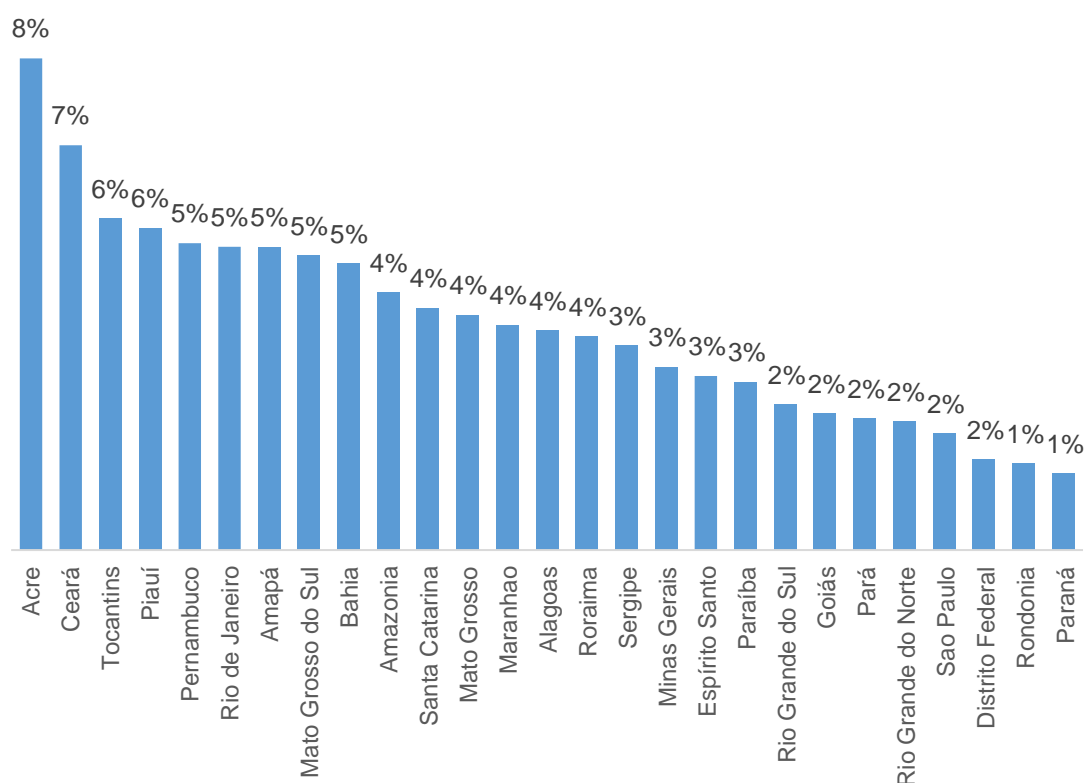


Figura III - Razão entre Receitas de Crédito e Receitas Não-Financeiras por Estado entre 2000 e 2016. Fonte: Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal.

A Figura III mostra a relação entre o total de receitas de crédito líquidas, que exclui empréstimos de reestruturação da dívida, e o total das receitas não-financeiras líquidas, que inclui receitas próprias, líquidas das transferências para os municípios, transferências correntes e transferências de capital. Embora os três estados mais ricos concentrassem 37% de todos os empréstimos no período analisado, a relevância para o orçamento das receitas de crédito tende a ser maior nos estados com economias média e pequena. Por exemplo, no pequeno estado do Acre, cujo PIB correspondeu a 0,2% do PIB nacional em 2016, o valor agregado do endividamento entre 2000 e 2016 foi igual a 8% do total das receitas não-financeiras, enquanto em São Paulo, cujo PIB correspondeu a 32% do PIB nacional em 2016, o valor agregado dos empréstimos foi igual a 2,0% do total das receitas não-financeiras.

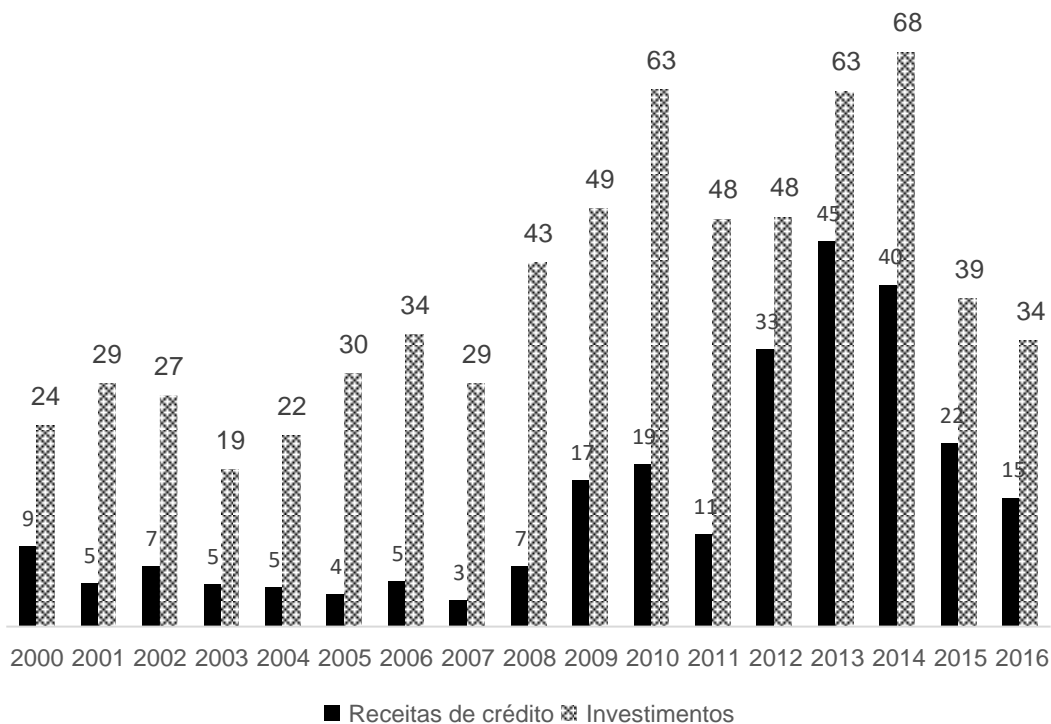


Figura IV - Empréstimos e Investimentos Agregados entre 2000 e 2016 (R\$ Bilhões). Fonte: Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal.

A figura IV apresenta a evolução das receitas líquidas de crédito e dos investimentos de 2000 a 2016. A análise das variações observadas nas receitas de crédito e investimentos revela dois padrões diferentes de correlação entre as duas séries temporais após 2007. De 2007 a 2010, as receitas de crédito elevaram-se de R\$ 3 bilhões para R\$ 19 bilhões ao mesmo tempo em que os estados aumentaram os investimentos de R\$ 29 bilhões para R\$ 63 bilhões. Assim, durante esta primeira etapa, os investimentos públicos aumentaram R\$ 18 bilhões a mais do que os empréstimos contratados. De 2011 a 2014, a receita de crédito aumentou de R\$ 11 bilhões para R\$ 40 bilhões, atingindo o pico histórico de R\$ 45 bilhões em 2013. Os investimentos estaduais aumentaram de R\$ 48 bilhões para R\$ 68 bilhões. Assim, durante esta segunda onda de expansão do crédito, os financiamentos contratados aumentaram R\$ 9 bilhões a mais do que os investimentos estaduais. Além disso, comparando 2014 com 2010, observa-se que as receitas de crédito aumentaram R\$ 26 bilhões, enquanto os investimentos estaduais expandiram apenas R\$ 5 bilhões. Portanto, a comparação da evolução de empréstimos contratado e investimentos estaduais sugere que, na segunda onda, a expansão da oferta de crédito permitiu que os estados estabilizassem o nível de investimento com uma menor quantidade de recursos próprios,

liberando recursos para a expansão das despesas correntes. O ano de 2015 foi um ponto de inflexão na expansão de empréstimos e investimentos e ambas as variáveis passaram a apreterar uma tendência negativa. Sem dúvida, a recessão econômica em 2015 e 2016 teve um papel fundamental nesta tendência negativa. No entanto, o excesso de endividamento observado entre 2007 e 2014 não deve ser considerado como uma razão menos importante, já que resultou em alto endividamento e ausência de espaço fiscal para mais investimentos.

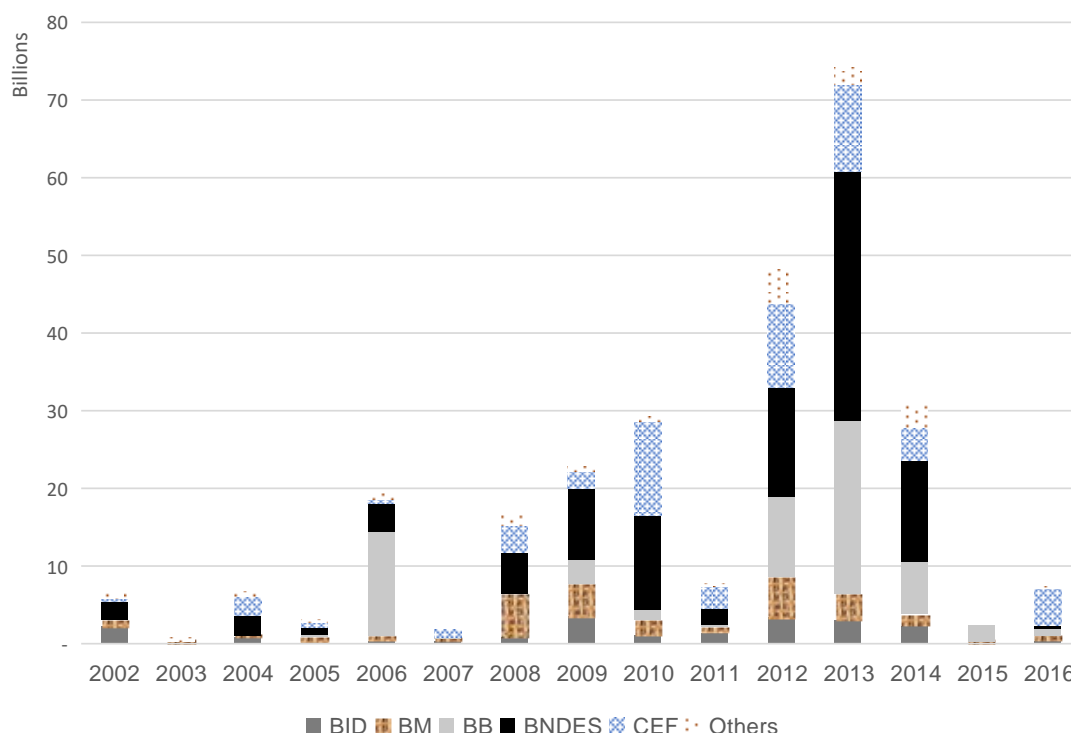


Figura V - Total de pedidos de crédito por intermediários financeiros entre 2002 e 2016 (R\$ Bilhões). Fonte: Sistema de Dívida Pública, Operações de Crédito e Garantias da União, Estados e Municípios (SADIPEM).

Quando se trata de credores, a figura V mostra que as instituições financeiras federais desempenharam um papel fundamental na expansão da oferta de crédito após 2007. Durante a primeira onda de expansão da oferta de crédito entre 2007 e 2010, a Caixa Econômica Federal, o Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e o Banco do Brasil (BB) responderam por aproximadamente 71% de todas as solicitações dos estados. Entre os intermediários financeiros internacionais, o Banco Interamericano de Desenvolvimento e o

Banco Mundial são as duas instituições mais relevantes e forneceram 25% de todos os empréstimos a estados de 2007 a 2010.

Na segunda onda entre 2011 e 2014, a participação dos três principais intermediários financeiros federais foi ainda maior do que na primeira onda, emprestando cerca de 81% do crédito contratado pelos estados. O Banco Interamericano de Desenvolvimento e o Banco Mundial, por sua vez, forneceram 13% do crédito contratado pelos estados neste momento. Estes números revelam que a composição dos principais credores dos estados entre 2007 e 2014 é relativamente diferente do observado nas décadas de 1980 e 1990. Embora as instituições federais continuem a desempenhar um papel fundamental no fornecimento de crédito aos estados, os bancos estaduais não são mais intermediários financeiros relevantes.

O Sistema de Dívida Pública, Operações de Crédito e Garantias da União, Estados e Municípios (SADIPEM) gerencia o fluxo de análise de pedidos de empréstimos. Os dados apresentados nas figuras V e VI correspondem a um estágio anterior ao desembolso da operação, quando os empréstimos ficam efetivamente disponíveis para os estados. Isto explica algumas diferenças entre os números obtidos do SADIPEM e os número obtidos do PAF. Além disso, o baixo número de solicitações de crédito em 2015 e 2016 reforçam a expectativa de redução acentuada da oferta de crédito para estados nos próximos anos.

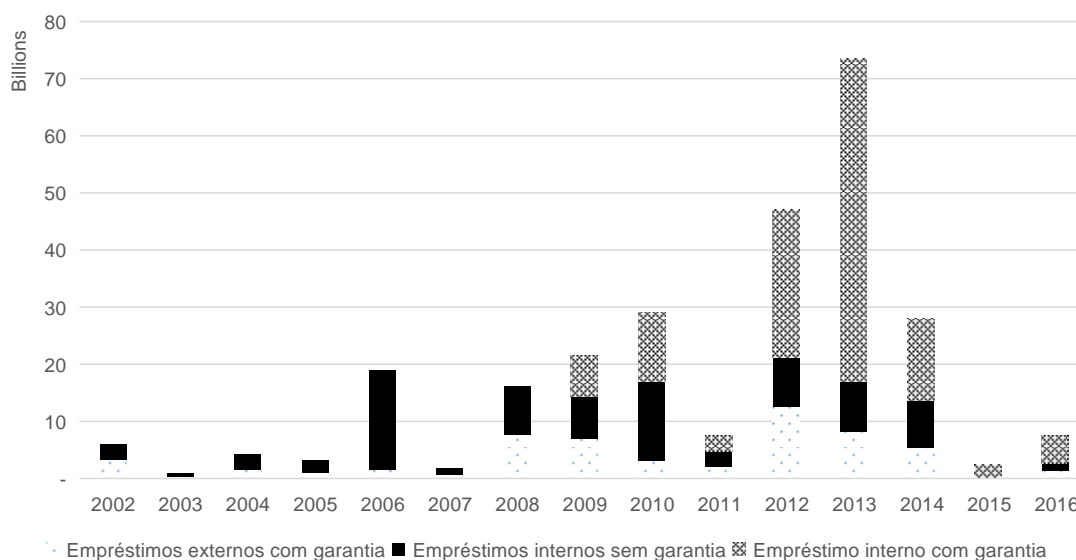


Figura VI - Total de pedidos de crédito garantidos e não-garantidos pelo governo federal entre 2002 e 2016 (R\$ Bilhões). Fonte: Sistema de Dívida Pública, Operações de Crédito e Garantias da União, Estados e Municípios (SADIPEM).

O governo federal apoiou a expansão da oferta de crédito entre 2007 e 2014, fornecendo garantia federal aos empréstimos dos estados. A totalidade dos empréstimos externos é garantida pelo governo federal e o volume de dívida externa aumentou consideravelmente após 2007. Empréstimos internos começaram a ser garantidos pelo governo federal após 2009 e, de 2011 a 2014, 78% de todo o endividamento interno foi garantido pelo governo federal. Neste contexto, os intermediários financeiros emprestam aos estados, mas com o risco de crédito do governo federal. Portanto, os intermediários financeiros são incentivados a emprestar para os estados sem realizar uma análise cuidadosa da situação fiscal dos estados. Do ponto de vista dos governadores, em tese, a inadimplência de uma operação de crédito apresentaria alto custo, uma vez que o governo federal pode reter transferências e receitas próprias para cobrir o pagamento de empréstimos inadimplidos. No entanto, como esse custo se materializa no longo prazo, os políticos que tomam decisões com base em benefícios de curto prazo podem não considerar esses custos.

5. Metodologia de Pesquisa

A expansão significativa da oferta de crédito para os estados brasileiros após 2007 fornece um contexto propício para investigar em que medida os governos estaduais substituíram recursos próprios por receitas de crédito ao financiar investimentos públicos, considerando a existência de expectativas de bailout.

Inicialmente, emprega-se um modelo de painel dinâmico linear para estimar o impacto da expansão das receitas de crédito sobre o nível do investimento público com recursos próprios. Em seguida, analisa-se como as mudanças no nível de investimentos com recursos próprios influenciam os gastos correntes. Desse modo, esta pesquisa aborda dois importantes mecanismos por meio dos quais um aumento das possibilidades de endividamento contribui para a expansão das despesas correntes.

A primeira decisão relativa à especificação do modelo estatístico refere-se à escolha entre um modelo de efeitos fixo ou de efeitos aleatório. Enquanto o modelo de efeitos fixos explora apenas as variações que ocorrem dentro de cada estado no decorrer do tempo, o modelo de efeitos aleatórios considera, além das variações dentro de cada estado, as variações entre estados, o que gera coeficientes mais eficientes. Para estimar coeficientes não-viesados usando um modelo de efeitos aleatórios, os efeitos individuais de cada estado não podem ser correlacionados com as variáveis explicativas. Os testes de especificação aplicados aos modelos

estimados neste trabalho rejeitaram a hipótese de que aspectos individuais invariáveis no tempo não estão correlacionados com as variáveis explicativas. Assim, o modelo de Arellano and Bond (1991), que é usado para tratar autocorrelação, emprega uma abordagem de efeitos fixos. Portanto, é adotado um modelo de efeitos fixos e, conseqüentemente, os coeficientes adiante analisados expressam a variação dentro dos estados ao longo do tempo, mas não capturam variações entre diferentes estados. O código STATA de todas os testes de especificação e das regressões está incluído no apêndice.

5.1 Os estados diminuem os investimentos com recursos próprios quando as possibilidades de endividamento aumentam?

A fim de estudar em que medida os governos estaduais substituem recursos próprios por receitas de crédito no financiamento do investimento público, um modelo de painel dinâmico linear é empregado, usando dados fiscais expressos a preços constantes de 2016 para todos os 27 estados de 2000 a 2016.

A restrição orçamentária dos estados detalhada no referencial teórico é rearranjada para estimar o efeito do endividamento sobre o nível de investimentos com recursos próprios. Considerando a equação do investimento total, $I_{jt} = A_{jt} + D_{jt}$ e a restrição orçamentária dos estados, $z_{jt} + I_{jt} = T_{jt} + F_{jt} - M_{jt}$, obtém-se que $z_{jt} + (A_{jt} + D_{jt}) = T_{jt} + F_{jt} - M_{jt}$. Assim, a fim de estimar o efeito das receitas de crédito em investimento com recursos próprios, estima-se o seguinte modelo,

$$A_{jt} = D_{jt} + (T_{jt} - M_{jt}) + CF_{jt} + KF_{jt} + SGDP_{jt} + IndElection_{t} + IndFirstYear_{t} + IndChangeParty_{jt} + u_{jt},$$

onde A_{jt} é o investimento com recursos próprios por estado j no tempo t ; D_{jt} é o montante total dos recursos contratados pelo Estado j no tempo t líquido dos empréstimos de reestruturação de dívida; $(T_{jt} - M_{jt})$ é a receita que o Estado j cobra no tempo t líquida das transferências financeiras para os municípios localizados no estado j ; CF_{jt} são as transferências correntes que o estado j recebeu do governo federal no tempo t ; KF_{jt} são as transferências de capital que o estado j recebeu do governo federal no tempo t ; $SGDP_{jt}$ é a variação do PIB do estado j no tempo t ; $IndElection_{t}$ é uma variável dummy que indica se no ano t aconteceu eleição estadual; $IndFirstYear_{t}$ é uma dummy que indica se o ano t é o primeiro ano de um novo

mandato do governador; $IndChangeParty_{jt}$ é uma dummy que indica se no ano t o partido que rege o estado j mudou e ujt é o termo de erro associado com o estado j no tempo t .

Variável dependente

A variável dependente Investimentos com recursos próprios é calculada como os investimentos totais subtraídos das receitas de crédito e transferências de capital. De acordo com a Constituição Federal Brasileira de 1988, art. 167, inciso III, e a Lei de Responsabilidade Fiscal, art. 11, § 2, as receitas de crédito não podem exceder as despesas de capital, que compreendem investimentos e amortizações de dívida. O objetivo desses regulamentos é restringir o uso de receitas de crédito para investimentos, a fim de que os governos não aumentem a dívida pública para financiar despesas correntes. O financiamento das despesas correntes com receitas de crédito é permitido, mas requer aprovação específica da autoridade legislativa e da definição de uma finalidade como a constituição federal estabelece no art. 167, inciso III. A dedução das receitas de crédito do somatório de investimentos e amortizações de dívidas sugere que a regra de ouro está sendo observada na amostra analisada. No entanto, alguns estados esporadicamente registraram uma quantidade de receitas de crédito maiores do que as despesas de investimento. Não houve eventos em que as transferências de capital excederam os investimentos, mas, quando subtraídas juntamente com as receitas de crédito dos investimentos, as transferências de capital contribuíram para aumentar o número de situações de investimentos com recursos próprios negativo de 18 para 33 em uma amostra de 459 observações.

Assumindo que a principal função das receitas de crédito é o financiamento de investimentos e que as transferências de capital também devem financiar investimentos, um saldo negativo de investimento com recursos próprios é tratado como se um governo estadual não investisse os recursos provenientes de empréstimos e transferências de capital no mesmo ano de desembolso. Assim, assume-se que o total de receitas de crédito e de transferências de capital que excedem os investimentos em um determinado ano é usado para financiar investimentos nos próximos anos até que esse excesso seja completamente gasto em investimentos.

Além disso, quando o total das receitas de crédito e transferências de capital excede as despesas de investimento, assume-se que o Estado não alocou recursos próprios em investimentos públicos naquele ano.

Variáveis independentes

Receitas de crédito, impostos de arrecadação própria e transferências do governo federal descrevem a restrição orçamentária sob a qual os governos estaduais trabalham. Portanto, variações nessas variáveis são cruciais para explicar mudanças em investimentos públicos e despesas correntes.

A dinâmica das variáveis fiscais apresenta um risco de endogeneidade. Por um lado, as receitas determinam o volume de recursos que um governo pode gastar. Por outro lado, a despesa pública pode afetar o crescimento econômico e, conseqüentemente, o volume total de receitas arrecadadas. Portanto, a possível causalidade reversa induzida pela dinâmica fiscal implica que as variáveis independentes e o termo de erro possam estar correlacionados, o que pode levar à estimação de coeficientes viesados.

Para tratar a possível endogeneidade, emprega-se um modelo de painel dinâmico seguindo a especificação proposta por Arellano and Bond (1991). Esta abordagem usa as primeiras diferenças para remover os efeitos fixos do termo de erro, a defasagem temporal -1 da variável dependente para tratar os erros autorregressivos e estimativas com variáveis instrumentais para controlar endogeneidade. Como variáveis de instrumento, este modelo usa uma defasagem da respectiva variável endógena. Apesar de o uso de mais de uma defasagem de cada variável ser possível, o alto número de instrumentos resultantes desta decisão poderia aumentar o risco de obter coeficientes viesados. Testes para detectar erros de especificação na estrutura da matriz de variância-covariância dos resíduos dos modelos estimados nesta tese revelaram a necessidade de tratar heteroscedasticidade, correlação do termo de erro entre clusters em um determinado ponto do tempo (dependência transversal) e correlação do termo de erro ao longo do tempo de um determinado cluster (autocorrelação). Assim, empregou-se a especificação de Arellano-Bond com as opções robust e two-step para estimar os coeficientes dos modelos nesta pesquisa.

Mais esclarecimentos sobre as variáveis independentes são necessários. Antes de mais nada, os estados podem usar um empréstimo para reestruturar dívidas existentes. Desse modo, os empréstimos de reestruturação de dívida são deduzidos do total das receitas de crédito, uma vez que não financiarão investimentos públicos. Além disso, as transferências do governo federal podem ser transferências correntes ou de capital. Ao passo que não há restrição quanto ao tipo de despesas que os governos estaduais podem financiar com as transferências correntes, as transferências de capital devem financiar investimentos públicos. Além disso, a diferenciação dos dois tipos de transferências permite discriminar o efeito das transferências

correntes e de capital sobre o nível dos investimentos com recursos próprios. Os impostos de arrecadação própria são líquidos de transferências para os municípios, uma vez que a Constituição Federal em seu artigo 158, inciso IV, determina que os Estados devem transferir 25% das receitas do ICMS para os municípios.

A variável dummy que indica os anos em que as eleições para governadores aconteceram visa a captar aumentos nos gastos públicos com o objetivo de influenciar os resultados eleitorais. Da mesma forma, a dummy que indica o primeiro ano de um novo mandato de governo pode capturar ajustes de aumentos de despesa realizados pelo último governo. A dummy que indica mudanças do partido no poder visa a identificar qualquer descontinuidade das despesas ocasionada por mudanças do partido no poder, já que as prioridades de partidos com diferentes visões políticas podem levar a mudanças nas despesas de investimento. Este conjunto de dummies visa a captar o efeito do ciclo político sobre os gastos do governo e baseia-se na abordagem de Haan, Sturm e Sikkenet (2007).

5.2 Os estados aumentam as despesas correntes quando os investimentos com recursos próprios diminuem?

O modelo para verificar a hipótese de que os governos estaduais desviam recursos de investimentos para despesas correntes à medida que as possibilidades de empréstimos se expandem em um contexto com expectativas de bailout também deriva da restrição orçamentária detalhada no referencial teórico. Neste caso, a variável dependente é despesa corrente, z_{jt} , e o investimento com recursos próprios, A_{jt} , torna-se uma das variáveis independentes. Assim, o modelo estimado tem a seguinte forma,

$$z_{jt} = A_{jt} + (T_{jt} - M_{jt}) + CF_{jt} + KF_{jt} + SGDP_{jt} + IndElectiont + IndFirstYeart + IndChangeParty_{jt} + u_{jt},$$

onde z_{jt} é a despesa corrente do estado j no tempo t ; A_{jt} é o investimento com recursos próprios do estado j no tempo t ; $(T_{jt} - M_{jt})$ é o montante das receitas que o estado j arrecada no tempo t líquido das transferências para os municípios localizados no estado j ; CF_{jt} são as transferências correntes que o estado j recebeu do governo federal no tempo t ; KF_{jt} são as transferências de capital que o estado j recebeu do governo federal no tempo t ; $SGDP_{jt}$ é o desempenho do PIB do estado j no tempo t ; $IndElectiont$ é uma dummy que indica se no ano t aconteceu uma eleição para governador; $IndFirstYeart$ é uma dummy que indica se o ano t é o primeiro ano de um novo mandato de governo; $IndChangeParty_{jt}$ é uma dummy que indica se no ano t o partido que governa o estado mudou e u_{jt} é o termo de erro associado ao estado j no

tempo t .

As considerações sobre a amostra, as variáveis e a especificação do modelo feitas na seção 5.1 são igualmente válidas nesta seção. Portanto, usa-se um modelo de painel dinâmico linear, seguindo a especificação derivada por Arellano e Bond (1991), a fim de estimar o efeito de mudanças no investimento com recursos próprios sobre os níveis de despesas correntes.

De acordo com o quadro teórico, as expectativas de bailout criam incentivos perversos que estimulam os intermediários financeiros a aumentarem a oferta de crédito, e os governos estaduais a se superendividarem e expandir as despesas correntes.

A primeira consequência de um aumento das possibilidades de empréstimos é uma redução de investimentos com recursos próprios, de forma que se espera que no modelo definido na seção 5.1 o coeficiente de D_{ij} , o volume de receitas de crédito, seja estatisticamente significativo e negativo. Mais adiante, como resultado de uma redução de investimentos com recursos próprios, os governos estaduais podem aumentar as despesas correntes. Assim, espera-se que no modelo definido na seção 5.2, o coeficiente de A_{jt} , investimento com recursos próprios, seja estatisticamente significativo e negativo. No final, sob expectativas de resgate, uma expansão das possibilidades de endividamento permitiria uma expansão das despesas correntes, que pode ter implicações negativas para as finanças estaduais.

6. Resultados empíricos e discussão

Os resultados empíricos são apresentados e analisados abaixo. Inicialmente, discute-se o efeito das receitas de crédito sobre o volume de investimentos com recursos próprios. Em seguida, analisa-se o efeito dos investimentos com recursos próprios sobre as despesas correntes.

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo Final
Δ LI.Investimentos recursos próprios	0.43*** (0.04)	0.44* (0.19)	0.44* (0.19)	0.51*** (0.03)
Δ Receitas de Crédito	-0.53*** (0.07)	-0.55*** (0.08)	-0.56*** (0.08)	-0.57** (0.19)
Δ Receitas próprias	0.08 (0.06)	0.08*** (0.02)	0.08*** (0.02)	0.08*** (0.02)
Δ Transferências correntes	-0.02 (0.31)	-0.01 (0.11)	-0.00 (0.11)	
Δ Transferências de capital	0.68 (2.01)	0.32 (0.73)	0.26 (0.75)	
Δ PIB estadual	28.74 (14.80)	27.08 (28.81)	26.95 (28.31)	
Δ Anos de eleição		93.95* (44.47)	86.86 (51.25)	112.65*** (11.93)
Δ Primeiro ano do mandato		-251.95*** (54.14)	-302.13* (132.58)	-274.87*** (45.29)
Δ Alternância de partido			90.41 (186.40)	
_cons	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
Observações	405	405	405	405

legenda: * p<0.05; ** p<0.01; ***p<0.001

Tabela II - Coeficientes e erros-padrão da regressão com investimentos com recursos próprios como variável dependente.

A tabela II apresenta os coeficientes da regressão dos investimentos com recursos próprios sobre o seguinte conjunto de variáveis explicativas: receitas de crédito, receitas próprias líquidas, transferências correntes, transferências de capital, PIB estadual, dummy que indica anos de eleição para governador, dummy que indica o primeiro ano de um novo mandato do governo e dummy que indica mudança no partido do governador.

Devido ao uso da especificação de Arellano e Bond (1991), o modelo empírico trabalha com a primeira diferença das variáveis e inclui a defasagem da variável dependente como variável explicativa. Além disso, na estimativa do modelo, as variáveis receitas próprias líquidas, transferências correntes, transferências de capital e o PIB do estado foram definidos como variáveis endógenas. Para estas variáveis a defasagem da respectiva variável foi empregada como um instrumento para controle de endogeneidade.

Os resultados empíricos apresentados na tabela II fornecem evidências em favor da hipótese de que uma expansão das possibilidades de empréstimo provoca uma redução do nível de investimentos com recursos próprios. No modelo final da tabela II, o coeficiente estimado das receitas de crédito é estatisticamente significativo e informa que um aumento de R\$ 1 milhão nas receitas de crédito está correlacionado com uma redução em investimentos com recursos próprios de R\$ 570 mil. Esse resultado corrobora o problema moral do governo estadual definido no referencial teórico, segundo o qual, após estabelecer o total dos investimentos públicos, os governos definem o volume de investimentos com recursos próprios como uma função das possibilidades de empréstimo, de modo que quanto maior as possibilidades de empréstimo menor os investimentos com recursos próprios.

Alguns achados interessantes também derivam da análise das variáveis explicativas . Por exemplo, o coeficiente de receitas próprias líquidas sugere que, quando esse tipo de receita aumenta, os governos estaduais alocam apenas uma pequena parcela da expansão em investimentos. Mais precisamente, seu coeficiente informa que, se as receitas próprias líquidas aumentam em R\$ 1 milhão, os governos estaduais destinam apenas R\$ 80 mil para investimentos. De uma perspectiva fiscalista, as receitas próprias líquidas contribuiriam para um aumento dos investimentos públicos de forma saudável, uma vez que a dívida pública não aumenta.

Quando se trata das transferências correntes do governo federal, não há evidência que apoie a hipótese de que estas afetem os investimentos com recursos próprios. Embora os governos estaduais tenham alta autonomia para alocar transferências correntes, os resultados sugerem que aumentos nesta fonte de recursos não têm efeito sobre investimentos com recursos próprios. As transferências de capital, assim como as receitas de crédito, destinam-se prioritariamente para gastos em investimentos. Seguindo o mesmo raciocínio aplicado às receitas de crédito, um aumento nas transferências de capital encorajaria os governos estaduais a reduzirem investimentos com recursos próprios. No entanto, o coeficiente estimado é positivo, o que é oposto ao esperado, porém seu alto erro padrão não permite qualquer inferência estatisticamente significativa sobre esta relação. A ausência de indícios de que as transferências de capital causam redução nos investimentos com recursos próprios sugere que essa fonte de receita poderia ser melhor explorada por políticas para fomentar investimentos estatais. Por exemplo, o governo federal pode condicionar uma transferência de capital a que os estados financiem parte do projeto, reduzindo o espaço para desviarem as receitas dos investimentos para despesas correntes. No entanto, o uso desse mecanismo apresenta algumas dificuldades.

Não é apenas mais oneroso para o governo federal, mas também exige coordenação e planejamento altamente complexos entre os diferentes níveis de governos.

Nos modelos 1 a 3 da tabela II, o coeficiente do PIB estadual não é estatisticamente significativo. Este resultado não fornece evidência que corrobore a hipótese de que os investimentos com recursos próprios reagem aos ciclos econômicos. Portanto, não é possível inferir que, durante esse período de recessão econômica, os governos tenham reduzido os investimentos em resposta à diminuição das receitas, nem que tenham expandido os investimentos como parte de medidas anticíclicas. Como os coeficientes de transferências correntes, transferências de capital e PIB estadual não são estatisticamente significativos, foram retirados do modelo final. Estas três variáveis são candidatas a causar endogeneidade e sua presença no modelo implica a utilização de um maior número de variáveis instrumentais, aumentando o risco de viés na estimativa dos coeficientes. De fato, a exclusão destas três variáveis do modelo reduziram o número de variáveis instrumentais de 79 para 30. Além disso, sua exclusão não afetou a estimativa dos coeficientes de receita de crédito e receitas próprias líquidas, ao mesmo tempo que reduziu os erros-padrão das dummies que indicam o ciclo político.

Os coeficientes das dummies de anos de eleição e primeiro ano de um novo mandato sugerem que o ciclo político influencia os investimentos públicos. O coeficiente da dummy que indica ano de eleição apresentado no modelo final da tabela II indica que os governos estaduais aumentam os investimentos com recursos próprios em R\$ 112 milhões durante os anos em que as campanhas eleitorais ocorrem, o que poderia ser visto como uma intenção de favorecer o partido no poder na disputa eleitoral. Embora a Lei de Responsabilidade Fiscal imponha restrições à expansão dos gastos públicos em anos eleitorais, os governos estaduais encontram formas de burlar as vedações da LRF e maximizam o retorno político de uma expansão das despesas públicas. Nesse sentido, parece haver uma concentração de investimentos perto das eleições.

As evidências também sugerem que, após expansões durante anos eleitorais, os investimentos com recursos próprios são reduzidos no primeiro ano do novo mandato. No modelo final da tabela II, o coeficiente da dummy indicando o primeiro ano de um novo mandato estima que os governos estaduais cortam investimentos com recursos próprios em R\$ 274 milhões no primeiro ano no poder. Esta é uma descoberta que sugere que os políticos maximizam seus ganhos políticos aumentando os investimentos antes das eleições, mas, em

seguida, as finanças precisam ser ajustadas o mais rápido possível, caso os governos almejem que seus estados prosperem sem grandes problemas fiscais.

Para testar se esta redução de investimentos com recursos próprios no primeiro ano de um novo mandato restringiu-se aos casos em que um partido diferente toma posse, foi incluída uma dummy que indica mudança do partido governante. A hipótese por trás dessa variável é que as diferenças na agenda política causaria uma descontinuidade dos investimentos iniciados no governo anterior. No entanto, o coeficiente apresentado no modelo 3 não fornece evidências que apoiem esta hipótese. Devido a este fato, a dummy indicando mudança no partido no poder foi retirada do modelo final. Desse modo, existem evidências em favor da hipótese de que o ciclo político afeta as despesas de investimento. Nos anos eleitorais, espera-se um aumento dos investimentos com recursos próprios, um padrão que tende a ser revertido no primeiro ano do novo mandato, independentemente de uma alteração do partido no poder.

Finalmente, o coeficiente da defasagem da variável dependente incluído como parte do modelo Arellano & Bond (1991) revela que o nível de investimentos com recursos próprios no ano corrente está altamente correlacionado com o nível do ano anterior, o que não causa surpresa, já que as políticas públicas em geral, incluindo políticas econômicas, geralmente são dependentes do histórico observado e mudanças tendem a ocorrer incrementalmente.

Em resumo, depois de controlar a influência das receitas mais relevantes e o ciclo político, o efeito estimado de um aumento das possibilidades de endividamento sobre investimentos com recursos próprios é estatisticamente significativo e substancial.

Além disso, os resultados obtidos sugerem que o volume total de investimentos também é afetado por um aumento nas possibilidades de empréstimos. A regressão dos investimentos totais em função das receitas de crédito é apresentada na tabela III. Os coeficientes obtidos demonstram que os investimentos totais aumentam em R\$ 220 mil como resposta a um aumento de R\$ 1 milhão nas receitas de crédito. Portanto, um aumento da oferta de crédito não pode ser desconsiderado como uma ferramenta para estimular investimento. No entanto, em um contexto de restrição orçamentária flexível, como observado no Brasil, o uso de empréstimos para financiar investimentos públicos provavelmente terá efeitos indesejados sobre as despesas correntes.

Variáveis	Δ Investimento total
Δ LI.Investimento total	0.27* (0.11)
Δ Receitas de crédito	0.22* (0.03)
Δ Receitas próprias	0.10** (0.09)
Δ Anos eleitorais	198.72** (67.40)
Δ Primeiro ano de mandato	-386.84*** (47.46)
_cons	0.00 (0.00)
Observações	405

legenda: * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$

Tabela III - Coeficientes e erros padrão da regressão com o investimento total como variável dependente.

Até o momento, a discussão concentrou-se em como variações da possibilidade de empréstimos afetam a decisão sobre quanto de seus recursos próprios os estados alocam em investimentos. Agora o foco volta-se para o efeito de variações no nível de investimentos com recursos próprios sobre despesas correntes. De acordo com o arcabouço teórico adotado neste trabalho, a expansão fiscal permitida pelo aumento das possibilidades de financiamento reduz o custo de oportunidade de alocar recursos em bens públicos de consumo, o que incentiva os governos estaduais a expandirem as despesas correntes. Portanto, comparado com a situação hipotética de ausência de expectativas de resgate em que se espera um menor acesso a receitas de crédito, os governos estaduais alocam um volume de recursos próprios em bens públicos de consumo acima do nível ótimo e um nível de recursos próprios em investimentos públicos abaixo do nível ótimo.

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo Final
Δ LI.Despesas correntes	0.14 (0.16)	0.15 (0.18)	0.14 (0.17)	0.16 (0.22)	0.16 (0.21)
Δ Investimentos recursos próprios	-0.77 (0.86)	-0.79 (0.86)	-0.80 (0.67)	-0.80** (0.30)	-0.80* (0.34)
Δ Receitas próprias	0.80*** (0.09)	0.80*** (0.08)	0.81*** (0.06)	0.80** (0.25)	0.80** (0.26)
Δ Transferências correntes	1.01 (1.39)	0.94 (1.68)	1.00 (1.23)	0.91*** (0.24)	0.93*** (0.21)
Δ Transferências de capital	-1.08 (10.58)	-1.07 (11.65)	-1.11 (10.32)		
Δ PIB estadual	-24.19 (490.43)	-16.88 (482.66)	-21.10 (341.76)		
Δ Anos de eleição		77.29 (544.07)	63.22 (355.54)	4.04 (46.76)	
Δ Primeiro ano do mandato		-119.09 (414.09)	8.20 (556.12)	-71.85 (199.96)	
Δ Alternância de partido			-214.79 (150.02)		
_cons	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
Observações	405	405	405	405	405

legenda: * p<0.05; ** p<0.01; ***p<0.001

Tabela IV - Coeficientes e erros-padrão da regressão com as despesas correntes como variável dependente.

A Tabela IV mostra os resultados da regressão das despesas correntes sobre investimentos com recursos próprios, mantendo as mesmas variáveis explicativas utilizadas na análise dos determinantes dos investimentos com recursos próprios. Além disso, as considerações anteriores sobre o uso do modelo Arellano and Bond (1991) aplica-se à análise de despesas correntes.

O coeficiente de investimentos com recursos próprios fornece evidências que corroboram a hipótese de que uma redução dos investimentos com recursos próprios libera fundos que os governos estaduais alocam em despesas correntes. No modelo final da tabela IV, o coeficiente de investimentos com recursos próprios é estatisticamente significativo e implica que uma redução de R\$ 1 milhão nos investimentos com recursos próprios está correlacionada com um aumento de R\$ 800 mil em gastos correntes.

Uma estimativa interessante consiste em combinar o coeficiente de receitas de crédito da tabela II e o coeficiente de investimentos com recursos próprios da tabela IV, a fim de estimar o efeito final das receitas de crédito sobre as despesas correntes. Inicialmente, o coeficiente de receitas de crédito no modelo final da tabela II estima que um aumento de R\$ 1 milhão nas receitas de crédito reduziria os investimentos com recursos próprios em R \$ 570 mil. Em seguida, de acordo com o coeficiente de investimentos com recursos próprios no modelo final da tabela IV, uma redução de R\$ 570 mil em investimentos com recursos próprios aumentaria os gastos correntes em R\$ 456 mil. Portanto, as estimativas obtidas sugerem que, sob expectativas de resgate, o efeito de um aumento das possibilidades de financiamento sobre as despesas correntes é estatisticamente significativo e expressivo.

As estimativas das variáveis de controle na tabela IV também contribuem para uma melhor compreensão do comportamento das despesas correntes. Os resultados sugerem que as receitas próprias líquidas e as transferências correntes desempenham um papel fundamental nas variações das despesas correntes. O coeficiente de receitas próprias líquidas no modelo final da tabela IV é estatisticamente significativo e informa que um aumento de R\$ 1 milhão na receita própria líquida está correlacionado com um aumento R\$ 800 mil em despesas correntes. No mesmo sentido, o coeficiente das transferências correntes sugere que um aumento de R\$ 1 milhão nas transferências correntes está correlacionado com um aumento de R\$ 930 mil em despesas correntes. Assim, ambos os coeficientes fornecem evidências que corroboram a afirmação que os governos estaduais alocam quase a totalidade das variações nas receitas próprias líquidas e transferências correntes em despesas correntes.

O coeficiente de transferências de capital não é estatisticamente significativo nos modelos 1 a 3 na tabela IV. Estas transferências poderiam permitir os estados substituírem a fonte de financiamento dos investimentos e, conseqüentemente, aumentarem as despesas correntes. Como não há evidência de que isso aconteceu, pode-se conjecturar que as transferências de capital poderiam ser usadas para financiar investimentos sem encorajar os estados a expandirem as despesas correntes.

Diferente do padrão observado nos investimentos com recursos próprios, não existem evidências de que os governos estaduais ajustam os gastos correntes aos ciclos econômicos. O ciclo político parece não afetar as despesas, uma vez que os coeficientes das dummies que indicam anos de eleição, primeiro ano de um novo mandato e mudança no partido no poder não são estatisticamente significantes. Estes resultados indicam que os governos estaduais tentam se beneficiar politicamente de expansões das despesas públicas por meio de ajustes nos

investimentos com recursos próprios, mas não são capazes de fazê-lo por meio das despesas correntes.

Como os coeficientes das transferências de capital e do PIB estadual não são estatisticamente significantes, eles foram retirados do modelo final. Como estas duas variáveis potencialmente causam endogeneidade, o modelo de Arellano and Bond (1991) aumenta o número de variáveis instrumentais, elevando risco de estimar coeficientes viesados. Além disso, visto que as dummies que indicam o ciclo político não são estatisticamente significativas, elas também foram excluídas do modelo. Após a exclusão dessas cinco variáveis do modelo, o número de instrumentos diminuiu consideravelmente de 94 para 61.

Em suma, os resultados empíricos obtidos no caso brasileiro fornecem evidências robustas em favor da hipótese de que, no contexto de restrições orçamentárias flexíveis, os intermediários financeiros estão mais dispostos a emprestar para governos subnacionais. A expansão das possibilidades de empréstimos, por sua vez, incentiva os governos subnacionais a tomarem empréstimos excessivamente, reduzindo a alocação de recursos próprios em investimentos e aumentando as despesas correntes.

Assumindo que a eliminação das expectativas de bailout seja uma meta difícil de ser alcançada, os formuladores de políticas poderiam tentar mitigar suas externalidades negativas. Nesse sentido, o mercado de crédito dos governos subnacionais poderia ser melhor regulado a fim de desencorajar as instituições financeiras a emprestarem excessivamente para os governos subnacionais. A concessão de garantia federal para empréstimos de governos subnacionais poderia ser reduzida ao máximo, visto que as garantias federais, no atual contexto, reforçam a expectativa de bailout (IMF, 2019) e desincentivam os intermediários financeiros a mensurarem corretamente o risco de crédito dos governos subnacionais. Neste caso, o governo federal pode realizar uma análise criteriosa do risco de crédito dos governos subnacionais e, conseqüentemente, restringir os empréstimos dos governos subnacionais que apresentam elevado risco de default. O rating de crédito (CAPAG) calculado pela Secretaria do Tesouro Nacional deveria dar maior relevância ao nível de endividamento e ao serviço da dívida pago pelos entes subnacionais, além de adotar uma análise que considerasse cenários alternativos e testes de estresse (IMF, 2019). A disciplina fiscal de mercado poderia ser introduzida no sistema de empréstimos aos governos subnacionais, por meio de uma maior participação de bancos privados acompanhada de uma redução do papel dos bancos federais (IMF, 2019). A criação de um fundo que funcionasse como uma fonte de socorro em momentos de estresse financeiro e que fosse alimentado com recursos dos próprios governos subnacionais poderia reduzir o risco

de defaults estratégicos e estimular programas de ajuste fiscal mais efetivos, uma vez que os demais governos subnacionais seriam os responsáveis por financiar o bailout e teriam maiores interesses envolvidos no socorro financeiro (IMF, 2019). Dessa forma, a responsabilidade do bailout seria transferida do governo central para os governos subnacionais (IMF, 2019). Além disso, no caso dos empréstimos com garantia federal, o governo federal poderia exigir que os governos subnacionais financiem uma parte do projeto de infra-estrutura, a fim de desestimular a redução de investimentos com recursos próprios. Quando o bailout é inevitável, os custos para o governo local beneficiado devem ser majorados por meio da imposição de que o governo subnacional adote medidas necessárias para equilibrar a situação fiscal. Com esse objetivo, foi criado em 2017 o Regime de Recuperação Fiscal, o qual, no momento atual, em princípios de 2020, encontra-se em discussão no Congresso Nacional, a fim de torná-lo mais eficiente.

Limitações

Se o contexto brasileiro permitisse a definição de casos contrafactuais, a análise realizada neste trabalho poderia ter sido enriquecida. Por exemplo, a existência de contrafactuais teria tornado possível diferenciar como os estados com e sem expectativas de resgate teriam reagido à expansão das possibilidades de endividamento depois de 2007. Além disso, teria sido possível discriminar o comportamento das variáveis dependentes em estados que se endividaram mais e Estados que não aumentaram o endividamento. No entanto, o histórico de bailouts realizados pelo governo federal sugere que todos os estados do Brasil têm expectativa de serem resgatados em caso de insolvência fiscal. Além disso, após 2007 todos os estados, em certa medida, experimentaram uma expansão do endividamento. A inclusão nesta pesquisa de um país no qual os governos subnacionais não têm expectativas de resgate poderia tornar os resultados obtidos nesta pesquisa mais robustos.

7. Conclusão

Este artigo investigou como um aumento nas possibilidades de empréstimos afeta as decisões orçamentárias dos governos subnacionais sob restrição orçamentária flexível. A expectativa de que o governo central resgatará governos subnacionais que enfrentam insolvência fiscal cria questões de risco moral que envolvem o governo federal, os governos subnacionais e intermediários financeiros. A literatura sobre este tema sustenta que as expectativas de resgate encorajam os intermediários financeiros a aumentarem as possibilidades de empréstimos aos governos estaduais independentemente do risco de crédito. Além disso, os

governos subnacionais são encorajados a adotarem uma política fiscal expansionista e são estimulados a evitar a implementação de qualquer consolidação fiscal. No caso de aumentos nas possibilidades de empréstimo, eles aproveitarão as receitas de crédito para reduzirem investimentos com recursos próprios e, em seguida, expandir suas despesas correntes.

No Brasil, o governo federal tem repetidamente socorrido governos subnacionais, minando a credibilidade de um compromisso de não resgate. Considerando a existência de expectativas de bailout no Brasil, explorou-se a expansão das possibilidades de financiamento para os governos locais após a crise financeira global para verificar se os governos subnacionais reduziram os investimentos com recursos próprios e expandiram as despesas correntes. Os resultados obtidos neste trabalho demonstram que o aumento das possibilidades de endividamento incentivam reduções nos investimentos com recursos próprios.

As estimativas sustentam que um aumento das receitas de crédito em R\$ 1 milhão correlaciona-se com uma redução de R\$ 570 mil nos investimentos com recursos próprios. Além disso, os resultados corroboram a hipótese de que reduções de investimento com recursos próprios liberam recursos que os governos estaduais usam para expandir as despesas correntes. Mais precisamente, uma redução dos investimentos com recursos próprios em R\$ 1 milhão correlaciona-se com um aumento de gastos em R\$ 800 mil. Portanto, em um contexto de restrição orçamentária flexível, uma política de incentivos de investimentos por meio de empréstimos muito provavelmente terá consequências indesejadas. Os resultados mostram que os empréstimos contribuem para a expansão de investimentos públicos. No entanto, sob expectativas de bailout, a decisão de expandir as possibilidades de endividamento será acompanhada de externalidades negativas, como a expansão dos gastos correntes e da dívida pública.

Referência bibliográfica

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Besfamille, M., & Lockwood, B. (2008). Bailouts in federations: Is a hard budget constraint always best? *International Economic Review*, 49(2), 577–593. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2354.2008.00490.x>
- Blöchliger, H., & Kantorowicz, J. (2015). Fiscal constitutions : An empirical assessment. *OECD Economics Department Working Paper*, 1248.
- Crivelli, E. (2011). Subnational fiscal behavior under the expectation of federal bailouts. *Journal of Economic Policy Reform*, 14(1), 41–57. <https://doi.org/10.1080/17487870.2011.543760>
- Fink, A., & Stratmann, T. (2011). Institutionalized Bailouts and Fiscal Policy: Consequences of Soft Budget Constraints. *Kyklos*, 64(3), 366–395. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.2011.00511.x>
- Haan, J., Sturm, J. E., & Sikken, B. J. (2007). Government capital formation: Explaining the decline. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 132(1), 55–74. <https://doi.org/10.1007/bf02707902>
- International Monetary Fund. Fiscal Affairs Dept. (2019). Brazil: Technical Assistance Report - Strengthening the Framework for Subnational Borrowing, 2019. Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/09/19/Brazil-Technical-Assistance-Report-Strengthening-the-Framework-for-Subnational-Borrowing-48693>
- Kohlscheen, E. (2008). Debt bailouts and constitutions. *Economic Inquiry*, 46(3), 480–492. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2007.00102.x>
- Kornai, J., Maskin, E., & Roland, G. (2003). Understanding the Soft Budget Constraint. *Journal of Economic Literature*, 41 (4), 1095-1136.

Lei Complementar nº 101 de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Brasil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm

Lei Complementar nº 148 de 2014. Altera a Lei Complementar no 101, de 4 de maio de 2000, que estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal; dispõe sobre critérios de indexação dos contratos de refinanciamento da dívida celebrados entre a União, Estados, o Distrito Federal e Municípios; e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp148.htm

Lei Complementar no 156 de 2016. Estabelece o Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal e medidas de estímulo ao reequilíbrio fiscal; e altera a Lei Complementar no 148, de 25 de novembro de 2014, a Lei no 9.496, de 11 de setembro de 1997, a Medida Provisória no 2.192-70, de 24 de agosto de 2001, a Lei no 8.727, de 5 de novembro de 1993, e a Lei Complementar no 101, de 4 de maio de 2000. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp156.htm

Orair, R. (2016). Investimento Público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. (Working paper nº 2215). Brasília: IPEA. Disponível em http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6873/1/TD_2215.PDF

Piancastelli, M., & Boueri, R. (2008). Dívida dos estados 10 anos depois. (Working paper nº 1366). Brasília: IPEA. Retrieved from http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=5132

Qian, Y. (1995). Federalism and the Soft Budget Constraint. *American Economic Review*, 1–39. <https://doi.org/10.1257/jep.6.3.79>

Rodden, J., Bordignon, M., von Hagen, J., Kneebone, R., Rattsø, J., Samuels, D., ... Wildasin, D. (2005). And the last shall be first: Federalism and soft budget Constraints in Germany, 1–39.

Rodden, J. (2003). Federalism and bailouts in Brazil. In *Fiscal decentralization and the challenge of hard budget constraints*. <https://doi.org/10.7551/mitpress/3021.003.0012>

Rossi, J. L., & Aguiar, F. (2018). Understanding the evolution of the fiscal situation of the Brazilian states; 2006–2015. *Economia*, 19(1), 105–131.
<https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.06.003>

Secretaria do Tesouro Nacional (2018). Boletim de finanças dos entes subnacionais.
Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/tesouro-nacional-divulga-o-boletim-dos-entes-subnacionais-de-2018>