

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO

Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho

Henrique Alves de Castro

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE AS VARIÁVEIS DOS CONTRATOS DE
OPERAÇÃO DE CRÉDITO DOS GOVERNOS SUBNACIONAIS**

Belo Horizonte

2016

Henrique Alves de Castro

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE AS VARIÁVEIS DOS CONTRATOS DE
OPERAÇÃO DE CRÉDITO DOS GOVERNOS SUBNACIONAIS**

Trabalho de conclusão apresentado ao Curso Superior de Administração Pública da Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho, da Fundação João Pinheiro, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Administração Pública.
Orientador: Cláudio Burian Wanderley

Belo Horizonte

2016

Henrique Alves de Castro

Uma Investigação Sobre as Variáveis dos Contratos de Operação de Crédito dos Governos Subnacionais.

Trabalho de conclusão apresentado ao Curso Superior de Administração Pública da Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho, da Fundação João Pinheiro, como requisito para obtenção do título de bacharel em Administração Pública.

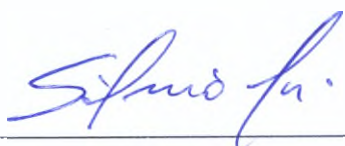
Aprovado na Banca Examinadora



Prof. Doutor Cláudio Burian Wanderley, orientador, Fundação João Pinheiro



Prof. Mestre Isabella Virgínia Freire Biondini, Fundação João Pinheiro



Prof. Doutor Sílvio Ferreira Júnior, Fundação João Pinheiro

Belo Horizonte, 22 de junho de 2016

AGRADECIMENTOS

Esse caminho, como qualquer outro, não foi pavimentado sozinho. O sucesso não é misterioso nem excepcional. Baseia-se numa rede de vantagens e heranças; umas merecidas, outras não. Sob a proteção de Deus, este é, então, o momento para que eu possa agradecer e dar o crédito, mesmo que em doses bem menores do que as devidas, às pessoas que tiveram participação ímpar para que eu pudesse trilhar meu percurso até aqui. Agradeço à minha família pelo amor, em sua forma mais pura e verdadeira, bem como pelos ensinamento e exemplos de honradez, integridade, retidão, honestidade e humanidade. São vocês os maiores responsáveis por essa conquista. Qualquer atribuição menor seria injustiça. Foram vocês meus maiores incentivadores, amigos, meu melhor exemplo. Agradeço todos os dias por ter vocês me acompanhando nessa passagem onde nos encontramos. Aos meus pais, Helder e Maria José, não basta um obrigado. Devo a vocês todas as minhas conquistas. Foram vocês que, após me colocarem no mundo, me amaram de forma incondicional e preencheram minha vida de sentido. Foram anos de dedicação, de esforços, de preocupação e de renúncias para que eu pudesse chegar até o final desse honrado caminho. À Marcela, minha irmã, companheira nesse mundo, sou muito grato pelo companheirismo, pelo aprendizado e pelo exemplo de garra. Aos meus demais familiares, devo, também, um especial agradecimento pelo incentivo, pelas palavras de reconhecimento e pelo apoio. Não há dúvidas que não poderia ter conquistado nada sem a fundamental presença de vocês em minha vida. Só tenho a agradecer por ter vocês ao meu lado. Espero poder retribuir todo o esforço. Aos meus amigos, pela incessante amizade que tanto contribuiu para que pudesse expandir meus horizontes e que me proporcionaram momentos que carregarei por toda a vida. Aos meus professores, que, com o farol da experiência, iluminaram muitos caminhos à minha frente. À Isabella, pelo companheirismo, pelo amor e pelo inestimável zelo. Ao meu orientador Cláudio Burian, que, com toda a sabedoria e serenidade, me auxiliou no desbravamento de percursos inóspitos. Aos meus colegas da Escola de Governo e da PUC, pela oportunidade de aprender, fora e dentro da sala de aula, a cultivar a certeza pelo meu desconhecimento sobre o mundo, bem como a me manter ávido por aprender. Devo muito a todos por terem contribuído e por fazerem parte da construção de todo o conhecimento materializado nesta monografia.

RESUMO

Este trabalho busca analisar quais são os principais fatores que influenciam as variáveis dos contratos de operação de crédito dos governos subnacionais, sendo as taxas de juros, o montante de recurso e os prazos do empréstimo as principais delas. Além de observar quais são os determinantes do comportamento destas variáveis, busca-se, ainda, verificar o processo pelo qual são estabelecidos os contornos das mesmas. Para a consecução do esforço analítico proposto, parte-se da consolidação das metodologias de classificação de risco das principais agências de *rating*. Após a sistematização dos critérios utilizados por estas agências, este trabalho foi guiado pela verificação de três fatores, sendo eles o ambiente institucional, o ambiente econômico e a administração financeira; e a sustentabilidade da dívida. Esta verificação se deu nos moldes da apreciação teórica e empírica da literatura posta, de tal sorte a avaliar a dinâmica e a importância de cada um dos três supramencionados no delineamento dos termos dos contratos de operação de crédito. Concluiu-se que, de forma geral, os fatores de influência agem através da modelagem das expectativas dos agentes acerca do ente tomador. Além de produzirem efeitos de forma independente, os fatores podem ser dispostos em um ciclo de retroalimentação, destacando a interdependência entre eles. Apesar do foco analítico deste trabalho se voltar para a mencionada influência, não se pôde furtar da responsabilidade de explorar o contexto em que se dá o endividamento público, suas potencialidades, seus riscos, bem como seu alinhamento para a consecução do interesse público. Destarte, fica posto, através do corpo desta monografia, padrões ótimos da ação pública de maneira a alinhar, estritamente, a contratação de dívida pelo Estado aos interesses públicos.

Palavras Chave: Operações de crédito, Avaliação de crédito, Expectativas, Instituições. Sustentabilidade da dívida, Ambiente econômico, Minas Gerais.

ABSTRACT

The objective of this work is to analyze the main factors that influence the subnational governments credit operation contracts. The interest rates, the amount of resource and loan deadlines are the main factors. Besides the observation of the determinants of these variables behavior, this work also aims to check these dynamics. To achieve the proposed analytical effort, the starting point is the consolidation of credit rating methodologies of the major rating agencies. After the systematization of these criterias, this work was guided by checking three factors, namely the institutional environment, the economic environment and the financial management and debt sustainability. This analysis is made along the lines of theoretical and empirical assessment, exploring the literature in such a way to assess the dynamics and the importance of each of these in the design of the terms of the credit operations contracts. It was concluded that, in general, the influence of the three factors acts through the modeling of agents' expectations about the borrower. In addition to producing effects independently, the factors can be arranged in a feedback cycle, highlighting the interdependence between them. Despite the analytical focus of this work aiming to the mentioned influence, it wasn't possible to run away from the responsibility of exploring the context in which the public debt plays, its potential, its risks and its alignment to achieve the public interest. Thus, we try to determine the optimum standards of public action in order to align strictly hiring debt by the state to public interests.

Keywords: Credit Operations, Credit rating, Expectations, Institutions, Debt sustainability, Economic environment, Minas Gerais.

LISTA DE FIGURAS

Figura 3.1 – Relação entre Proteção da Propriedade Privada vs. Crédito Doméstico.....	34
Figura 4.1 – Política Fiscal no Modelo IS-LM.....	47
Figura 4.2 – Pilares do Índice de Competitividade Global.....	52
Figura 5.1 – Densidade da Mudança do Endividamento Condicionada a Variáveis Macroeconômicas.....	60
Figura 5.2 – Reversões na Proporção Dívida/PIB de Acordo com Mudanças Econômicas.....	62

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1 - Relação entre Receitas e Despesas das Operações de Crédito <i>vis-à-vis</i> o total.....	13
Tabela 2.1 - Estrutura Analítica para <i>Rating</i> de Governos Locais e Regionais – Moody's.....	20
Tabela 2.2 -Estrutura Analítica para <i>Rating</i> de Governos Locais e Regionais - Standard & Poor's.....	21
Tabela 2.3 -Estrutura Analítica para <i>Rating</i> de Governos Locais e Regionais – Fitch.....	21
Tabela 2.4 - Classificação de <i>Ratings</i> dos Governos Subnacionais fora dos Estados Unidos.....	24
Tabela 3.1 - Empréstimos Forçados pelos Stuarts, 1603-1625.....	29
Tabela 3.2 - Taxas de Juros dos Empréstimos Públicos de Longo Prazo, 1693-1739.....	31
Tabela 5.1 -Taxa de Dependência Idosa em Países Industrializados 1990 e 2030.....	58
Tabela 5.2 - Projeção dos Efeitos do Envelhecimento sobre Parâmetros Fiscais em Países Industrializados.....	58
Tabela 5.3 - Indicadores das Finanças Públicas do Governo do Estado de Minas Gerais – 1996.....	66
Tabela 5.4 - Composição da dívida renegociada pelo Estado de Minas Gerais com o Acordo da Dívida com a União em 1998.....	67
Tabela 5.5 – Evolução da Dívida com a CEMIG.....	69
Tabela 5.6 - Superávit Necessário para a Estabilização da Proporção Dívida/PIB.....	75
Tabela 5.7 Estoque da Dívida Pública Fundada Estadual.....	77
Tabela 5.8 – Evolução do <i>Rating</i> de Minas Gerais - Moody's.....	78

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 METODOLOGIA	18
2.1 Metodologia das Agências de Classificação de Risco	18
3 A INFLUÊNCIA DO AMBIENTE INSTITUCIONAL SOBRE AS OPERAÇÕES DE CRÉDITO	26
3.1 Da Magna Carta à Revolução Gloriosa	26
3.2 O Ambiente Institucional e o Desenvolvimento Econômico	31
<i>3.2.1 O Ambiente Institucional e o Desenvolvimento Econômico Mineiro</i>	35
3.3 Instrumentos de Controle do Endividamento dos Estados Brasileiros	38
3.4 Conclusão	41
4 A INFLUÊNCIA DA DINÂMICA DO AMBIENTE ECONÔMICO E DA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA SOBRE AS OPERAÇÕES DE CRÉDITO	42
4.1 A Relação entre Ambiente Macroeconômico e a Capacidade de Pagamento das Obrigações Governamentais	43
4.2 A Administração Financeira, o Crescimento Econômico e os Efeitos Multiplicadores na Teoria Keynesiana	46
<i>4.2.1 Tratamento Econômico-Prático do Efeito Multiplicador dos Investimentos Públicos em Minas Gerais</i>	51
4.3 Conclusão	55
5 SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA E O FUTURO DAS FINANÇAS PÚBLICAS	56
5.1 Administrando a Dívida em Períodos de Baixo Crescimento	56
5.2 Formação do Estoque da Dívida de Minas Gerais	63
5.3 A Sustentabilidade da Dívida Mineira e sua Importância Socioeconômica	70
<i>5.3.1 Análise Quantitativa da Sustentabilidade da Dívida de Minas Gerais</i>	72
5.4 Para Além dos Números: Indicativos Futuros Acerca da Dívida Mineira	76
5.5 Conclusão	80
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	82
REFERÊNCIAS	84

1 INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho se consolida na análise dos fatores que exercem influência sobre as variáveis das contratações de operações de crédito pelos governos locais e regionais, sendo colocadas as evidências teóricas e empíricas em perspectiva com a realidade de Minas Gerais. Ao se configurarem como receita pública, os empréstimos garantirão, ao Estado, uma dívida a ser quitada com pagamentos iniciados imediatamente após o período de carência, sendo incididos sob estes empréstimos, além de taxas pós-fixadas de índices inflacionário, taxas de juros, cuja função primordial é a remuneração do capital no tempo. Em situações de baixa credibilidade da administração pública junto aos agentes econômicos, os empréstimos são, via de regra, contratados sob condições que oneram excessivamente o setor público e, conseqüentemente, a população. Baixos limites de crédito, curtos períodos de carência e pagamento, além de elevados juros são normalmente verificados quando se trata de um tomador cujo crédito aponta para alto risco de *default*. Assim sendo, a análise dos fatores que influenciam as operações de crédito auxilia, inexoravelmente, na sanidade das contas públicas e na capacidade estatal de intervenção na realidade social de modo a melhorá-la.

A ação do Estado sobre dinâmica socioeconômica se dá, via de regra, no horizonte das políticas públicas, de maneira a alterar a realidade daqueles sob a jurisdição da administração pública. Como exposto por Teixeira,

Políticas públicas são diretrizes, princípios norteadores de ação do poder público; regras e procedimentos para as relações entre poder público e sociedade, mediações entre atores da sociedade e do Estado. São, nesse caso, políticas explicitadas, sistematizadas ou formuladas em documentos (leis, programas, linhas de financiamentos) que orientam ações que normalmente envolvem aplicações de recursos públicos (TEIXEIRA, 2012, p.2).

Para que a consecução das políticas públicas pelo poder estatal seja exequível, é imprescindível que o Estado seja abastecido de recursos para financiar a provisão de bens e serviços à população. Dada a atual configuração das finanças públicas, as receitas correntes, mormente as advindas dos tributos e das contribuições, são a principal fonte de arrecadação das três esferas de governo no Brasil (REZENDE, 2012). Não é incomum, entretanto, que desequilíbrios fiscais e econômicos sejam cobertos com receita advinda de endividamento, de tal sorte a amortizar choques nas finanças públicas que, invariavelmente, iriam se traduzir na diminuição da ação estatal na esfera social.

Ao se analisar a realidade mineira, pode-se perceber, sem o despendimento de muitos esforços de análise, que o endividamento tem se configurado sistematicamente como uma forma ordinária de financiamento do déficit do setor público. As constantes dificuldades financeiras dados os ajustes macroeconômicos vividos na década de 1990, as recorrentes irresponsabilidades cometidas no contexto na gestão financeira e orçamentária do estado, bem como as crises econômicas que abalaram a dinâmica produtiva estadual, perfizeram, ao longo dos anos, a necessidade de se procurar fontes alternativas de receitas que pudessem complementar a arrecadação do estado (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012). Historicamente, os entes nacionais recorriam à emissão de títulos da dívida como forma de fortalecer a arrecadação do erário. Porém, dado os diversos programas de ajustamento fiscal implementados ao final da década de 1980, a contratação de dívida mobiliária foi suspensa, dando às operações de crédito papel de destaque no endividamento dos estados e municípios.

Conforme mostrado pela Tabela 1.1, as operações de crédito vêm se constituindo como importante fonte de receita para os cofres públicos mineiros, e, igualmente importante, é a constatação do crescimento da parcela do orçamento estadual consumido pelo serviço da dívida pública. Nesse contexto, observa-se parte da cristalização prática do caráter insidioso das operações de crédito, porquanto, ao mesmo tempo em que o estado tem observado os empréstimos comporem parte cada vez mais significativa de suas receitas, os gastos com o serviço da dívida têm alcançado patamares próximos aos estabelecidos, por força legal, para atividades fundamentais à manutenção do bem-estar social, tal como o gasto obrigatório com o serviço público de saúde¹.

¹ Segundo o artigo 6º Lei Complementar nº141, de 13 de Janeiro de 2012, “Os Estados e o Distrito Federal aplicarão, anualmente, em ações e serviços públicos de saúde, no mínimo, 12% (doze por cento) da arrecadação dos impostos a que se refere o art. 155 e dos recursos de que tratam o art. 157, a alínea “a” do inciso I, deduzidas as parcelas que forem transferidas aos respectivos Municípios”.

Tabela 1.1 - Relação entre Receitas e Despesas das Operações de Crédito *vis-à-vis* o Total (em R\$1.000.000 correntes)

Ano	Total da Receita	Total da Despesa	Receita de Operações de Crédito	Despesa com Operações de Crédito (Principal e Encargos)	Parcela da Receita Advinda de Operações de Crédito (em %)	Parcela da Despesa Gasta com Serviço da Dívida (em %)
2002	19.506,15	19.506,15	112,58	1.627,77	0,58%	8,34%
2003	19.513,79	19.513,79	145,66	1.753,86	0,75%	8,99%
2004	20.648,10	22.051,05	218,50	2.114,09	1,06%	9,59%
2005	23.958,28	23.958,28	423,84	2.071,98	1,77%	8,65%
2006	27.014,60	27.014,60	419,70	2.301,33	1,55%	8,52%
2007	30.553,70	30.553,70	492,75	2.549,29	1,61%	8,34%
2008	35.590,41	35.590,41	1.178,62	2.887,87	3,31%	8,11%
2009	38.978,23	38.978,23	1.464,07	3.039,17	3,76%	7,80%
2010	41.113,94	41.113,94	1.827,95	3.139,98	4,45%	7,64%
2011	44.998,62	44.998,62	463,60	2.852,13	1,03%	6,34%
2012	51.480,55	51.480,55	277,05	4.105,37	0,54%	7,97%
2013	60.460,18	60.460,18	2.541,29	4.805,68	4,20%	7,95%
2014	66.026,35	66.026,35	3.281,41	4.990,02	4,97%	7,56%
2015	68.348,58	75.621,78	2.949,51	6.790,88	4,32%	8,98%
2016	69.252,82	78.173,70	2.016,28	6.876,30	2,91%	8,80%

Fonte: Minas Gerais, 2016a. Elaborado pelo autor.

O esforço analítico dispendido na presente monografia não se justifica tão-somente pela constatação dos elevados gastos governamentais relacionados à dívida pública. Dada a atual conjuntura econômica e fiscal do estado, bem como a deterioração de tais fundamentos, as perspectivas futuras em relação às obrigações da administração pública, apontam, dentre outras consequências, para o crescimento do estoque da dívida *vis-à-vis* a redução do produto de Minas Gerais e da receita do governo estadual. Observadas as características da estrutura fazendária mineira, as receitas estão intimamente relacionadas ao lado real da economia, vale dizer, à produção que se dá dentro das fronteiras do estado (MINAS GERAIS, 2015). Conforme divulgado pelo Centro de Estatística e Informações da Fundação João Pinheiro, Minas observou seu PIB real recuar 1,1% em 2014 e 4,9% no ano de 2015, provocando, de forma direta, a diminuição da arrecadação vinculada à produção se observada em termos reais.

Em oposição à trajetória das receitas, as despesas estaduais se encontram em uma perspectiva explosivamente ascendente. Pressões cada vez maiores para a realização de políticas públicas, aumentos salariais e concessão de benefícios podem ser listadas como as principais destas. No entanto, é cediço que o viés assumido pela dívida pública traz preocupações igualmente alarmantes ao governo mineiro. Dado os termos assumidos nos contratos das operações de crédito, bem como uma conjunção de fatores alheios à alçada da administração pública estadual que exercem influência sobre tais contratos, o estoque da dívida pública se vê multiplicada por índices cada vez maiores através dos anos, observando, entre 2010 e março de 2016, um crescimento nominal de R\$40,5 bilhões. Uma análise feita partindo-se dos deflatores implícitos do PIB entre os anos de 2011 e 2013, revela, apesar de pequeno, um crescimento do estoque real da dívida de aproximadamente R\$129 milhões, passando, a preços de 2010, de R\$64,475 bilhões para R\$64,604 bilhões.

Afora o temerário quadro em relação à questão posta, as perspectivas de natureza exógena que afetam o futuro da dívida mineira revelam uma situação próxima ainda mais turbulenta para as finanças públicas estadual. O envelhecimento da população e as perspectivas negativas acerca do quadro macroeconômico brasileiro acabam por contribuir significativamente para minar as expectativas acerca da situação fiscal de Minas (FMI, 2013). Conforme será mostrado adiante, Minas Gerais possui parte de sua dívida em moeda estrangeira, estabelecendo a variação cambial, majoritariamente do dólar comercial americano, como forma de correção monetária. Pelo fato de que Minas não possui operações de proteção cambial (*hedge*) e tampouco possui sua receita em moeda estrangeira (*hedge* natural) – caso, por exemplo, de uma empresa exportadora – a variação cambial acima da variação do deflator implícito do PIB faz com que a dívida cresça para além dos parâmetros nominais, aumentando,

em termos reais o endividamento. As variações cambiais recentes, portanto, representaram um duro golpe às contas públicas, já que a valorização da moeda estrangeira ultrapassou a inflação das receitas. Entre 2011 e 2013, o deflator implícito do PIB revelou um aumento nos preços de aproximadamente 30,6%, enquanto a moeda americana se valorizou 43% frente ao real. Nesse diapasão, uma vez mais, as perspectivas futuras apontam para a deterioração das finanças públicas de Minas Gerais, porquanto, somente em 2015, a desvalorização da moeda nacional alcançou aproximadamente 46,65% frente à citada moeda estrangeira, acarretando no crescimento real da dívida detida pelo estado.

As operações de crédito, por sua vez, não podem ser tomadas como um elemento maligno nas contas públicas. O endividamento do estado, seguindo a perspectiva do equilíbrio aristotélico (*areté*), deve se dar de maneira salutar e sustentável. Em épocas de ajustamento fiscal, tal como o atual vivido pelo contexto macroeconômico brasileiro, a administração pública pode se valer dos empréstimos para amortizar choques fiscais, investir em projetos cujas taxas de retorno interno são positivas, bem como garantir que determinadas rubricas possuam, ainda que ínfimos, financiamento² (COLBANO; LEISTER, 2015). Portanto, a lógica do endividamento do estado é um fator de capital importância para a que o estado possa continuar a cumprir com sua função primordial: a melhora da realidade social dos seus administrados.

²The state's capex level will continue to depend on its ability to obtain new borrowings, resulting in certain volatility in its budgetary performance. In our base-case scenario, we assume the state's capex will decline to R\$2.7 billion in 2015 as a result of lower borrowings and delayed disbursements, as was the case in 2014 when a total of R\$780 million in disbursements was received (STANDARD & POOR'S, 2015).

Ao se endividarem, os agentes econômicos, a despeito de certas peculiaridades, são submetidos aos mesmos trâmites e avaliações, sendo, então, o endividamento do Estado regido pela mesma lógica utilizada para as pessoas físicas e para as pessoas jurídicas de direito privado. Como observam Giambiagi e Além (2008),

Um empresário que deseja realizar um certo empreendimento, sem ter capital para tanto, poderá solicitar um empréstimo a um banco. (...). Entretanto, o banco a quem o empresário estiver dirigindo o pedido irá analisar o histórico do devedor, a pontualidade no pagamento das prestações da dívida original, a evolução dos balanços da empresa etc (GIAMBIAGI, ALÉM, 2008, p. 215).

Ao conceder recursos financeiros, o agente excedentário analisará fatores que, em agregado, determinam as probabilidades do tomador honrar com seus compromissos, inculcando, portanto, as expectativas daquele em relação a este. Neste horizonte, o capital, como fator produtivo, será tão mais bem remunerado quanto maior for o risco envolvendo os tomadores, de maneira a recompensar os riscos em que incorrem os credores. Como avalia Corelli (2015, p. 38), “The risk-return trade-off is at the foundation of modern finance, and finding the right balance between return demand and risk exposure is at the basis of good management of business”. Neste mesmo sentido, Mollik e Bepari avaliam:

Risk-return trade-off is an important topic in finance. It plays a crucial role in most financial decision-making processes of a firm - its asset valuation, investment, financing and distribution decisions. The expected return of an asset rises with risk uncertainty because investors hold a risky asset (security) if they are compensated with commensurably higher returns.³(MOLLIK; BEPARI, 2015, p.71).

Dessa maneira, a inserção da administração pública no mercado financeiro, apesar de certas especificidades, não ocorre em uma sistemática diametralmente oposta à verificada em relação às demais figuras personificadas pelo direito. A disponibilidade de crédito, bem como as demais variáveis que acompanham uma operação de empréstimo estão sujeitas aos sabores das expectativas dos agentes econômicos. Estas expectativas revelam, em última instância, a crença em relação ao cumprimento das disposições acordadas nas emissões de crédito. Por seu turno, a capacidade e a disposição de pagamento por parte dos tomadores, dependem de uma miríade de fatores, moldando, assim, a referida crença. O propósito do presente trabalho se consubstancia na busca analítica para entender quais são e como se comportam os fatores que capitaneiam as expectativas quanto ao Estado e que, de maneira certa e direta, influenciam os termos das dívidas contratuais.

³ Segundo o Dictionary of Finance and Investment Terms, o *trade-off* entre risco e retorno pode ser definido como: “Concept, basic in investment management, that risk equals (varies with) return; in other words, the higher the return the greater the risk and vice versa. In practice, it means that a speculative investment, such as stock in a newly formed company, can be expected to provide a higher potential return than a more conservative investment, such as blue chip or a bond”.

A despeito da relativa invisibilidade da discussão acerca deste assunto no ambiente político, é inegável a importância do debate acerca da gestão da dívida para a consecução do interesse público, bem como de um ambiente econômico saudável.

A escolha dos fatores de influência será justificada e apresentada no capítulo subsequente e, posteriormente, se dará o desenrolar teórico da presente monografia. Destarte, este trabalho será composto por seis capítulos, sendo esta introdução o primeiro deles. A metodologia será o segundo, seguido, por sua vez, pelo terceiro capítulo, que tratará da análise acerca da influência do ambiente institucional sobre os empréstimos públicos. Em seguida, o quarto capítulo irá expor de que forma o ambiente econômico e a gestão financeira interferem nas operações de crédito. O quinto capítulo mostrará a sustentabilidade da dívida mineira, assim como seu impacto na capacidade de ação da administração pública e nas futuras contratações de empréstimo. Esta monografia se encerra com suas considerações finais, compondo o sexto capítulo, que trará os principais resultados obtidos através do corpo teórico.

2 METODOLOGIA

Para a consecução dos objetivos propostos pela presente monografia, vale dizer, analisar os fatores que influenciam os termos dos contratos de operação de crédito dos governos regionais e locais, será tecida uma análise teórica e empírica, sendo esta baseada em experiências históricas e, quando tempestiva, aplicada à realidade mineira. Para que se tenha um ponto de partida, serão observados os principais critérios das metodologias das três principais agências de classificação de risco de tal sorte a guiar a construção proposta.

Após a constatação dos critérios utilizados por estas agências, será realizada uma consolidação de forma a contemplar os principais fatores analisados para a conferência de um *rating* e para inferir sobre a qualidade do crédito de um ente sob avaliação. Partindo-se, então, desta sistematização, os três capítulos subsequentes irão se prestar a avaliar a literatura posta sobre cada fator, bem como analisar como se dá a dinâmica destes. Por sua vez, a verificação empírica será baseada em estudos históricos, relatórios ou testes algébricos para que possa ser analisada, na prática, a dinâmica posta pela literatura apropriada. Desta maneira, parte-se então, para o entendimento acerca da metodologia utilizada pelas mencionadas agências que irão prover um ponto de partida para esta monografia.

2.1 Metodologia das Agências de Classificação de Risco

Partindo-se da dinâmica fundamental do mercado financeiro, os indivíduos que nele operam, bem como as instituições intermediárias, apresentam alto grau de sensibilidade ao risco, sendo poucos os casos onde a indiferença ou a preferência ao risco fazem parte da estratégia da alocação de recursos. Portanto, dada esta sensibilidade, aqueles envolvidos em transações de capitais, para as mais diversas gamas de agentes deficitários, se valem de informações a respeito da confiabilidade do tomador, sendo a avaliação desta variável um parâmetro essencial para a tomada de decisões. (PINHEIRO, 2014)

De modo a verificar os riscos envolvidos nas emissões de crédito, as agências classificadoras avaliam o contexto político e socioeconômico dos agentes deficitários de maneira a sistematizar as expectativas sobre os avaliados. Tais entidades mensuram a qualidade dos produtos financeiros e dos ativos disponíveis no mercado, sejam eles emitidos por pessoas jurídicas de direito público ou privado, segundo risco de *default* e de não cumprimento dos prazos estabelecidos nos termos contratuais. Como publicado pela Standard & Poor's (2015),

os *ratings* de crédito têm por objetivo fornecer classificações relativas acerca da qualidade de crédito geral para emissores e obrigações. “A qualidade de crédito compreende a probabilidade de *default*, bem como (i) a prioridade de pagamento; (ii) a recuperação; e (iii) a estabilidade de crédito.” (STANDARD & POOR’S, 2016b). Desta sorte, as condições contratuais, tais como taxa de juros, prazos e quantidade de recursos disponíveis para os agentes tomadores estarão diretamente relacionadas aos riscos atrelados às operações de crédito (STANDARD & POOR’S, 2016a).

As avaliações de risco de *default*, ao serem realizadas para toda sorte de entidades, endossam o argumento exposto na introdução deste trabalho, reafirmando que, ao se inserir no mercado financeiro, a administração pública está sujeita às mesmas regras que os agentes privados. Nesse diapasão, os termos das operações de crédito, irão observar grande coerência com o *rating* detido pelo agente, de maneira a insculpir, nos contratos, o *trade-off* entre risco e retorno que baliza as operações financeiras ao redor do mundo. Vale lembrar que as relações observadas na contratação de empréstimos ou na operacionalização dos mais diversos instrumentos financeiros são mais fortes e lineares quando se trata de empresas e agentes privados, porquanto o risco de insolvência e de *default* do setor privado, por questões legais e históricas, está acima dos riscos envolvendo a administração pública. Em um trabalho seminal sobre precificação de ativos de capital (*Capital Assets Pricing Model - CAPM*)⁴, Harry Markowitz definiu os títulos públicos como sendo os ativos com o menor risco inerente, e, portanto, os modelos de precificação, observando o já mencionado *trade-off*, deveriam remunerar os ativos à medida que os riscos envolvidos se distanciassem dos riscos atinentes aos créditos do governo, estabelecidos, no CAPM, como os *risk-free assets*. Portanto, qualquer análise que pretenda estabelecer uma relação entre o *rating* de um dado agente privado e, a título de exemplo, as taxas de juros acordadas nos empréstimos, mostrará uma relação mais acentuada do que um esforço semelhante feito tendo como foco entidades públicas. A correlação de menor intensidade, entretanto, não descaracteriza a relação entre risco e retorno, mas evidencia o gozo, por parte do setor público, de particularidades que modificam o *trade-off*. A relação da administração pública, por exemplo, com agências de fomento e com bancos de desenvolvimento faz com que a remuneração do capital seja menos onerosa, porquanto estes agentes não possuem suas atividades voltadas para o lucro.

⁴ Cf. MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Cambridge, v.7, n.1, p. 77-91, mar. 1952.

Com base, então, no que exposto, esta monografia irá utilizar, para analisar os fatores que exercem influência sobre os contratos de operações de crédito, os parâmetros utilizados pelas três maiores agências classificadoras de risco, a saber: Standard & Poor's, Fitch e Moody's. Apesar de cada agência se valer de sua própria metodologia, em verdade, os parâmetros utilizados por elas apresentam alto grau de semelhança.

As avaliações feitas por estas agências são materializadas nos *ratings*, representando notas dadas para fins de classificação do risco de *default* de um determinado ente sob avaliação. As metodologias para determinadas classes de ente, apesar de possuírem a mesma finalidade analítica, apresentam singularidades em relação às demais, vez que em dadas categorias um ou outro parâmetro não é cabível, perdendo, assim, o objeto. Em se tratando da mesma classe, as metodologias utilizadas pelas agências tampouco são idênticas. Doravante, serão mostradas as metodologias utilizadas para avaliar os Governos Locais e Regionais fora dos Estados Unidos pelas três supramencionadas organizações, de maneira a permitir que seja tecida uma avaliação teórica e prática, no desenrolar do presente trabalho, dos principais fatores que influenciam as contratações de empréstimo pelos governos subnacionais.

Conforme disposto nas Tabelas 2.1, 2.2 e 2.3, as metodologias entre as agências classificadoras perpassam por fatores semelhantes, a despeito de sutis diferenças.

Tabela 2.1 - Estrutura Analítica para *Rating* de Governos Locais e Regionais – Moody's

(continua)

Fatores	Peso	Peso dos Subfatores
1. Fundamentos Econômicos	20%	
1.1 Força Econômica		70%
1.2 Volatilidade Econômica		30%
2. Estrutura Institucional	20%	
2.1 Arranjo Legislativo		50%
2.2 Flexibilidade Financeira		50%
3. Performance Financeira e Perfil da Dívida	30%	
3.1 Margem operacional		13%
3.2 Peso da taxa de juros		13%
3.3 Liquidez		25%
3.4 Peso da dívida		25%
3.5 Estrutura da dívida		25%

Fatores	Peso	Peso dos Subfatores
4. Governança e Administração	30%	
4.1 Controle de risco e administração financeira		
4.2 Administração da dívida e de investimentos		
4.3 Transparência		

Fonte: Moody's Investors Service, 2016.

Tabela 2.2 -Estrutura Analítica para *Rating* de Governos Locais e Regionais - Standard & Poor's

Fator	Peso
1. Perfil de Crédito Individual	
1.1 Estrutura Institucional	-
1.2 Economia	20%
1.3 Administração Financeira	20%
1.4 Flexibilidade Orçamentária	10%
1.5 Performance Orçamentária	10%
1.6 Liquidez	20%
1.7 Encargos da Dívida	10%
1.8 Passivos	10%
2. Resultado da Matriz	
3. Perfil de Crédito*	
4. Rating do Governo Local e Regional	

Fonte: S&P Capital IQ - McGraw Hill Financial, 2016a

(*) Perfil desconsiderando possibilidade de ajuda de outro ente governamental

Tabela 2.3 -Estrutura Analítica para *Rating* de Governos Locais e Regionais - Fitch (continua)

Fatores de Análise
1. Marco Institucional
1.1 Estrutura de Receita e Despesas
1.2 Políticas Contábeis, de Relatórios e Transparência
1.3 Controle e Monitoramento
1.4 Outras Considerações
2. Dívida e Outros Passivos de Longo Prazo
2.1 Passivos Contingentes e Passivos Previdenciários Não Financiados
2.2 Liquidez
3. Economia
3.1 Principais Fundamentos Econômicos

(conclusão)

Fatores de Análise

- 3.2 Emprego
- 3.3 Renda e Riqueza
- 3.4 Outros Fatores Demográficos
- 3.5 Carga Tributária

4 Finanças/desempenho fiscal

- 4.1 Análise da Receita
- 4.2 Análise das Despesas
- 4.3 Tendência da Receita Operacional e das Despesas
- 4.4 Saldo do Fundo e Níveis de Reserva

5 Gestão e Administração

- 5.1 Políticas Institucionalizadas
 - 5.2 Práticas Orçamentárias
 - 5.3 Ambiente Político
-

Fonte: Fitch Ratings, 2016

De maneira geral, a avaliação acerca da capacidade do ente de honrar suas próprias obrigações leva em consideração os riscos idiossincráticos, os riscos sistêmicos, bem como a probabilidade de um ente governamental superior amparar o avaliado durante estresse agudo no ambiente onde se dá a dinâmica do socorrido.

Dentre os fatores idiossincráticos, são destacados quatro subfatores que, juntos, dimensionarão os riscos próprios do ente sob avaliação, a saber: fundamentos econômicos, estrutura institucional, performance financeira e perfil da dívida; e governança e administração.

Os fundamentos econômicos dos governos subnacionais ditam, em grande medida, a faculdade estatal de honrar com suas obrigações, haja vista a proximidade existente entre desempenho econômico e capacidade de realização de receita. Os tributos são, em sua maioria, alíquotas fixadas sobre a base produtiva e sobre a renda (impostos indiretos e diretos) fazendo com que uma queda no nível de atividade econômica perfaça um cenário de diminuição da arrecadação dos cofres públicos, diminuindo, assim, a capacidade da administração pública assumir, nos moldes dos contratos, o serviço da dívida. Entre os indicadores utilizados para a avaliação dos fundamentos econômicos, são observados aqueles que inferem sobre a diversificação da base produtiva sob a jurisdição de um governo subnacional, bem como sobre o nível de renda *per capita* local em relação ao nível observado nacionalmente (MOODYS, 2016). Em última instância, são observadas as condições fazendárias de um ente, bem como sua capacidade de suportar choques e perturbações no ambiente econômico sem deixar de ser capaz de cumprir com seus compromissos junto aos credores.

A estrutura institucional é um fator fundamental para que se possa analisar a credibilidade das organizações governamentais. No setor público, aqueles à frente das entidades nem sempre ponderam em benefício de seus representados, colocando a máquina pública na esteira de seus interesses. Como demonstram diversos autores que analisam a influência do ambiente institucional sobre o desenvolvimento econômico, os motivos que norteiam as atitudes dos governantes não condizem, necessariamente, com os interesses públicos, sendo feito aquilo que julgam pessoal e politicamente lucrativo. Uma estrutura institucional sólida perpassa, inexoravelmente, por um ambiente de maior estabilidade para os agentes que nela operam. Quanto mais sólidas e mais bem definidas forem as normas que regem o comportamento dos agentes, menores serão os riscos envolvidos nas transações. Além da estabilidade e da coerência burocrática, é analisada a supervisão existente entre os entes de diferentes níveis de governo⁵, bem como a flexibilidade financeira, que confere ao governo local discricionariedade responsável quanto à alocação dos recursos e modificações na estrutura de gastos⁶

A perspectiva de pagamento das obrigações públicas junto aos credores está posta, também, nas proximidades da gestão dos recursos públicos. Desta forma, são observadas a performance financeira e o perfil da dívida, onde as agências classificadoras avaliam se as receitas correntes são capazes de cobrir os gastos previstos, suportar choques econômicos, bem como se seriam hábeis a se moldar às perspectivas econômicas e demográficas (STANDARD & POOR'S, 2016a). Em relação ao perfil da dívida, é examinada a capacidade de pagamento do serviço da dívida através de receitas operacionais, a estrutura legal que regula o pagamento da dívida e o estoque de obrigações do governo

A avaliação quanto à administração pública e à governança considera a qualidade das decisões financeiras e a publicização de suas ações, mormente aquelas que dizem respeito a movimentos na dimensão das finanças públicas. A qualidade da administração e das decisões financeiras é avaliada através da escolha de se utilizar ferramentas de planejamento, a elaboração de orçamentos realistas (inexistência de receitas superestimadas e despesas subestimadas), práticas de ajustamento orçamentário, bem como intervenções sustentáveis no domínio financeiro.

⁵More effective oversight typically produces higher, more closely aligned assessments in a country (MOODYS, 2016, p.7).

⁶The structure of and flexibility afforded by the existing framework, the ability to alter the framework in response to changing needs and the way in which changes are carried out – at a measured pace or in a hurried, unpredictable fashion – are all relevant. Higher assessments result from clearly defined and predictable revenue and spending responsibilities, greater fiscal flexibility, greater responsiveness to changing needs and a change process that affords RLGs the opportunity to arrange an orderly transition to new circumstances (MOODYS, 2016, p.7).

Subsequentemente à contabilização dos fatores idiossincráticos, são mensurados os riscos sistêmicos, que dizem respeito aos riscos concernentes ao ambiente econômico em que o avaliado se encontra. As avaliações de risco são realizadas levando-se em conta o contexto operacional do ente sob análise. Determinações de ordem macroeconômica, bem como políticas monetárias e fiscais afetam diretamente todos os agentes governamentais de um país, alterando o crescimento econômico e as finanças das diversas administrações públicas situadas neste. Por esse motivo, o *rating* da união serve, via de regra, como teto da avaliação dos entes subnacionais, dada a forte relação entre as políticas econômicas e as condições de crédito do avaliado.

Após procederem com as avaliações quanto aos critérios estabelecidos em suas próprias metodologias, é conferida, então, uma nota que avalia o risco do crédito, ou seja, a probabilidade do avaliado em não cumprir com seus compromissos e, portanto, se tornar inadimplente. Conforme mostra a Tabela 2.4, cada uma das supramencionadas agências se vale de sua escala qualitativa ordinal de avaliações para inferir sobre a classificação de risco.

Tabela 2.4 - Classificação de *Ratings* dos Governos Subnacionais fora dos Estados Unidos

(continua)

Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Longo Prazo	Longo Prazo	Longo Prazo
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-

		(conclusão)
Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Longo Prazo	Longo Prazo	Longo Prazo
Caa1	CCC+	CCC
Caa2	CCC+	DDD
Caa3	CCC-	DD
Ca	CC	D
C	C	
-	D	-

Fonte: Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Elaborado pelo autor

Assim sendo, as condições das contratações das operações de crédito, ou seja, os termos quanto o custo do capital e os prazos serão tão mais favoráveis quanto menores forem os riscos envolvidos na relação entre os excedentários e os deficitários. Partindo-se das premissas da dinâmica do mercado financeiro, os riscos envolvidos nas alocações de recursos representam um bônus na remuneração dos mesmos, não sendo a administração pública imune a esta dinâmica. Assim, as avaliações de risco exercem enorme influência nas decisões de portfólio dos agentes superavitários, porquanto, dada as preferências de cada um, a concessão de capital a um dado ente se dará estritamente nos termos condizentes ao risco de *default*.

Para que se possa proceder na análise acerca dos fatores que exercem influência sobre as operações de crédito contratadas pelos governos subnacionais, serão utilizados os mesmos parâmetros que guiam as avaliações das agências de *rating*. Haja vista a não uniformidade das metodologias, bem como os requisitos referentes ao rigor analítico concernente ao presente trabalho, os critérios foram agrupados em três fatores, de tal sorte a guiarem o desenvolvimento teórico e a constatação dos efeitos práticos, sendo eles o ambiente institucional, o ambiente econômico e a administração financeira; e a sustentabilidade da dívida.

Durante a verificação de cada um dos três fatores, será tecido o referencial teórico atinente a cada questão, assim como o esforço da verificação pragmática das condições do estado de Minas Gerais perante os quesitos mensurados pelas organizações que avaliam a qualidade do crédito.

3 A INFLUÊNCIA DO AMBIENTE INSTITUCIONAL SOBRE AS OPERAÇÕES DE CRÉDITO

3.1 Da Magna Carta à Revolução Gloriosa

Durante boa parte do Século XIII, os arredores da floresta de Sherwood, no condado de Nottingham, ficaram conhecidos pelos saques e pilhagem aos mais ricos, especialmente àqueles pertencentes à nobreza inglesa. Robert Locksley, João Pequeno, Frei Tuck, Allan Dale e Will Scarlet compunham o bando mais temido da região. Hábeis arqueiros, roubavam bens da nobreza para posteriormente poder distribuí-los aos mais pobres. Robert Locksley, o mítico herói inglês Robin Hood, líder do bando, serviu ao lado do Rei Ricardo Coração de Leão em suas excursões militares, sendo um dos nobres que compunham o destacamento inglês nas cruzadas. Ao retornar à Inglaterra, Robin Hood, filho do Barão de Locksley, penetrou em uma sociedade sistematicamente assaltada pelos ministros do rei, que, para fins de financiamento das atividades da coroa, dispensavam parcimônia em se tratando de cobranças tributárias. O contexto em questão se tornou pedra lapidar de um dos mais marcantes processos de revolta popular da história inglesa, culminando na outorga do principal dispositivo legal da Inglaterra até então (HOBBSAWM, 1981).

No limite da situação, a *Common Counsel*, câmara de representação composta pela nobreza, juntamente com grupos organizados de trabalhadores, pressionou o rei a publicar a Magna Carta, que, em linhas gerais, limitava o poder do soberano inglês. A partir de tal momento, um instrumento legal de constrangimento foi criado de maneira a impedir usurpações por parte do rei, mormente em matérias das finanças e orçamento, marcando o início da criação da Administração Financeira e Orçamentária (HILL, 1991). A instituição de tributos ao bel prazer da monarquia, por exemplo, fora vetada como disposto no 12º artigo: “Nenhum tributo ou auxílio será instituído no Reino, senão pelo seu conselho comum, exceto com o fim de resgatar a pessoa do Rei, fazer seu primogênito cavaleiro e casar sua filha mais velha uma vez, e os auxílios para esse fim serão razoáveis em seu montante” (FIGUEIREDO, 2002, p. 117).

Nos estudos dos sistemas jurídicos, a Inglaterra é tida como o mais famigerado exemplo de utilização da *Common Law*, onde as normas jurídicas são repetidamente aperfeiçoadas pelas decisões judiciais, além de contar com os costumes como importante fonte do direito. Ao contrário de muitos países, como é o caso do Brasil, a Inglaterra não possui um texto constitucional para embasar os demais dispositivos infraconstitucionais. Muitos juristas, entretanto, admitem a Magna Carta, assinada em 1215 pelo Rei João Sem Terra, como o texto

constitucional inglês, sendo o contexto de sua publicação marcado por uma realidade onde a monarquia contava com poderes ilimitados e irrefreáveis, utilizados ao sabor das vontades do soberano.

A publicação da Magna Carta, apesar de conter disposições que limitavam a discricionariedade real, não desenvolveu um ambiente que garantisse o cumprimento daquilo disposto. O descumprimento dos preceitos estabelecidos na Carta poderia ser posto em marcha sem que qualquer instituição fosse capaz de constranger ações arbitrárias da monarquia. Apesar da disposição formal dos limites do soberano, não foram estabelecidas formas de coerção e punição em casos de transgressão, bem como não foi institucionalizada uma estrutura de incentivos que fizesse com que as ações fossem tomadas em direção àquilo disposto no instrumento legal em questão.

Já em 1603, após a morte de Elizabeth I, Jaime I assumiu a monarquia inglesa, iniciando o período de reinado da casa de Stuart na Inglaterra. Ainda à época, os processos de decisão orçamentária cabiam, quase que exclusivamente, ao monarca. O parlamento não desempenhava nenhuma função de relevância sobre o orçamento público, sendo, em grande medida, da responsabilidade do rei definir as fontes de receita, bem com os itens de despesa. Devido aos descontroles financeiros, continuados durante o reinado da dinastia dos Stuart, a Inglaterra passou a reter e acumular sistemáticos e crescentes déficits orçamentários. Ainda durante o governo de Elizabeth I, especialmente nos períodos de guerra, as despesas não eram cobertas pelos recursos públicos, forçando a monarca a procurar outras fontes de receita além das já usuais, quando se iniciaram, então, os meios não sustentáveis de arrecadação, sendo a venda de terras públicas o primeiro deles. Dado o aumento dos gastos públicos devido às investidas militares, até 1588, Elizabeth I já havia vendido 25% das terras pertencentes à coroa inglesa. Outras fontes de recursos foram a venda de monopólios, a venda de títulos de nobreza e a tomada de empréstimo. Esta última merece um especial esforço de análise, já que a evolução das operações de crédito nos séculos XVII e XVIII revela uma íntima relação entre o mercado de crédito e o ambiente institucional posto (NORTH; WEINGAST, 1989).

Em uma economia em equilíbrio, a renda disponível de alguns agentes não é dispendida em sua totalidade, sendo integrada, de acordo com as variáveis econômicas e com a preferência pela liquidez, nos circuitos financeiros e industriais (KEYNES, 1983). Em oposição, existem os agentes deficitários, que não possuem recursos próprios suficientes para destinarem às atividades a que se propõem a realizar. De modo a promover as relações e as dinâmicas produtivas na economia, no decorrer da evolução do capitalismo, a relação entre agentes deficitários e excedentários garantiu que os recursos poupados por estes pudessem ser tomados

por aqueles. Durante anos, a intermediação entre poupadores e tomadores era feita em feiras de mercados, sem garantias e com contratos celebrados oralmente, baseados na confiança e na boa fé. Com a evolução da dinâmica do sistema capitalista, bem como com a complexificação da sociedade, a relação entre tais agentes passou a ser realizada mediante instituições financeiras, através de instrumentos e dispositivos contratuais que discriminavam as obrigações e os direitos de cada uma das partes acordantes (PINHEIRO, 2014). A intermediação entre as partes, por sua vez, é circundada por riscos e incertezas, dada a imperfeição nas informações e a imprevisibilidade acerca do comportamento dos agentes. Dessa maneira, a remuneração do capital, realizada através das taxas de juros, será tão mais alta quanto maiores forem os riscos envolvidos nas operações; bonificando o risco inerente à operação. Nesse sentido, afirmam Reilly e Norton:

A taxa exigida de retorno de um ativo deve recompensar os investidores: (1) pelo valor puro do dinheiro no tempo, chamado de taxa real de retorno livre de risco, durante o período do investimento, (2) pela taxa esperada de inflação durante o período e (3) o risco do investimento. As influências combinadas de (1) e (2) determinam a taxa nominal de retorno livre de risco. Para determinar um retorno apropriado para ativos com risco, acrescenta-se um prêmio por risco à taxa nominal livre deste (REILLY; NORTON, 2008, p. 27).

As operações de crédito tomadas pela Coroa inglesa, com o avançar da história, revelaram a forte influência que as regras e o comportamento da administração pública exercem sobre o mercado de capitais. Dada a extrema sensibilidade ao risco e às instabilidades do ambiente institucional, o capital será tão mais raro e mais caro naqueles lugares onde os tomadores oferecem pouca segurança aos poupadores. À época em questão, após diversos esforços direcionados ao aumento da arrecadação pública, a monarquia inglesa iniciou a tomada de empréstimos, que, assim como as demais questões orçamentárias, contava ampla discricionariedade e arbitrariedade real. Não havia, então, uma estrutura de freios e contrapesos, onde a usurpação do poder por um membro à frente do setor público pudesse ser contida pelos demais. Sob a dinastia Stuart, o parlamento era dissolvido ao bel prazer do rei quando a instituição não concordava com alguma imposição no sentido de aumentar a arrecadação do erário, revelando a falta de instrumentos capazes de limitar as ações do soberano. Tal situação adicionava doses cavalares de incerteza ao ambiente econômico e político, fazendo com que os agentes não pudessem prever o comportamento, tampouco confiar nos compromissos do rei.

As operações de crédito, muitas vezes tomadas sob ameaça ou à força, eram sujeitas à benevolência do rei para serem pagas juntamente com seus devidos juros. A disponibilidade imediata e irrestrita do soberano de alterar os termos contratuais era um forte indício da

instabilidade institucional que prevalecia à época na Inglaterra, indo de encontro aos interesses daqueles dispostos a emprestar dinheiro aos agentes deficitários. Como mostra a Tabela 3.1, entre o período que se estende desde a subida dos Stuarts ao trono até a Guerra Civil Inglesa, o pagamento em atraso ou, até mesmo, o não pagamento dos empréstimos não era exceção à regra.

Tabela 3.1 - Empréstimos Forçados pelos Stuarts, 1603-1625

Ano	Valor	Taxa de Juros (% a.a.)	Pagamento
1604/1605	£111.891,00	10	£20.362 não pagas até dezembro de 1609
1611/1612	£116.381,00	10	£112.000 não pagas até julho de 1916
1617	£96.466,00	10	Não pago até 1628
1625	£60.000,00	8	Não pago até 1629

Fonte: North e Weingast, 1989.

Como consequência da instabilidade quanto ao comportamento do soberano, os recursos disponíveis eram colocados à disponibilidade da Coroa somente em pequenos montantes e prazos, sendo sua remuneração estabelecida em patamares bem maiores do que a média observada nos demais países europeus que compartilhavam um quadro econômico e social semelhante. Anteriormente à Revolução Gloriosa (1688-1689), os empréstimos públicos tomados pela Coroa eram feitos somente através de contratos de curto prazo, além de contarem com elevadas taxas de juros, que variavam entre 6 a 30% a.a. À época, a Holanda já era capaz de captar £5 milhões em operações de crédito de longo prazo à taxa de 4% a.a., enquanto a Inglaterra não conseguia mais do que £1 milhão em empréstimos (NORTH; WEINGAST, 1989).

Após os eventos da Revolução Gloriosa, começaram a surgir os primeiros sinais de melhoria e inovações nas finanças públicas. A primeira preocupação do novo arranjo institucional foi a equalização do poder, de maneira a evitar que as usurpações só mudassem de remetente.

The embedding of economic and political freedoms in the law, the interests of principals (for example, merchants) in a greater measure of freedom, and ideological considerations that swept England in the late seventeenth century combined to play a role in institutional change. The new constitutional settlement endowed several actors with veto power, and thus created the beginning of a division or separation of powers. (NORTH; WEINGAST, 1989, p. 818).

Nesta esteira, o parlamento voltou a cumprir com seu papel, ganhando, no novo cenário, supremacia nas decisões no âmbito da administração pública inglesa. Passou a ser dele o poder de decisão nas questões financeiras, sendo de sua exclusividade a autorização quanto à mudança nas alíquotas dos tributos. Outro fator decisivo para o novo arranjo institucional foi a criação

de um judiciário politicamente independente, capaz de ser, nas palavras de Locke, o terceiro imparcial, proferindo decisões sem a interferência das partes envolvidas no litígio. Como posto por North e Weingast:

[...] the creation of a politically independent judiciary greatly expanded the government's ability credibly to promise to honor its agreements, that is, to bond itself. By limiting the ability of the government to renege on its agreements, the courts played a central role in assuring a commitment to secure rights. As we see, this commitment substantially improved the government's ability to raise money through loans. (NORTH; WEINGAST, 1989, p. 819).

A partir da institucionalização das “novas regras do jogo”, criou-se, então, um ambiente político mais estável, capaz de garantir mais segurança àqueles que em alguma medida se relacionavam com a administração pública.

Os efeitos das mudanças no ambiente institucional podem ser observados com clareza nas questões concernentes aos empréstimos públicos. Mantendo-se em vista a alta sensibilidade do capital financeiro às regras que ditam o comportamento dos agentes, o novo tratamento dado às operações de crédito revelou, ao mercado, maior estabilidade das instituições públicas, bem como o respeito pelos direitos de propriedade. Após os ajustes no arranjo institucional, a monarquia passou a garantir o pagamento dos empréstimos através da receita de novos impostos que eram exclusivamente destinados a tal finalidade. As mudanças das normas que balizavam o comportamento dos agentes à época não instituíram tão-somente regras coercitivas e obrigatórias, mas inseriram uma nova estrutura de incentivos que alterou o comportamento dos *players*. O novo arranjo institucional insculpiu uma nova realidade de atitudes, mormente da administração pública, tornando mais crível o comprometimento desta para honrar seus compromissos (NORTH; WEINGAST, 1989). Todas as alterações foram captadas pelo mercado de crédito inglês, que respondeu com empréstimos com volumes e prazos maiores, concomitantemente com taxas de juros cada vez menores, como mostra a Tabela 3.2

Tabela 3.2 - Taxas de Juros dos Empréstimos Públicos de Longo Prazo, 1693-1739

Ano	Valor	Taxa de Juros (% a.a.)
1693	£723.394,00	14,00
1694	£1.000.000,00	14,00
1694	£1.200.000,00	8,00
1697	£1.400.000,00	6,30
1698	£2.000.000,00	8,00
1707	£1.155.000,00	6,25
1721	£500.000,00	5,00
1728	£1.750.000,00	4,00
1731	£800.000,00	3,00
1739	£300.000,00	3,00

Fonte: North e Weingast, 1989.

Destarte, é cediça a importância que as normas e as regras postas em uma sociedade desempenham nas dinâmicas ali estabelecidas. O ambiente institucional, como é chamado o conjunto daquelas, molda o comportamento da população na medida em que apresenta punições para as transgressões às condutas legalizadas, bem como institui incentivos que irão nortear as ações dos agentes. Como será visto doravante, o ambiente institucional, a partir das regras instituídas, como os direitos de propriedade e as normas de conduta, irão alterar incentivos e comportamentos, modificar os custos transacionais e, conseqüentemente, ditar, em partes, o sucesso ou o fracasso de uma sociedade.

3.2 O Ambiente Institucional e o Desenvolvimento Econômico

Em um corpo social complexo, onde os laços sociais tecidos são heterogêneos e os incentivos são os mais diversos, não há de se falar, *a priori*, em certezas acerca da estabilidade, regularidade e previsibilidade em se tratando das ações dos agentes na esfera social, política e econômica. As normas e regras, sejam elas formais ou informais, juntamente com seus instrumentos de cumprimento e coerção, garantem estabilidade às relações de forma a permitir acordos e contratos com prazos extensos e com baixos custos transacionais. O agregado das normas, positivadas ou consuetudinárias, moldam o ambiente institucional de uma dada sociedade, estabelecendo, nas palavras de North, “as regras do jogo”. O estabelecimento de um ambiente institucional cujos parâmetros indiquem para fundamentos sólidos e coerentes, a um só tempo, influencia os termos das operações de crédito e, como posto no decorrer deste capítulo, representa uma boa dose de adrenalina ao contexto econômico. Este por sua vez, não

se encontra desprendido do domínio das operações de crédito. O desenvolvimento econômico está intimamente relacionado à capacidade do Estado de arrecadação, influenciando uma vez mais as variáveis dos empréstimos públicos. Desta forma, faz-se essencial analisar como o ambiente institucional altera os fluxos da economia, vez que o tecido das normas e regras possui o condão de influenciar, portanto, não só a disponibilidade de cumprimento dos contratos por parte da administração pública, mas a capacidade para tanto.

Nas últimas décadas do século XX, teóricos da economia política, vêm se dedicando ao estudo acerca da influência do ambiente institucional sobre o domínio econômico, onde os agentes se organizam e produzem. Como bem define North:

Institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction. In consequence they structure incentives in human exchanges, whether political, social or economic. Institutional change shapes the way societies evolve through time and hence is the key to understanding historical changes (NORTH, 1990, p. 3).

Ao definir quais serão os parâmetros aceitáveis ou legais no espaço e no tempo, o ambiente institucional “ [...] reduce uncertainty by providing a structure to everyday life. They are guide to human interaction [...]” (NORTH, 1990, p. 3). No contexto discutido acerca do período anterior à Revolução Gloriosa, fora o arranjo institucional que permitiu os constantes abusos da discricionariedade conferida ao rei, fosse pelas permissividades das regras, fosse pela falta de instrumentos de coerção e punição. É inegável, então, a importância do ambiente institucional para o crescimento e desenvolvimento socioeconômico, tanto para coibir abusos por parte da administração pública, quanto para diminuir os custos de transação entre os demais agentes.

Os efeitos da constituição de um ambiente institucional que garante a estabilidade das ações dos agentes fazem com que os rendosos efeitos advindos dos contratos estabelecidos sejam experimentos por toda a sociedade. As normas que regem um dado corpo social são responsáveis, em certa medida, pelos incentivos que balizam as atitudes das pessoas. Regras estáveis e isonômicas fazem com que sejam forjados padrões mais sólidos e sustentáveis de comportamentos nas diversas dimensões da vida social. Como destacam Bernardes e Florenzano (2008, p.146), “ao definir direitos e deveres, a norma jurídica coloca para os indivíduos uma estrutura de incentivos que vai influenciar de forma determinante suas escolhas e decisões econômicas”.

Em “Por Que As Nações Fracassam”, Acemoglu e Robinson analisam como diferentes instituições promovem diferentes padrões de ação dos agentes, e subsequentemente, moldam o

desenvolvimento ou o subdesenvolvimento do país. Ao compararem duas cidades contíguas situadas entre a fronteira dos Estados Unidos e México, os autores percebem diferenças notáveis quanto aos indicadores socioeconômicos e de qualidade de vida, levantando a dúvida sobre quais seriam os motivos que teriam levado, ao longo do tempo, a tal disparidade, dada as profundas semelhanças em se tratando de colonização, condições geográficas e cultura. Os autores concluem que o motivo das diferenças entre as duas cidades, que possuem, inclusive, o mesmo nome, se resume à cerca que as separam. Como observam:

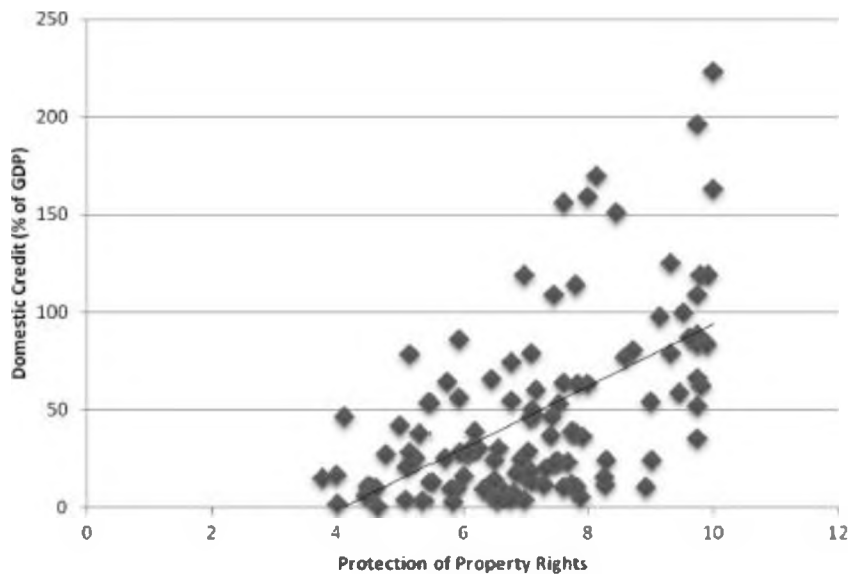
O motivo por que Nogales, Arizona, é muito mais rica que Nogales, Sonora, é simples: trata-se do fruto de instituições completamente distintas de um lado e de outro da fronteira, que geram incentivos muito diferentes para os habitantes de cada metade da cidade. Os Estados Unidos também são muito mais ricos hoje do que o México ou o Peru graças ao modo como suas instituições, tanto econômicas quanto políticas, geram incentivos para empresas, indivíduos e políticos. Cada sociedade funciona com um conjunto de regras econômicas e políticas criadas e aplicadas pelo Estado e pelos cidadãos em conjunto. As instituições econômicas dão forma aos incentivos econômicos: incentivos para buscar mais educação, para poupar e investir, para inovar e adotar novas tecnologias, e assim por diante. É o processo político que determina a que instituições econômicas as pessoas viverão submetidas, e são as instituições políticas que ditam como funciona esse processo (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012, p. 39).

Outros estudos, destacadamente o do peruano Hernando de Soto, mostram que um ambiente institucional sólido, que estabelece direitos de propriedade de forma bem definida, favorece o florescimento de investimentos de longo prazo e de investimentos de capital que dependem da utilização de propriedades como garantias. Com o estabelecimento crível de direitos de propriedades, os agentes superavitários estarão dispostos a realizar concessões de crédito a menores custos àqueles dispostos a efetuar incursões na dinâmica produtiva, insculpindo mais atividades intensivas em capital no cenário econômico, favorecendo, no limite, a geração de renda nacional (RAJAN; ZINGALES, 2004). Neste sentido, ensina Williamsom:

Insecure property rights increase transactions costs, which in turn reduce capital formation. Peter Bauer (2000) also argues that capital formation, which is essential for an economy to progress from subsistence production to market production, is an outcome of institutions. Property rights institutions provide incentives, facilitate production and exchange, and lead to increased capital accumulation, investment, technological innovation, and entrepreneurship. Hence, property rights ultimately promote economic growth (WILLIAMSON, 2010, p. 97).

Assim como fora possível se verificar nos períodos subsequentes à Revolução Gloriosa, direitos de propriedade mais bem delimitados facilitam o florescimento de um mercado de crédito doméstico, já que os poupadores terão menos incertezas quanto ao retorno de seu capital no futuro, como mostrado pela Figura 3.1.

Figura 3.1 – Relação entre Proteção da Propriedade Privada vs. Crédito Doméstico (% PIB)



Fonte: WILLIAMSON, Claudia R. The two sides of de Soto: property rights, land titling, and development. In: PLAMER, Warren Bruce (Ed.). The Annual Proceedings of the Wealth and Well-Being of Nations. Beloit: Beloit College Press, 2015

Todas essas mudanças circundam a esfera dos incentivos. Mudanças nas regras que regulam, a título de exemplo, direitos de propriedade, alteram a estrutura de incentivos e, conseqüentemente, alteram o comportamento dos agentes. Ainda de acordo com Bernardes e Florenzano,

Ao definir, por exemplo, um determinado direito de propriedade ou determinar que certa conduta está proibida, coloca-se para o indivíduo enquanto agente econômico uma estrutura de incentivos que vai influenciar de forma determinante suas decisões referentes a, por exemplo, edificar ou não edificar sobre uma determinada propriedade imóvel, investir ou não investir numa determinada atividade econômica, produzir ou não produzir determinados bens ou serviços. (BERNARDES; FLORENZANO, 2008).

O ambiente institucional, por definir regras, influencia, portanto, incisivamente os custos transacionais dentro da economia. Ao transacionar, os agentes incorrem em custos devido ao desconhecimento acerca da outra parte e do ambiente em que operam. Em um ambiente robusto, com todas as características supramencionadas trabalhando em favor da relação entre os agentes, os custos de transação serão reduzidos significativamente, conferindo maior eficiência ao ambiente econômico e favorecendo o desenvolvimento da economia. Como destaca Coase,

Para que alguém realize uma transação, é necessário descobrir quem é a outra parte com a qual essa pessoa deseja negociar, informar às pessoas sobre sua disposição para negociar, bem como sobre as condições sob as quais deseja fazê-lo, conduzir as negociações em direção à barganha, formular o contrato, empreender meios de

inspeção para se assegurar que os termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas. Custosas o suficiente para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos. (...). Um arranjo de direitos pode ser o mais apto, entre todas as alocações possíveis, a gerar um grande valor de produção. Mas, a não ser que esta já seja a alocação de direitos estabelecida pelo sistema jurídico, os custos para se atingir os mesmos resultados pela alteração e combinação dos direitos pelo mercado podem ser tão elevados que esse arranjo ótimo de direitos, e a maximização do valor da produção dele advinda, podem jamais ser atingidos (COASE, 1960, p.13).

Destarte, as normas que regem a conduta dos agentes em um dado ambiente econômico produzem vibrações que transbordam a dinâmica legal e jurídica. As regras forjam comportamentos e acarretam em implicações que atingem diretamente o desempenho das relações econômicas da sociedade. A influência do ambiente institucional sobre a economia pode ser vista por diferentes ângulos, na medida em que as mudanças nas “regras do jogo” alteram significativamente as expectativas da sociedade em relação ao futuro dos contratos e dos termos acordados. Ao se fortalecer os contratos, as vias de relacionamento estabelecidas na economia propiciam uma série de vantagens ao agregado populacional, revelando a determinante influência do ambiente institucional sobre o domínio econômico.

3.2.1 O Ambiente Institucional e o Desenvolvimento Econômico Mineiro

A Revolução Gloriosa representou uma digressão aguda no curso das instituições inglesas no período referido, fazendo dela um exemplo incisivo no que diz respeito à influência do ambiente institucional sobre as operações de crédito. Entretanto, eventos pontuais e de menor inflexão ocorrem com frequência ao redor do mundo. Mormente no atual período do capitalismo, caracterizado por um mercado financeiro sensível a alterações (riscos) no comportamento dos agentes, mudanças de tal ordem são rapidamente captadas.

Ao se insculpir na realidade política e econômica de um país um ambiente institucional sólido, observar-se-á, que os proveitos poderão ser colhidos por todos os agentes. Em se tratando das operações de crédito, o ambiente institucional reduz as incertezas acerca das atitudes daqueles à frente do Estado e diminui a remuneração exigida pelos excedentários, consubstanciando na redução das taxas de juros dos empréstimos. Como mostrado, na dinâmica privada o risco também se configura como um fator decisivo na tomada de decisões dos agentes, sendo a presença de normas e regras, conjuntamente com suas respectivas sanções, um dos mais importantes parâmetros que irão nortear as atitudes dos indivíduos.

A presença de investimentos privados possui o condão de carregar benefícios que extrapolam suas fronteiras, dando importantes contribuições ao crescimento e ao desenvolvimento econômico nas localidades onde são instalados. O tratamento algébrico do

modelo keynesiano revela a capacidade dos investimentos trazerem efeitos multiplicadores positivos, sendo, então, a geração de produção e renda um dos benefícios mais latentes dos dispêndios de capital do setor privado⁷.

Para que uma dada localidade seja atrativa para os recursos privados, é necessário, dentre outros fatores, possuir um ambiente institucional capaz de garantir segurança legal aos investimentos. Em termos gerais, a atual conjuntura do Brasil não é capaz de prover certeza institucional ao capital privado, mormente o estrangeiro. A realidade brasileira impõe uma miríade de barreiras à instalação de novos negócios, valendo citar a burocracia, o sistema tributário complexo e de difícil lida, o alto custo do crédito e a insegurança jurídica. (QUEIROZ, MORAIS, 2014). Em 2006, em um relatório elaborado pelo Banco Mundial, foram analisados cinco conjuntos de variáveis relacionadas ao ambiente institucional de 13 estados brasileiros de maneira a avaliar os impedimentos à consecução de investimentos privados em solo brasileiro.

O primeiro conjunto avaliado diz respeito à abertura de empresas, sendo observados o prazo necessário a esta abertura, o custo e número de procedimentos. Dentre todos os treze estados submetidos à análise do Banco Mundial, Minas Gerais foi classificado como o estado mais fácil de se abrir uma empresa, dado o reduzido tempo e quantidade de procedimento requeridos para tanto. Este quesito revela um dos maiores avanços no ambiente de negócios mineiro. Principalmente a partir da segunda metade da década de 2000, diversas ações foram tomadas por parte do governo estadual com vistas à redução das barreiras a serem transpostas antes de se proceder com a instalação de uma empresa em Minas. Como apontam Queiroz e Morais (2014), os processos exigidos foram simplificados e unificados, além de terem sido reduzidos pela metade. De forma adicional, a celeridade dos procedimentos foi priorizada, de maneira a reduzir de 28 para nove o número de dias necessários para se registrar um empreendimento.

O segundo conjunto analisado envolvia questões concernentes ao registro de propriedade. De acordo com o relatório, em 2006, Minas Gerais era o quinto estado mais fácil para se registrar propriedade dentre os entes avaliados, requerendo do empreendedor 14 procedimentos e 58 dias, próximo à média nacional, que à época era de 11 procedimentos e 61

⁷ Segundo Keynes, em Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, os investimentos, que podem ser representados por $I = \bar{I} - bi$, geram efeitos multiplicadores na economia na medida $\alpha \Delta I$ ao permitirem incrementos na produção, na renda, no consumo e na demanda agregada. (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2009)

dias. O custo para o registro, assim como as demais variáveis deste conjunto, se portou de maneira similar em relação aos demais entes, sendo que, em Minas Gerais, o custo se situava em 3,23% do valor do imóvel, contra 3,5% da média nacional.

O pagamento de impostos foi o terceiro conjunto avaliado. Neste parâmetro, o contexto mineiro apresentou o pior desempenho, se revelando ainda mais oneroso e complicado do que os já abusivos sistemas tributários dos demais entes brasileiros. No estado, 23 eram os impostos que consumiam o equivalente a 150,37% do lucro líquido do empreendedor, perfazendo um importante desincentivo à instalação de novas empresas dentro das fronteiras mineiras.

A obtenção de crédito também foi observada pelo Banco Mundial, que avaliou a realidade de Minas como sendo a mais fácil para se conseguir recursos financeiros. O prazo necessário de dois dias, aliado com um dos menores custos de obtenção, cerca de 0,85% do valor do empréstimo, fez com que a avaliação situasse o estado no topo deste fator.

O último elemento analisado pelo relatório foi o cumprimento de contratos. Este, por sua vez, se mostra como sendo de fundamental importância para a tomada de decisão de investimento, porquanto a segurança quanto ao cumprimento dos termos contratuais revela, em grande medida, os riscos que envolverão o capital dos empreendedores. De acordo com o Banco Mundial, Minas Gerais possui um dos piores ambientes, dentre os avaliados, para o cumprimento dos contratos, dado o alto custo, prazo e complexidade. À época da avaliação, Minas possuía o terceiro maior prazo para o cumprimento, cerca de 1068 dias, bem como um dos maiores custos para tanto, chegando 19,77% da dívida.

Em uma primeira análise, as avaliações dos dois últimos pilares parecem contraditórias ou não explicada pela teoria que a precede no presente capítulo. Entretanto, a despeito das diferenças verificadas entre os entes avaliados pelo Banco Mundial, de modo geral, os estados possuem características bem similares se se comparada à realidade ideal em relação a tais parâmetros. Os custos de se cumprir os contratos são exageradamente elevados em todos os estados da federação, chegando a atingir inacreditáveis 48,32%, além de prazos que se aproximam dos quatro anos. Dessa maneira, pequenas oscilações nas variáveis observadas produzem grande diferença na classificação dos estados. Vale observar que, via de regra, os avaliados possuem, em relação aos fatores em questão, desempenhos que afugentam os potenciais investidores, de modo a tolher a exploração do potencial dos estados brasileiros.

3.3 Instrumentos de Controle do Endividamento dos Estados Brasileiros

Um importante elemento do ambiente institucional quando se procede uma análise da dívida pública é a verificação dos instrumentos legais que regulam o nível de endividamento do setor público. Diferentemente do que ocorre com os demais agentes econômicos, um governante, ao contrair uma dívida para o Estado, não possui os incentivos necessários para quitá-la, vez que qualquer movimento que aponte para políticas mais austeras, provocarão, via de regra, prejuízos políticos. Um gerente de uma empresa privada, a título de exemplo, ao saldar as dívidas de sua organização, terá sua imagem alçada ao nível daqueles mais eficientes, dada sua capacidade de diminuição do passivo da empresa (REZENDE; ALÉM, 2008). Uma vez mais, volta-se à seara dos incentivos. Na esmagadora maioria dos casos, aqueles à frente da administração pública não possuem os incentivos para diminuir drasticamente o nível de endividamento do estado, porquanto ajustes fiscais mais severos representarão um enorme dispêndio de capital político.

O nível de endividamento público é, *a priori*, uma decisão endógena da administração pública, ou seja, se trata de uma decisão atinente à administração financeira e orçamentária própria de cada governo. Porém, existem uma miríade de fatores exógenos, vale dizer, alheios à alçada das decisões do poder público, que limita o *quantum* de dívida que será mantido por este. Neste sentido, alguns dos principais fatores que influenciam a contratação de dívida são o mercado, a inflação e as instituições. O primeiro e o segundo são examinados, respectivamente, na introdução e no capítulo que se segue a este, cabendo, aqui a análise teórica e comparada do ulterior fator, indispensável para o estabelecimento de um ambiente institucional saudável na realidade brasileira (GIAMBIAGI, ALÉM, 2008).

Como mencionado anteriormente em relação às normas jurídicas, seu estabelecimento extrapola as imposições acerca das atitudes dos agentes, formando uma rede de incentivos que conduz as atitudes dos indivíduos. Ao se editar um dispositivo legal, procura-se guiar as preferências das pessoas acerca de um determinado assunto, forjando um padrão ideal de comportamento. Em se tratando de finanças públicas, ou, *stricto sensu*, do endividamento público, as normas, juntamente com seus instrumentos de sanção, devem construir uma teia de incentivos que guie as decisões da administração pública rumo à patamares sustentáveis, impedindo a usurpação da discricionariedade executiva, bem como a instrumentalização do Estado por parte daqueles à sua frente. Nesse sentido, ensina Andrade:

O controle por meio de normas jurídicas lida com pelo menos três desafios: (i) em primeiro lugar, as normas não podem meramente proibir os entes subnacionais de contrair dívida. Em vez disso, as normas devem ser de tal forma que os entes

subnacionais tenham acesso a recursos creditícios para finalizar seus projetos. O mais importante é que sejam estipulados limites para o endividamento dos entes subnacionais; (ii) em segundo lugar, as normas devem conferir previsibilidade, clareza e confiança às obrigações dos entes subnacionais, encorajando possíveis prestamistas. O arquétipo normativo precisa ser bem formulado, abrangente, consistente e de fácil compreensão; (iii) em terceiro lugar, as normas devem reduzir o risco de endividamento imprudente ao coibir excessos e ao fornecer instruções sobre como os entes subnacionais podem lidar com crises fiscais (ANDRADE, 2012, p. 76).

O endividamento dos entes federados brasileiros está condicionado a uma série de disposições legais que constroem as vontades das administrações públicas quanto à matéria em questão. As regras legais postas quanto à dívida pública estão presentes no texto constitucional de 1988, bem como em leis esparsas que a complementam. Conforme analisado por Andrade (2012, p. 111), “A Constituição de 1988 contém normas de atribuição formal de competência legislativa em relação ao endividamento público, bem como normas de conteúdo material que condicionam o teor destas normas derivadas”.

Entre suas disposições que regulam as operações de crédito, está o artigo 167, que veta a contratação de empréstimo (receita de capital)⁸ em uma quantidade superior ao das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa (BRASIL, 1988). Dessa maneira, a Constituição Federal obsta o financiamento de despesas correntes com receitas provenientes das operações de crédito, impedindo que tal fonte seja utilizada para nutrir o descontrole das finanças públicas dos entes federados (ANDRADE, 2012).

Ainda segundo o texto constitucional de 1988, em seu artigo 166, as emendas ao projeto de Lei Orçamentária Anual – LOA – ou os projetos que a modifiquem não poderão ser aprovados caso as despesas com o serviço da dívida sejam anuladas para ceder espaço a outro dispêndio no orçamento público. Destarte, a Constituição garante que os encargos da dívida, bem como a amortização de seu principal, serão abatidos tempestivamente, garantido a estabilidade da trajetória da dívida e servindo de instrumento de *enforcement* para o cumprimento das obrigações assumidas pela administração pública.

Além das normas materiais dispostas na Constituição, é posto que cabe ao Congresso Nacional legislar sobre a dívida públicas dos três níveis de governo, estabelecendo regras e

⁸ A Lei Nº 4.320, De 17 de Março de 1964, define receitas de capital como sendo aquelas “[...] provenientes da realização de recursos financeiros oriundos de constituição de dívidas; da conversão, em espécie, de bens e direitos; os recursos recebidos de outras pessoas de direito público ou privado, destinados a atender despesas classificáveis em Despesas de Capital e, ainda, o superávit do Orçamento Corrente” (BRASIL, 1964). Por sua vez, as despesas de capital são classificadas, pela lei em questão, em três categorias, a saber: Investimentos, Inversões Financeiras e Transferências de Capital

limites em consonância àquilo já estabelecido pelo próprio texto legal⁹. Como observa Andrade,

Nesse passo, é importante registrar, em primeiro lugar, o disposto no art. 22, VII da Constituição, de acordo com o qual a União tem competência privativa para legislar sobre política de crédito, câmbio, seguros e transferências de valores. Os entes subnacionais, como afirmado anteriormente, submetem-se à política de crédito fixada pela União, pois, caso assim não fosse, tal política restaria inócua (ANDRADE, 2012, p.119).

No âmbito dos instrumentos legais infraconstitucionais, existem diversos dispositivos que regulam a dívida pública, cabendo mencionar, aqui, os mais proeminentes e citados pela literatura correlata à questão posta, sendo eles a Resolução nº40 do Senado Federal, de 2001, e a Lei Complementar nº101/2000, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

O primeiro, assim como observado no 52º artigo da Constituição Federal, dispõe sobre os limites globais para o montante da dívida pública geral detida pelos Estados e Municípios. Nesse diapasão, a disposição em questão estabeleceu o teto de endividamento da União e dos Estados como sendo igual a 2 vezes a receita corrente líquida (RCL), enquanto os municípios contaram com um limite igual a 1,2 vez a RCL. Faz-se importante notar o caráter programático da Resolução elaborada pelo Senado, que, no caput de seu 3º artigo, estabelece que os entes que se encontrarem fora dos limites postos devem promover ajustes de tal sorte a se posicionarem dentro dos padrões estabelecidos no prazo máximo de 15 anos contados a partir da publicação da mesma. Adicionalmente, estabelece que aqueles que estiverem além do limite, devem reduzir o endividamento extra em no mínimo 1/15 a cada exercício financeiro, de modo a, ao final de 2016, se encontrarem nos parâmetros estabelecidos.

A LRF, por sua vez, regula igualmente sobre o prazo de ajuste dos estados e municípios em relação aos limites estabelecidos nas normas jurídicas editadas pelo Congresso Nacional. *Contrario sensu*, a LRF dispõe, em seu 31º artigo, que os entes que se encontram extra limite possuem até três quadrimestres para reduzir o excedente de modo a habitar o perímetro permitido pelo sistema jurídico brasileiro. O ajuste deve ocorrer nos três quadrimestres subsequentes ao período em que o excesso foi apurado, sob a pena da proibição da contratação de novas operações de crédito.

⁹ Conforme o artigo 52 da Constituição Federal, “[...] compete privativamente ao senado fixar, por proposta do Presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios (VI); dispor sobre limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo Poder Público federal (VII); dispor sobre limites e condições para a concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno (VIII); e estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios (IX)” (BRASIL, 1988).

Neste ponto, a antinomia de normas pode parecer fazer parte das disposições que regulam a dívida pública. Por um lado, a Resolução nº40 estabelece um prazo de ajuste de 15 anos, e regulando o mesmo ajuste está o texto da LRF, que estabelece o prazo para a mesma ação em três quadrimestres. Porém, faz-se importante notar o artigo 4ª da mencionada resolução, que dispõe que aqueles entes, que à data da publicação, já se encontrarem dentro dos limites estabelecidos no artigo 3º, estarão sujeitos às penalidades e ao período de ajuste estabelecidos na LRF, desconsiderando, para estes casos, o prazo de 15 anos de ajuste.

Após o estabelecimento dos limites e dos prazos em relação à dívida pública, a LRF dispõe sobre as sanções que incorrerão os membros que não se adequarem ao que disposto na legislação concernente. Segundo a letra do §1º do artigo 31, enquanto perdurarem os excessos em relação aos limites de endividamento, os entes estarão proibidos de realizar operações de crédito, inclusive através de antecipação de receita. Já o parágrafo subsequente, diz que, ao final dos prazos estabelecidos para o ajuste, caso o ente se mantenha além do limite, este estará suspenso de receber transferências voluntárias da União, fechando uma importante fonte de financiamento dos estados.

3.4 Conclusão

O ambiente institucional, ao estabelecer regras e normas que balizam a atitude dos agentes, molda uma estrutura de incentivos que irá guiar o padrão de comportamento agregado em uma jurisdição. Uma estrutura com comportamentos previsíveis, regulares, bem como uma burocracia coerente e eficiente garante a estabilização das expectativas em relação às ações individuais. Os benefícios de um ambiente institucional estável podem ser colhidos, a um só tempo, pela administração pública e pelos demais agentes de direito privado da economia.

Dentre as possíveis formas de se gozar de uma estrutura institucional sólida, buscou-se verificar de que forma as normas interferem nas contratações de operações de crédito e no crescimento econômico, sendo este de grande valor para a capacidade da administração pública honrar com seus compromissos. Ademais, analisou-se a estabilidade quanto às regras do jogo para a criação um ambiente favorável ao mercado de crédito, incentivando a relação entre tomadores e poupadores, consequência que se consubstancia no barateamento do crédito, bem como na expansão de seu volume disponível no mercado.

Desta forma, foi tecido, neste capítulo, a maneira pela qual o primeiro fator proposto influencia os empréstimos público, abrindo espaço para que seja verificado o próximo elemento: o ambiente econômico e a administração financeira.

4 A INFLUÊNCIA DA DINÂMICA DO AMBIENTE ECONÔMICO E DA ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA SOBRE AS OPERAÇÕES DE CRÉDITO

Dando continuidade ao propósito de se analisar os fatores que influenciam as variáveis dos contratos de operação de crédito, serão verificados, neste capítulo, os papéis cumpridos pelo ambiente econômico e pela administração financeira no delineamento dos contratos atinentes aos empréstimos públicos. Esta análise se dará através da exploração da literatura, bem como através da observação de dados práticos, de tal sorte a explicar a razão pela qual estes dois fatores são elencados entre os principais ao se inferir sobre a qualidade do crédito de um determinado governo subnacional.

Na seção anterior, foi verificada a forma pela qual o Estado estabelece, através de seus poderes e funções, uma malha de incentivos que guiam as ações do próprio poder público e, ao mesmo tempo, de todo aqueles sob o seu domínio legal. Importante, aqui, é lembrar que, além das consequências acerca da disponibilidade (*readiness*) de cumprir com suas obrigações, a estrutura institucional dita regras que guiam as atitudes da administração financeira e da dinâmica econômica. Em “As Consequências Econômicas da Paz”, John Maynard Keynes, ao analisar as relações internacionais das principais potências no início do século XX, deixa claro um dos mais importantes postulados de suas teorias, ao revelar como se dá a relação entre economia e política (instituições). Segundo o economista, as decisões econômicas vem a reboque das contingências políticas, sendo, então, a economia um instrumento subserviente aos humores da dimensão política.

Ao analisar o segundo elo da cadeia proposta, se inicia a formação de um padrão de relação e retroalimentação entre os três fatores, porquanto, apesar de relativa independência, os três parâmetros que serão objeto de análise – ambiente institucional, ambiente econômico e administração financeira e sustentabilidade da dívida – se interagem e produzem fundamental interdependência entre si.

Como exposto na introdução, o segundo elo da cadeia analítica inclui simultaneamente dois elementos analisados pelas agências classificadoras de risco. Vale destacar a simbiose entre os dois fatores, motivo pelo qual se optou por incluí-los em um único capítulo. O ambiente macroeconômico, a um só tempo, impõe determinações sobre as decisões financeiras e é alterado pelas mesmas. Como será mostrado doravante, os dispêndios públicos produzem efeitos multiplicadores na economia, sendo que diferentes composições qualitativas dos gastos provocam diferentes resultados sobre o nível econômico. Sob outra perspectiva, as decisões acerca da alocação dos recursos públicos, competentes à administração financeira, serão

determinadas pela capacidade de arrecadação do estado que, por sua vez, é variável direta do ambiente econômico em que o estado está inserido. Destarte, dá-se, neste capítulo, continuidade ao esforço analítico de se verificar os fatores que interferem as contratações de crédito dos governos subnacionais, *raison d'être* da presente monografia.

4.1 A Relação entre Ambiente Macroeconômico e a Capacidade de Pagamento das Obrigações Governamentais

Ao se verificar os fatores que compõe a credibilidade dos governos locais e regionais fora dos Estados Unidos, o ambiente macroeconômico se perfaz como uma das características fundamentais segundo as agências classificadoras de risco. As receitas governamentais, via de regra, são compostas pela arrecadação tributária própria ou de outros entes que, através de transferências – constitucionais, legais ou voluntárias (BRASIL, 1988) - repassam recursos às demais esferas de governo. A cobrança tributária, no que lhe diz respeito, é entendida como uma atividade de monopólio estatal, caracterizada economicamente como uma contribuição monetária incidente sobre a renda, o patrimônio e a produção¹⁰ (MANKIWI, 2015). Destarte, as receitas da administração pública se porta como uma variável da atividade econômica, porquanto o principal componente daquela depende diretamente desta.

Portanto, a capacidade do Estado honrar com seus compromissos depende, em grande medida, do ambiente econômico em que um governo se encontra. Como avalia a divisão de investimentos da Moody's,

An RLG's¹¹ ability to service its debt depends on, among other factors, the sufficiency and reliability of its future revenues. These are tied, at least in part, to the local economy's ability to generate necessary revenues for the programs and services it provides (STANDARD & POOR'S, 2016a, p. 15).

Para fins de avaliação do presente fator, são observados alguns indicadores, que dizem respeito à capacidade futura de geração de renda. Entre estes indicadores, estão as perspectivas de crescimento econômico, o perfil socioeconômico e demográfico, o nível de renda da população do ente avaliado em relação ao nível nacional e a diversificação produtiva.

Apesar do fato de que o nível corrente de renda, aliado com as históricas taxas de crescimento econômico, se configura como um bom *proxy* para a avaliação do PIB porvir e, portanto, de receita governamental, outros fatores são igualmente apreciados pela capacidade de indicarem o potencial de um dado governo produzir receitas em situações de mudanças

¹⁰ Para fins de modelagem econômica, a função tributo pode ser representada por um componente autônomo e um componente dependente da renda, sendo, portanto: $T = \bar{T} + tY$ (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 1991).

¹¹ RLG's é a abreviação de Regional and Local Governments.

conjunturais e estresses produtivos. Desta maneira, são avaliados fatores qualitativos da dinâmica econômica, tendo a diversidade da matriz produtiva destaque nas observações das agências classificadoras, haja vista seu condão de impedir que a economia, como um todo, imploda em situações onde os principais itens produzidos encontram situações adversas de mercado. Como posto pela Standad & Poor's,

The diversification of an LRG's economic structure is important to assess the potential volatility of the tax base and its resilience to stress. A deep, broad, and well-diversified economy with strength in several sectors is usually less exposed to a downturn in a specific industry and exhibits less volatile tax revenue than an economy with high exposure to a single industry or employer, especially one undergoing restructuring or experiencing negative trends (STANDARD & POOR'S, 2016a, p.15).

As previsões futuras em relação à saúde econômica também se encontram ancoradas na realidade social de uma população, já que determinados perfis demográficos indicam a iminente necessidade do governo em realizar dispêndios públicos, sem que haja a devida contrapartida em se tratando de geração de renda. Este, indubitavelmente, é um dos maiores temores dos investidores em relação aos países desenvolvidos. Dado o acelerado processo de envelhecimento da população, bem como a inversão da pirâmide etária, indicando a maciça presença da população nas idades economicamente inativas, as esperanças em relação ao horizonte econômico são postas de forma pessimista, alterando negativamente as expectativas acerca do ambiente econômico. (FMI, 2013). Níveis de desemprego, investimentos, crescimento da renda e produtividade também são parâmetros utilizados para avaliar as possibilidades de desempenho do setor econômico no futuro. Nesse sentido, declara a Standad & Poor's:

Our economic analysis is based, among other things, on recent and projected trends in output, employment, productivity and investments, and takes into account a region's growth potential. We believe that the growth potential is best understood in the context of national economic development and the competitive advantages or disadvantages of the region or locality (STANDARD & POOR'S, 2016a, p. 16).

As características concernentes a um ambiente macroeconômico moldam, portanto, as expectativas que os agentes têm em relação ao desempenho da economia de um certo governo, bem como de sua capacidade de pagamento, influenciando diretamente as condições de suas operações de crédito. Em situações onde o contexto econômico apresenta perspectivas de instabilidade e suscetibilidade a oscilações macroeconômicas, a relação entre o governo e seus credores se dará em termos muito mais rígidos e onerosos àquele. Dessa forma, a confiabilidade na estrutura econômica, aliada a perspectivas positivas, reduzem a percepção de risco que os

agentes possuem em relação a um dado contexto produtivo. Assim sendo, as variáveis presentes na contratação de empréstimos podem ser estabelecidas em parâmetros mais favoráveis aos tomadores, diminuindo o ônus e o fardo à administração pública e, em última instância, à sociedade.

A deterioração da economia brasileira e de Minas Gerais, bem como o enfraquecimento de seus fundamentos macroeconômicos a partir da virada da década de 2010, geraram um cenário de dificuldade para o acesso ao crédito no futuro, tornando-os mais onerosos aos cofres públicos. Nos últimos relatórios publicados em 2015, as agências de classificação incluíram na avaliação de risco de Minas Gerais as perspectivas de decréscimo da produção brasileira, indicando queda de 2,0% no PIB. Caminhando na mesma direção do soberano, Minas tem apresentado sistemáticas quedas em seu nível de produção, sendo o PIB mineiro em 2015 4,9% menor se comparado ao ano imediatamente anterior (FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO, 2016).

Desta sorte, o contínuo escurecimento dos horizontes econômicos de Minas Gerais acaba por enfraquecer a credibilidade do estado que fora construída durante a primeira década do século XXI. Conforme notado pela Moody's,

In Moody's view, the ongoing deterioration of Brazil's economy and of the federal government's fiscal position have a direct impact on the operating environment of Brazilian states and municipalities. In addition, the fiscal position of Brazilian states and municipalities has weakened as a result of lower tax revenues and increased expenditure rigidities. Moody's expects that the challenging macroeconomic environment will continue to exert pressure on the credit quality of Brazilian states and municipalities in the near future (MOODY'S, 2015).

Da mesma forma, a Standard & Poor's observa as consequências da conjuntura econômica do estado para as futuras incursões no mercado de crédito. Neste sentido, a agência declara:

We believe Minas Gerais' access to external liquidity is limited. In recent years, and in contrast to other Brazilian LRGs, Minas Gerais has consistently obtained new borrowing from international and local banks and multilateral institutions (which have allowed the state to carry out its investments plans), **but we believe it will be harder for the state to secure new loans in the next two years because of Brazil's tough economic scenario** (STANDARD & POOR'S, 2015, grifo nosso).

Destarte, é verificada de que forma a economia altera as expectativas dos agentes econômicos quanto aos riscos envolvidos em uma operação de crédito. Dada a extrema sensibilidade ao risco, as condições dos empréstimos estão estreitamente conectadas às condições atuais e às expectativas futuras em relação à situação econômica. Subsequentemente, serão vistas as razões pelas quais a administração financeira também se perfaz como um fator de influência sobre a matéria em questão, além da análise da realidade mineira em relação ao fator.

4.2 A Administração Financeira, o Crescimento Econômico e os Efeitos Multiplicadores na Teoria Keynesiana

O governo, como agente econômico, pode ser tido como um caro elemento na promoção do crescimento do nível de atividade econômica. Em sua obra seminal “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda¹²”, J. M. Keynes, aponta que os gastos do governo, dada a dinâmica econômica, irão provocar sucessivos aumentos na demanda agregada, desencadeando efeitos multiplicadores sobre o nível de renda da economia.

Para representar a dinâmica econômica a partir da interação do lado real e do lado monetário da economia, as ideias de Keynes foram descritas por Hicks em seu modelo IS-LM, plotando no espaço bidimensional o relacionamento entre as curvas IS (*Investment Saving*) e LM (*Liquidity Preference/ Money supply*). A primeira delas, representa diversos pontos de equilíbrio entre taxa de juros e nível de produção no mercado de bens e serviços, sendo negativa a relação entre as duas grandezas. Já a ulterior curva demonstra, no mercado monetário, o equilíbrio entre os juros e a produção, revelando, a partir da preferência pela liquidez e da remuneração dos demais ativos, *coeteris paribus*, a relação direta que a renda possui sobre as taxas de juros (HICKS, 1937). Assim sendo, as curvas IS e LM podem ser representadas pelas seguintes equações:

$$\text{Curva IS: } Y = \alpha(\bar{A} - bi); \text{ sendo } \bar{A} = \bar{C} + \bar{I} + \bar{G}$$

$$\text{Curva LM: } L = kY - hi = \frac{M}{P}$$

Onde b corresponde à sensibilidade dos investimentos em relação às taxas de juros, h representa a sensibilidade da demanda por moeda em relação ao juro e k esta sensibilidade em função da renda Y . Por sua vez, $\frac{M}{P}$ corresponde aos encaixes reais de uma economia, C representa o consumo, G é o dispêndio do governo, e I corresponde aos investimentos privados. Conforme demonstrado por Dornubusch, Fischer e Startz (1991), e explicitado na equação da Curva IS, o aumento dos gastos do governo, por ser componente autônomo da curva IS, irá promover um aumento na renda de equilíbrio em proporção maior do que o *quantum* gasto pelo ente público, dado seu efeito multiplicador sobre o nível de produção. Como mostrado por Lopes e Vasconcellos, “[...] o gasto público estimula a renda por elevar os gastos autônomos. Assim, quanto maior for esta variável, maior será a renda de equilíbrio” (LOPES; VASCONCELLOS, 2013, p. 158). Seu efeito multiplicador deriva da capacidade da economia de aumentar a

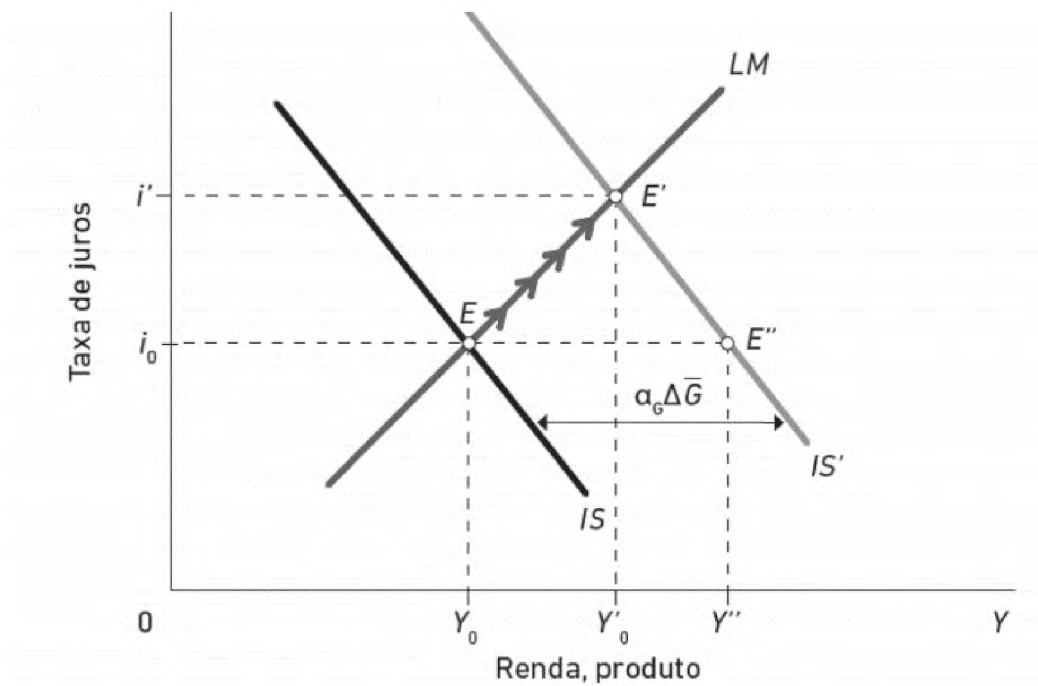
¹² Cf. KEYNES, J.M. A Teoria Geral do Emprego, da Moeda e do Juro. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

produção sucessivamente de maneira a atender a elevação da demanda. A partir dos maiores dispêndios públicos, haverá mais contratações de mão-de-obra no setor de bens e serviços que, por aumentar a renda da economia, provoca novo aumento da demanda agregada. Desta maneira, o aumento dos gastos públicos provoca, *a priori*, consequências no mercado de bens e serviços da economia (lado real), induzindo ao aumento da produção na proporção

$$\alpha\Delta G = \Delta Y, \text{ sendo } \alpha = \frac{1}{1-c(1-t)}$$

Dadas as características da curva IS, ao se operacionalizar o aumento dos gastos do governo no espaço gráfico IS-LM, o novo nível de dispêndio público provocará o deslocamento da curva IS na proporção $\alpha\Delta G$, conforme mostrado na Figura 4.1.

Figura 4.1 – Política Fiscal no Modelo IS-LM



Fonte: DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. Macroeconomia. 5. ed. São Paulo: Makron Books, McGraw-Hill, 1991.

Ao se deslocar para cima e à direita, a nova curva IS estabelece o novo nível de produção de equilíbrio em E'' , fazendo com que o efeito da política fiscal seja máximo neste ponto.

Entretanto, o aumento da produção da economia para E'' , apesar de representar equilíbrio no mercado de bens e serviços, produz um ponto de desajuste entre o lado real e

monetário da economia. Conforme mostram Dornbusch, Fischer e Startz (1911), o aumento da produção e, portanto, da renda, deve ser acompanhado por elevação na quantidade de meios de pagamento, porquanto a demanda por moeda pelos agentes é função direta da renda. No ponto E'', desta sorte, a demanda por moeda se encontra em um nível superior em relação à oferta, provocando sucessivas elevações nas taxas de juros¹³ de maneira a equalizar as duas forças e equilibrar os dois mercados. Porém, ao se elevar as taxas de juros, verificar-se-á reduções igualmente sucessivas nos níveis de investimentos, dado que a escolha por investir é uma função inversamente relacionada com os juro praticado em uma dada economia. Portanto,

$$I = \bar{I} - bi$$

Assim, a diminuição dos investimentos e, portanto, da demanda agregada, somada à elevação das taxas de juros, irão promover um novo ponto de equilíbrio para a economia, sendo E' o nível que equaliza a taxa de juros a um dado nível de produção em ambos os mercados.

O ponto E', por sua vez, revela os efeitos do aumento dos gastos do governo em uma economia. A operacionalização algébrica das mudanças econômicas pode ser feita através da agregação das equações das curvas IS e LM, para que se possa capturar a real dimensão das interações econômicas.

Rearranjando a curva LM, obtém-se

$$i = \frac{1}{h} \left(kY - \frac{M}{P} \right)$$

Substituindo LM em IS, tem-se

$$Y = \alpha \left[\bar{A} - \frac{b}{h} \left(kY - \frac{M}{p} \right) \right]$$

¹³ Na teoria keynesiana, as taxas de juros representam o custo de oportunidade dos agentes se manterem líquidos. Portanto, ao manterem seu nível de preferência pela liquidez em uma situação de desajustes monetários, os agentes irão se deparar com variações nas taxas de juros, que alterará a dita preferência de maneira a modificar a demanda por moeda.

Portanto,

$$Y = \frac{h\alpha}{h + b k \alpha} \bar{A} + \frac{b\alpha}{h + b k \alpha} \frac{M}{P}$$

Como a política fiscal modificou exclusivamente o nível de gastos do governo, para o presente caso, pode-se desconsiderar o multiplicador monetário, de maneira a concluir que

$$\Delta Y = \frac{h\alpha}{h + b k \alpha} \Delta G$$

A elevação da renda de um dado ambiente econômico é uma das consequências, como mostrado, da política fiscal expansionista. Como será visto no capítulo seguinte, os ajustes fiscais que visam à contração deste componente produzem, igualmente, efeitos multiplicadores negativos na economia, sendo verificado, nestes casos, a diminuição do nível de produção. Em um primeiro momento, então, pode-se concluir que o nível de atividade econômica pode ser ajustado valendo-se tão-somente de variações nos gastos governamentais. Entretanto, as dinâmicas econômicas nunca se dão isoladamente ou sem que haja consequências em outros agregados. A elevação dos gastos *ad infinitum* compromete, por outro lado, o orçamento público, deixando o governo à mercê do endividamento ou da emissão monetária. A despeito do aumento das receitas advindo da maior produção econômica, o saldo sobre o orçamento público, a partir do aumento da renda causado por políticas fiscais expansionistas, é negativo.

Como mostram Lopes e Vasconcelos (2013), o aumento da renda provocado pela política fiscal se traduz, futuramente, em maiores receitas governamentais, dado que a tributação, especialmente nos estados, se dá em função do nível de produção. Desta maneira, a equação para a representação da função tributo pode ser escrita como

$$T = \bar{T} + tY$$

Sendo T os tributos e t a alíquota que incide sobre o produto. O orçamento público, por sua vez, pode ser equacionado, *grossa modo*, como a diferença entre os tributos – fonte de arrecadação – e os dispêndios, sendo, então

$$O = T - G$$

Supondo a elevação da renda na proporção $\alpha\Delta G$, conforme supramencionada, a variação na arrecadação do governo será de

$$\Delta T = t\Delta Y$$

$$\Delta T = t \frac{1}{1-c(1-t)} \Delta G$$

Portanto, o impacto sobre o orçamento público será de

$$\Delta O = t \frac{1}{1-c(1-t)} \Delta G - \Delta G$$

$$\Delta O = \left(\frac{t}{1-c(1-t)} - 1 \right) \Delta G$$

$$\Delta O = \left(\frac{t - [1 - c(1-t)]}{1 - c(1-t)} \right) \Delta G$$

$$\Delta O = \left(\frac{(c-1)(1-t)}{1-c(1-t)} \right) \Delta G$$

Considerando que c , representando a propensão marginal a consumir, está estabelecido entre 0 e 1, o resultado do saldo no orçamento público será invariavelmente negativo.

Assim sendo, os gastos governamentais, sob a perspectiva do modelo IS-LM, podem, ao mesmo tempo, provocar ascensão no nível de atividade econômica e desequilíbrios no orçamento público. A escolha de se incluir os efeitos advindos do ambiente econômico e da administração financeira e orçamentária sobre as contratações e operações de crédito em um único capítulo se torna mais clara a partir da explanação acerca da íntima relação existente entre as duas variáveis. Entretanto, a explicação de tal conexão não se esgota a partir da derivação algébrica e da explicação da dinâmica em modelos econômicos. Partindo-se da fundamentação da verdade através da realidade, será verificado como os gastos públicos, podem, na realidade mineira, aumentar o nível de produção e, portanto, prover o governo de mais recursos para cumprir com suas obrigações.

4.2.1 Tratamento Econômico-Prático do Efeito Multiplicador dos Investimentos Públicos em Minas Gerais

A dinâmica prática dos efeitos multiplicadores dos investimentos públicos (modalidade de gasto públicos) pode ser analisada através do aumento da produção observado subsequentemente aos investimentos visando à elevação da capacidade produtiva, da produtividade e da competitividade (FÓRUM ECONÔMICO MUNDIAL, 2016). Mantendo-se o foco no objetivo do presente trabalho, as operações de crédito não estão meramente perpassando pela discussão em questão, mas se configuram como protagonistas pelo fato de serem envolvidas duplamente. Em primeiro lugar, os empréstimos, pelo fato de se constituírem como receita de capital, devem ser aplicados em gastos de capital, sendo o investimento uma das rubricas possíveis. Em segundo lugar, o efeito multiplicador garantido pelos dispêndios em investimentos garante maior arrecadação ao governo e, assim, maior capacidade de honrar com seus compromissos. Dessa maneira, cabe, aqui, analisar como os investimentos em infraestrutura financiados por operações de crédito geram os desejados efeitos multiplicadores na economia, perfazendo um ambiente de maior prosperidade econômica e social.

A competitividade entre diferentes países e regiões não é um assunto novo nas ciências econômicas. David Ricardo, em *Princípios de Economia Política e Tributação*, estabeleceu o conceito de vantagens comparativas, postulando que os países deveriam produzir aquilo que possuem mais facilidade e expertise do ponto de vista relativo. Nesse cenário, o comércio internacional se encarregaria de realizar as trocas entre os produtores, de maneira a colocar todos os países em uma situação melhor do que caso produzissem tudo o que consumido. Entretanto, a teoria das vantagens comparativas recebeu inúmeras críticas, principalmente pelo fato de que, dada certa vantagem, um país não deve renunciar da produção dos demais bens, além do fato de que vantagens comparativas podem ser criadas (vantagens artificiais). Em paralelo à teoria ricardiana, o economista Michael Porter se dedicou ao estudo do que ele denominou de vantagens competitivas. De um modo geral, tais vantagens seriam condições que determinam os padrões de competitividade de um país ou de uma região.

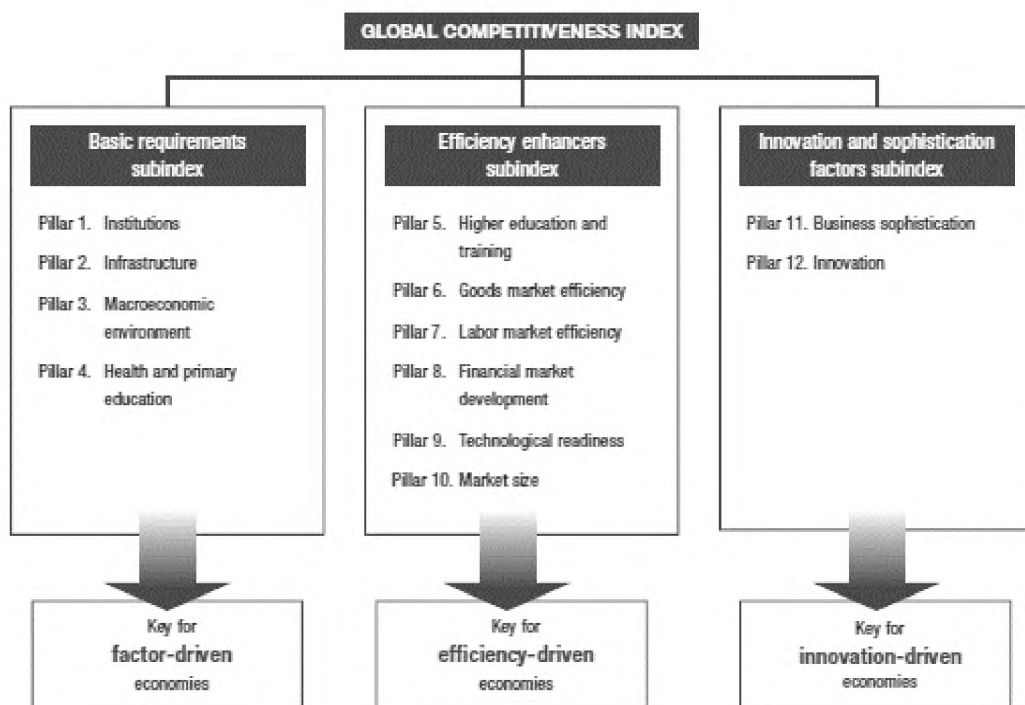
Dessa maneira, a competitividade vem se mostrando uma questão fundamental para que os governos subnacionais possam estabelecer um ambiente propício aos investimentos privados de tal sorte a proverem uma injeção de adrenalina à atividade econômica. Diversos estudos mostram quais são os fatores determinantes para a competitividade de uma região, sendo o Índice de Competitividade Global (ICG) o mais completo e universal deles, permitindo que seus dados possam ser utilizados para análises isoladas ou comparadas. Apesar do fato de

que certos fatores são características e competências exclusivas do soberano, a análise feita pelo Fórum Econômico Mundial pode ser estendida para o estado de Minas Gerais, servindo, então, como um guia para o aumento da competitividade. Conforme salientado por Queiroz e Morais,

Alguns dos pilares trabalhados pelo ICG fazem sentido apenas em nível nacional, como a situação macroeconômica, a regulação do mercado de trabalho e o grau de abertura para o mercado internacional. Mas há fatores que diferem entre os estados, incluindo o estado da infraestrutura, a qualidade da educação básica e superior, as operações ligadas à inovação e o grau de sofisticação empresarial. Alguns aspectos institucionais, entre eles a legislação relativa ao meio ambiente, o procedimento para abrir e fechar empresas e a legislação tributária, encontram também variações em nível estadual (QUEIROZ; MORAIS, 2014, p. 219).

Para tanto, o ICG define doze pilares da competitividade, assim como discriminado na Figura 4.2.

Figura 4.2 – Pilares do Índice de Competitividade Global



Fonte: WORLD ECONOMIC FORUM. The Global Competitiveness Report 2015-2016. Disponível em: <http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf>. Acesso em: 09 mar. 2016.

Os pilares definem características e fatores inerentes ao ambiente dos negócios que favorecem a competitividade entre os países, de maneira a estimular a competição e, conseqüentemente, o crescimento e desenvolvimento econômico. Segundo o Fórum Econômico Mundial,

We define competitiveness as the set of institutions, policies, and factors that determine the level of productivity of a country. The level of productivity, in turn, sets the level of prosperity that can be reached by an economy. The productivity level also determines the rates of return obtained by investments in an economy, which in turn are the fundamental drivers of its growth rates. In other words, a more competitive economy is one that is likely to grow faster over time (FÓRUM ECONÓMICO MUNDIAL, 2016, p.4).

Tendo-se em vista o papel desempenhado pelos recursos provenientes das operações de crédito, é importante a observância dos dispositivos legais que regulam as finanças e o orçamento público. Dada a vinculação entre as despesas de capital e receitas da mesma natureza, os empréstimos desempenham um papel fundamental no pilar da infraestrutura, já que este fator depende de intervenções tangíveis da administração pública, a despeito do fato de que os demais pilares também podem se beneficiar das receitas oriundas das operações de crédito, mas, em verdade, em graus ligeiramente mais modestos.

Os dispêndios em infraestrutura estão sendo colocados cada vez mais em evidência, já que a falta de condições logísticas para abrigar um pujante ecossistema de negócios é um dos gargalos da economia de qualquer localidade ao redor do globo. Uma matriz energética pouco diversificada e precária e vias de transporte em condições ruins são os principais entraves à instalação de novos empreendimentos (FÓRUM ECONÓMICO MUNDIAL, 2016). Como apontado pelo ICG,

Throughout history, better-connected villages and cities have been more prosperous. From the ancient cities of Mesopotamia to the Phoenician and Greek harbors around the Mediterranean, from the Roman paved roads to the Silk Road that connected China to Europe, and from the railroad systems built in Europe and North America in the 19th century to the interstate highway system of the 1950s in the United States and to the current global Internet network, human progress has been associated with the infrastructures that facilitate the exchange of products and ideas (FÓRUM ECONÓMICO MUNDIAL, 2016, p. 46).

Em se tratando do contexto mineiro, a melhoria da infraestrutura do estado, além de provocar os desejados efeitos multiplicadores sobre a produção, atuam de maneira a diminuir as desigualdades sociais observadas entre as diversas regiões do estado. Como ressaltado por Queiroz e Morais (2014, p. 217),

Em relação à competitividade de Minas Gerais, é necessário inicialmente destacar as enormes diferenças entre as regiões do estado. Como destaca a literatura de economia regional, regiões bem servidas em termos de infraestrutura, trabalhadores qualificados, insumos intermediários, serviços complementares e instituições de pesquisa e ensino tendem a atrair empresas e a fomentar novos negócios, enquanto o contrário ocorre no caso de regiões que sofrem com a infraestrutura precária e com a falta de mão de obra qualificada. O agravante é que essas diferenças tendem a se reforçar, uma vez que modificações secundárias reforçam a situação primária, com a aglomeração de empresas tendendo a criar outros fatores intangíveis que afetam a competitividade. Isso faz com que algumas regiões encontrem enormes dificuldades econômicas, indicadores sociais precários e alta incidência de pobreza. Essa é uma

descrição que bem se aplica a Minas Gerais, cujas desigualdades internas sintetizam uma tendência nacional. As dificuldades são agravadas pela timidez das políticas públicas (QUEIROZ; MORAIS, 2014, p. 217).

Em Minas Gerais, a operacionalização da teoria se comporta como um grande desafio à administração pública, já que a realidade do estado se revela muito desafiadora dadas suas características particulares. Contendo o maior número de municípios dentre todos os entes da federação, Minas Gerais possui, segundo dados do Governo mineiro a maior malha rodoviária do país, respondendo por 16% do total (MINAS GERAIS, 2016b). Em termos gerais, a logística brasileira concernente aos transportes não figura entre as melhores do Mundo, ocupando o Brasil, segundo o Banco Mundial, o 45^a lugar em um ranking que mede a eficiência neste quesito entre 155 países (QUEIROZ; MORAIS, 2014). Passando o foco para a realidade nacional, o estado se posiciona ainda distante das unidades federativas que possuem melhores condições de transporte. De acordo com pesquisa da Confederação Nacional dos Transportes, Minas Gerais possuía, em 2007, somente 16,1% de suas rodovias consideradas em ótimo ou bom estado, sendo esse número elevado para 31,8% em 2013, bastante distante dos 82,2% alcançados por São Paulo, ente mais bem colocado na pesquisa.

Atualmente, Minas conta com diversos instrumentos de planejamento e programas que visam ao desenvolvimento da infraestrutura logística do estado. Além das diversas ações tomadas pelo poder público estadual, o estado também é beneficiado com programas executados pelo nível federal, como os Programas de Aceleração do Crescimento (PAC1 e PAC 2), o Plano Estratégico de Logística (PIL) e o Plano Estratégico de Logística e Transporte (PELT). No âmbito da administração pública de Minas, vale menção ao Plano Mineiro de Desenvolvimento Integrado (2011/2030), o Plano Plurianual de Ação Governamental (PPAG 2011/2015) e a versão mineira do Plano Estratégico de Logística e Transporte (QUEIROZ; MORAIS, 2014).

A despeito dos avanços já alcançados através da execução das políticas públicas voltadas à promoção do desenvolvimento da infraestrutura mineira, os índices de investimento nesse modal ainda se encontram aquém daqueles desejados. Segundo a avaliação da Standard & Poor's, apesar do crescimento dos investimentos nos últimos anos, Minas ainda possui baixos níveis de dispêndio nessa modalidade, atingindo, nos últimos anos, uma média de aproximadamente 7% do total de suas despesas (STANDAR & POOR'S, 2015). Ademais dos já reduzidos níveis de investimentos, as previsões futuras de dispêndios de capital desta natureza indicam profunda dependência de novas contratações de crédito, vez que o estado já não conta com uma performance orçamentária suficiente para financiá-los através de receitas correntes. Neste ponto, se evidencia, de forma pragmática, a íntima relação entre o ambiente

econômico e a administração financeira, além de mostrar o papel que os recursos advindos de operações de crédito pretéritas desempenham na atualidade de forma a definir o futuro.¹⁴

4.3 Conclusão

Conforme discutido ao longo deste capítulo, a capacidade do Estado de aumentar sua arrecadação de maneira sustentável perpassa, inexoravelmente, pelo incremento da atividade econômica dentro de seu território. Mormente em períodos de recessão, se faz imperativo que a administração pública observe os fundamentos econômicos e competitivos do estado, de tal sorte a encontrar a *areté* entre os componentes de seu orçamento. Como mostrado no tratamento algébrico de modelo IS-LM e demonstrado economicamente na ulterior seção, os gastos públicos sob a modalidade de investimentos são fundamentais para que se possa dar, aos futuros governo e às futuras gerações a capacidade de honrarem os compromissos legados pela atual sem que haja o comprometimento excessivo do orçamento às expensas da consecução de políticas públicas. Neste diapasão fica posto, de forma evidente, que o ambiente institucional cumpre com um papel fundamental nas decisões acerca do orçamento público, sendo de fundamental importância a formação de instituições capazes de observar a importância do orçamento e das finanças públicas não só como um dispositivo legal de planejamento e execução das políticas públicas, mas como uma ferramenta de promoção do bem-estar àqueles sob a jurisdição de um dado governo.

Desta sorte, forma-se o segundo elo de influência sobre as operações de crédito, sendo o ambiente econômico e administração financeira peças fundamentais a serem observadas pelos excedentários ao concederem recursos financeiros aos governos subnacionais. A seguir, a análise acerca da sustentabilidade da dívida pública se constituirá como o último elo da cadeia de fatores, verificando a importância desta variável sobre a questão posta, bem como sua interação com os dois fatores já explanados.

¹⁴The state's capex level will continue to depend on its ability to obtain new borrowings, resulting in certain volatility in its budgetary performance. In our base-case scenario, we assume the state's capex will decline to R\$2.7 billion in 2015 as a result of lower borrowings and delayed disbursements, as was the case in 2014 when a total of R\$780 million in disbursements was received (STANDARD & POOR'S, 2015).

5 SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA E O FUTURO DAS FINANÇAS PÚBLICAS

O quinto capítulo do presente trabalho possui como principal objetivo analisar o modo pelo qual a sustentabilidade da dívida pública produz implicações sobre as futuras contratações de operações de crédito pelos governos subnacionais, além de verificar a dinâmica e o impacto do endividamento sobre o orçamento e as finanças estatais. Completando o ciclo de análise acerca dos fatores que influenciam as variáveis dos contratos de empréstimo, o exame da sustentabilidade do passivo público se configura como o último elo da cadeia subjacente à questão posta. O esforço analítico acerca da sustentabilidade fornece conclusões que dizem respeito, principalmente, à capacidade futura da administração pública honrar com seus compromissos, possuir boa credibilidade junto às instituições financeiras e, portanto, contratar novas operações de crédito sob condições favoráveis. Faz-se imperativo notar que a sustentabilidade da dívida está posta em íntima correlação com a consecução de interesse público, porquanto o comprometimento orçamentário do Estado com o passivo do endividamento interfere diretamente em sua faculdade de dar execução a incursões no domínio social.

A análise acerca do nível de endividamento do setor público irá tangenciar as principais referências teóricas e históricas sobre o tema. Em um primeiro momento, serão observadas diversas experiências de administrações públicas ao redor do globo voltadas à redução da dívida, além de verificar como a sustentabilidade e o perfil da mesma influenciam as avaliações de crédito dos Governos Regionais e Locais. Em seguida, a segunda parte será dedicada a um breve histórico objetivando à explanação dos principais elementos constituintes do atual estoque da dívida de Minas Gerais. Finalmente, será realizada uma análise quantitativa da dívida mineira, avaliando sua sustentabilidade e suas implicações para o bem-estar de sua população.

5.1 Administrando a Dívida em Períodos de Baixo Crescimento

Como visto, a capacidade de pagamento das obrigações por parte do setor público decorre diretamente do desempenho da economia local, constrangimento importante às realidades que vislumbram um sombrio horizonte econômico. A contínua deterioração dos níveis de produção observados na atualidade, bem como as negativas perspectivas socioeconômicas, perfazem um ambiente ainda mais desafiador à administração pública dos governos subnacionais.

A contratação de dívida, *per se*, não representa um demérito para o governo que a contrai. O endividamento, como posto na introdução do presente trabalho, se dá em plena consonância com o interesse público quando contraído sob a premissa de mitigar os efeitos de estresses e perturbações na economia ou de se realizar investimentos social e economicamente rentáveis. Todavia, elevados e crescentes níveis de dívida pública trazem consequências perversas ao Estado e, conseqüentemente à população sob sua jurisdição. Como acentua o Fundo Monetário Internacional (FMI), elevados níveis de endividamento, além de pressionarem pela elevação das taxas de juros, aumentam a vulnerabilidade da administração pública perante choques econômicos, através da diminuição de sua capacidade de pôr em marcha políticas anticíclicas e aumentar o superávit primário, sendo estes os principais motivos pelos quais as agências classificadoras de risco avaliam a sustentabilidade da dívida de um ente público (FMI, 2016).

A lida com altos níveis de endividamento aliados ao baixo crescimento econômico é uma tendência que não aflige tão-somente a realidade brasileira. Contextos macroeconômicos avançados têm apresentado níveis recordes de endividamento desde a II Guerra Mundial, contando, todavia, com módicos crescimentos da produção econômica, uma das principais vias utilizadas para a redução da proporção entre dívida e PIB. Segundo o FMI, a mediana das taxas de endividamento em relação ao PIB em países desenvolvidos passou de 45%, no início da crise econômica de 2008, para 74% ao final de 2012. Ainda segundo a organização, os reestabelecimentos de níveis saudáveis da dívida desde a década de 1980 se deram, via de regra, em contextos de amplo crescimento econômico e fortes superávits primários.

Entretanto, as perspectivas futuras em relação ao crescimento econômico preveem elevações no nível de renda a taxas mais modestas do que aquelas observadas a partir da segunda metade do século XX, mormente a partir da década de 1980. De acordo com o FMI, as expectativas em relação à produção em economias avançadas indicam um crescimento médio do PIB, para o período 2013-2018, de 1,5% inferior do que o crescimento observado entre 1980 e 2007 (FMI, 2016).

Em adição às expectativas de baixo crescimento econômico para os próximos períodos, determinações de ordem demográfica acabam por agravar o estrangulamento sobre as finanças públicas. Especialmente em economias avançadas, o envelhecimento da população e a diminuição paulatina da população economicamente ativa, bem como a elevação dos gastos públicos relacionados ao envelhecimento da sociedade, pressionam a administração pública a estabelecer um contexto de saúde e equilíbrio fiscal de tal sorte a habilitar o Estado a continuar

cumprindo com seus papéis, além, é claro, de se sustentar financeiramente no novo contexto demográfico. Como mostram as Tabelas 5.1 e 5.2 e de acordo com o FMI,

Looking forward, the looming surge of age-related spending will complicate the task for countries that have to bring down high debt. Not only are there no obvious areas for expenditure adjustment—such as the politically easy-to-implement military spending cuts after World War II—but age-related health care spending in advanced economies is estimated to increase by more than 3 percentage points of GDP over the next 20 years. At the same time, pension spending is projected to rise by over 1 percentage point of GDP during the same period” (FMI, 2016, p. 6).

Tabela 5.1 -Taxa de Dependência Idosa em Países Industrializados - 1990 e 2030

País	1990	2030
Japão	19	49
Alemanha	24	54
França	23	43
Itália	24	52
Reino Unido	27	43
Canadá	19	44
Estados Unidos	21	36

Fonte: Elmendorf e Mankiw, 1998.

Tabela 5.2 - Projeção dos Efeitos do Envelhecimento sobre Parâmetros Fiscais em Países Industrializados (% do PIB)

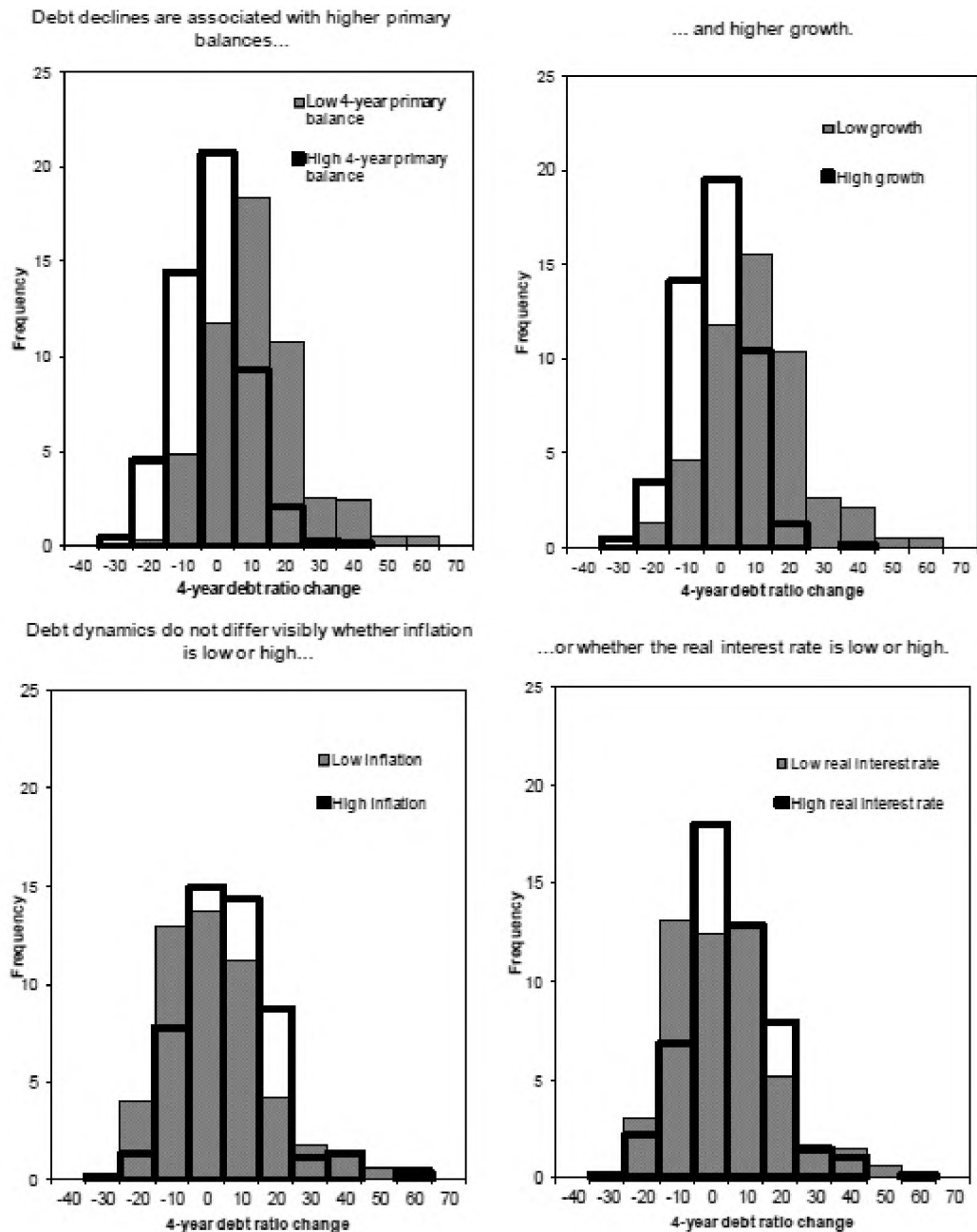
País	Superávit Primário		Mudança no Déficit de 2000 a 2030
	1995	2030	
Estados Unidos	0,4	-3,8	44
Japão	-3,4	-8,7	190
Alemanha	-0,6	-6,6	45
França	-1,6	-4,5	62
Itália	3,4	-5,9	109
Reino Unido	-2,8	-1,4	27
Canadá	1,5	-1	39
Austrália	-	-1,4	37
Áustria	-2,7	-7,7	171
Bélgica	4,3	-0,5	42
Dinamarca	2	-2,3	124
Finlândia	-4,3	-8,8	213
Islândia	-1,1	-3,3	41
Irlanda	1,8	-	2
Países Baixos	1,4	-6	142
Noruega	3,2	-4,7	135
Portugal	0,6	-5,6	110
Espanha	-1,1	-4,4	66
Suécia	-5,1	-2,7	117

Fonte: Elmendorf e Mankiw, 1998.

Desta sorte, as perspectivas postas revelam a urgência da administração pública de moldar, no presente, sua dinâmica administrativa para poder lidar, com o menor nível de trauma, com as mudanças da sociedade.

Em um importante relatório elaborado em 2013 pelo FMI – *Dealing with High Debt in a Era of Low Growth* - o fundo realizou uma análise acerca de 30 episódios de redução de endividamento do setor público, de maneira avaliar os fatores determinantes para tal movimento. A Figura 5.1 discrimina a evolução quadrienal da relação entre dívida pública e o PIB entre os anos 1980 e 2011. Como mostrado pela figura, as reduções das proporções Dívida/PIB ocorreram em maior frequência em períodos onde o crescimento real do PIB de um país se encontrava em patamares acima da mediana histórica nacional. Igualmente importante foi a manutenção de superávits primários pela administração pública.

Figura 5.1 – Densidade da Mudança do Endividamento Condicionada a Variáveis Macroeconômicas



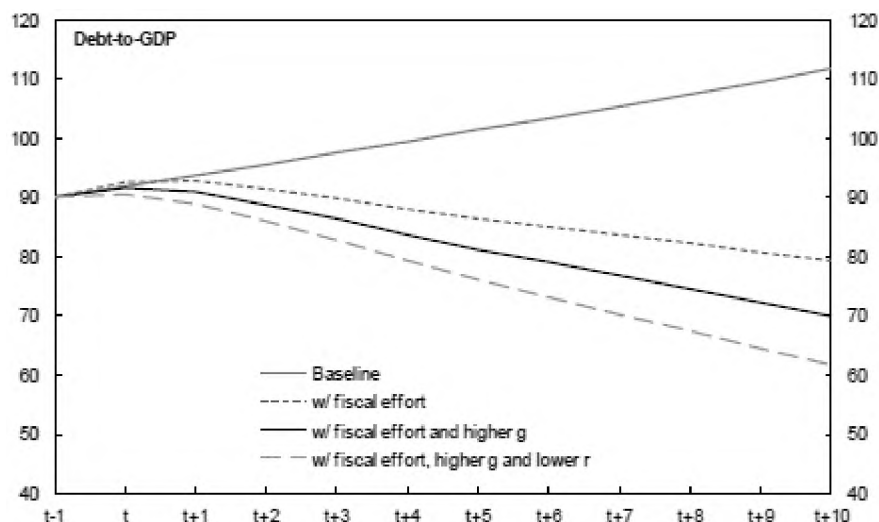
Fonte: FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Dealing with high debt in a low-growth era. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1307.pdf>> Acesso em: 02 mar. 2016.

Entretanto, como ressalta o FMI, alguns dos grandes episódios de redução do nível de endividamento ocorreram em conjunturas iniciais adversas. No período entre 1989 e 2007, Austrália, Dinamarca, Islândia, Israel, Países Baixos e Nova Zelândia conseguiram, apesar de baixo crescimento econômico, reduzir a dívida de 90% do PIB para aproximadamente 50%. Outra famigerada ocorrência se deu na Itália, onde fora verificada uma redução de 18% do nível

de endividamento em um país cuja dívida pública representava 122% do PIB, apesar de um crescimento médio real do produto de apenas 1,5% entre 1994 e 2003. Destarte, fica evidenciado que a tarefa de se reduzir os níveis de endividamento estatal não são atividades triviais, apesar de serem possíveis mediante esforços e comprometimento da administração pública. Como bem coloca o Fundo, “These episodes suggest that when countries try hard, large debt reversals can be achieved even in a low-growth environment” (FMI, 2013, p. 19).

A realidade mineira, permeada por reduções sucessivas da atividade econômica, além de perspectivas de baixo crescimento para os próximos anos e elevações no estoque da dívida, põe, à administração pública, a responsabilidade de realizar responsáveis ajustes fiscais no sentido de se reduzir o endividamento para impedir uma trajetória explosiva na relação entre a dívida e o PIB estadual. Entretanto, apesar de se configurar como uma das mais efetivas medidas neste sentido, os ajustes fiscais devem ser tomados com cautela, de maneira a mitigar os riscos de contrações do produto devido aos seus efeitos multiplicadores. Como visto no capítulo anterior, a elevação dos gastos do governo – tipicamente uma política fiscal – possui o condão de produzir efeitos multiplicadores positivos na economia, aumentando a renda de equilíbrio em proporções maiores do que o aumento dos dispêndios públicos. Apropriando-se da mesma lógica, a redução dos gastos governamentais provê à economia redução na renda de equilíbrio em uma proporção maior do que o fato gerador, como mostrado pela Figura 5.2, sendo r as taxas de juros e g os superávits fiscais. Destarte, torna-se imperativo que as políticas econômicas com vistas ao alcance de superávits primários sejam bem desenhadas de tal sorte a impedir que a austeridade fiscal acabe por prejudicar o objetivo inicial, ou mesmo que os direitos fundamentais da sociedade sejam colocados em cheque por contingências econômicas e políticas.

Figura 5.2 - Reversões na Proporção Dívida/PIB de Acordo com Mudanças Econômicas



Fonte: FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Dealing with high debt in a low-growth era. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1307.pdf>> Acesso em: 02 mar. 2016.

A manutenção da sustentabilidade da dívida é de fundamental importância para a administração pública. Em se tratando de esferas de governo que se financiam através da emissão de dívida mobiliária, níveis saudáveis e estáveis de endividamento sinalizam a sanidade das finanças do governo e, submetidos aos filtros das expectativas do mercado, se traduzem em reduzidas taxas de juros necessárias ao financiamento dos déficits. A redução das taxas de juros, por sua vez, modifica os estímulos em relação ao investimento e ao consumo, porquanto o crédito estará à disposição a um menor custo, aumentando o nível de produção e reduzindo a proporção dívida/PIB. Passando-se o foco da análise para as esferas administrativas cujo endividamento se dá através de contratos, a sustentabilidade da dívida impacta, fundamentalmente, as expectativas dos potenciais credores e, conseqüentemente, modifica os termos pelos quais serão feitas as concessões de crédito.

As avaliações de crédito realizadas pelas agências classificadoras de risco não põem, entretanto, a proporção dívida/PIB (ou receita) como principal fator de influência da situação creditícia do avaliado. Nos três casos, a importância dada a outros fatores, como o ambiente institucional, por exemplo, supera em larga medida a atenção dada à proporção mencionada. Esta opção decorre do fato de que, dependendo dos fundamentos do mercado financeiro, bem como de seu estágio de desenvolvimento, o acesso ao crédito não é impactado por altos níveis de endividamento¹⁵, sendo mais significativas as observações quanto ao custo do capital e do

¹⁵ Segundo a Standard & Poor's, "We derive our debt burden anchor from the combination of a forward-looking assessment of an LRG's debt and interest burden, relative to its available resources" (STANDARD & POOR'S,

comprometimento orçamentário com os juros e as correções. Em sua avaliação acerca dos riscos idiossincráticos envolvendo um avaliado, a Moody's avalia a proporção da receita consumida pelos juros da dívida, observando a vulnerabilidade das finanças públicas perante as remunerações do capital. Entretanto, *coeteris paribus*, o nível de endividamento do setor público indica, ao mercado de crédito, uma tendência que não pode ser ignorada acerca da capacidade de pagamento futura. Como destacado pela Fitch (2016), elevados níveis de dívida comprometem a solvência dos governos subnacionais, enquanto que uma fraca estrutura da dívida expõe o Estado aos riscos das taxas de juros, do câmbio e do refinanciamento.

Desta maneira, a administração de uma realidade socioeconômica adversa não se perfaz como uma exclusividade dos governos regionais e locais brasileiros, tampouco de Minas Gerais. A dinâmica econômica que circunda o setor público impõe novos desafios ao tratamento das questões financeiras dos entes subnacionais. Dado o novo contexto de constrangimento fiscal, é fundamental que a administração pública não se furte da obrigação de modificar seus processos e sua lógica de intervenção na realidade, de tal sorte a tornar suas atuações o mais eficiente possível, habilitando-a a enfrentar os novos desafios postos pelo desenvolvimento da dinâmica econômica em todo o mundo.

5.2 Formação do Estoque da Dívida de Minas Gerais

A estrutura do estoque da dívida de Minas Gerais, tal qual como conhecida atualmente, teve sua origem, em grande medida, na década de 1990, com a edição da Lei nº9496/97, no arcabouço do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, em um contexto de sistemáticos esforços do governo central para controlar os canais de endividamento dos entes subnacionais. À época, os estados se encontravam em uma situação de intensa asfixia fiscal, devido, principalmente, aos elevados encargos assumidos pela dívida, bem como aos exorbitantes gastos com folha de pagamento de pessoal, que chegaram a consumir, no caso mineiro, aproximadamente 95% da receita em 1996. Entretanto, a preocupação da União acerca do endividamento dos estados e municípios não era nova. Já na década anterior, o governo federal deu início a diversos processos de contenção do crescimento da dívida, bem como de regulação das finanças públicas (VICTORINO, 2004). Segundo Oliveira e Gontijo,

Foi na década de 1980 que os canais de endividamento dos estados – e também dos municípios – começaram a ser bloqueados, quando a exaustão dos recursos externos,

2016a, p 35). Neste mesmo diapasão, declara a Moody's: "Since increases in interest payments call for either corresponding decreases in program spending or increases in revenue flows, the relative share of operating revenue consumed by interest payments is an important consideration for our analysts; the lower the ratio, the lower the risk" (MOODY'S, 2016, p. 11).

com a crise da dívida nos primeiros anos dessa década, exigiu do Brasil fortes ajustes recessivos da economia, maior controle do crédito que irrigava o setor público e a atividade produtiva, rigor na redução dos desequilíbrios fiscais dos governos, em geral, e também maior necessidade de geração de divisas estrangeiras para o país honrar o pagamento de sua dívida (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012, p. 32).

Destarte, foram iniciados diversos programas de ajuste fiscal para os entes subnacionais, relacionados, principalmente, à redução do endividamento, colocados em prática através de medidas restritivas de crédito. A primeira delas foi a edição da Resolução 831, de 1983, do Banco Central, que limitava a expansão dos créditos do sistema financeiro ao setor público. Entretanto, a edição de dispositivos legais que dispunham sobre a contenção do endividamento não colocava para a administração pública uma solução exequível para os problemas concernentes às finanças públicas. Durante a década de 1980, o Brasil experimentou um contexto econômico marcado pelas muito elevadas taxas de inflação acompanhadas pela estagnação do crescimento econômico, atingindo diretamente as receitas dos estados. Dado o contexto de estrangulamento das receitas, os estados recorriam ao não cumprimento das disposições dos contratos, adiando e atrasando o pagamento das suas obrigações (VICTORINO, 2004). Neste contexto, a União colocou em marcha o processo de federalização da dívida, concedendo, em um primeiro momento, empréstimo para que os estados pudessem saldar alguns de seus compromissos. Já em 1993, a Emenda Constitucional nº3 proibiu a emissão de títulos da dívida até o final do ano de 1999, excluídos os casos de refinanciamento do principal atualizado ou para a cobertura do valor dos precatórios judiciais.

Novamente, a tentativa de controle das finanças públicas estaduais pelo governo central não foi capaz de perfazer um cenário de equilíbrio orçamentário e fiscal. A realidade se apresentou bem aquém das expectativas, sendo verificada somente uma nova supressão financeira sobre os estados. Diversas outras disposições foram editadas e promulgadas no mesmo sentido das anteriores, porém, apesar de conseguirem pequenos avanços, não foram suficientes para prover soluções para o endividamento mobiliário dos estados, que trazia um enorme fardo devido aos altos custos de refinanciamento. Percebeu-se, então, a necessidade de programas que fossem capazes de dar soluções críveis, sustentáveis e exequíveis aos pontos de estrangulamento das finanças públicas. Como observado por Oliveira e Gontijo,

Para o governo federal concluir o processo de maior controle dos gastos e endividamento dos governos subnacionais era indispensável naquele momento: 1) criar mecanismos legais de controle de seus gastos com pessoal, considerados os que mais pressionavam suas finanças e os principais responsáveis por seus desequilíbrios nas contas primárias; 2) fechar os canais de endividamento, que sancionavam o seu excesso de gastos, com a privatização de seus bancos, que as administrações utilizavam seja para a colocação de seus títulos, seja para a obtenção de empréstimos para cobrir seus desequilíbrios; 3) criar mecanismos legais para vetar-lhes a emissão de títulos da dívida mobiliária, que vinha avançando celeremente na sua estrutura de endividamento, e que se transformara, diante dos riscos crescentes que representava,

associados à conjuntura de elevadas taxas de juro, as principais fontes de seus desequilíbrios orçamentários e garantia de que estes governos caminhavam para uma situação de insolvência (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012, p. 35).

Somadas às dificuldades nas finanças públicas estaduais já observadas nos primeiros anos da década de 1990, a fragilidade do contexto macroeconômico brasileiro e as turbulências causadas pelo Plano Real foram decisivas para desvelar sérias dificuldades na gestão dos recursos públicos. No caso de Minas Gerais, os fundamentos financeiros se encontravam em completa deterioração, caminhando rapidamente para uma situação de insustentabilidade fiscal e orçamentária. A despeito dos ínfimos dispêndios em investimentos, o estado continuou a contratar operações de crédito, fazendo com que a relação Operações de Crédito/Despesas de capital assumisse a taxa de 377% no ano de 1996. Verifica-se, então, a debilidade das contas públicas estaduais ao empregar receitas de capital para o saldo de despesas correntes, caracterizando, definitivamente, a insustentabilidade de suas finanças. No mesmo ano, os gastos com pessoal consumiram 70% da receita líquida, enquanto o serviço da dívida absorvia 24,5 % adicionais, como discriminado na Tabela 5.3. Tão decisivos para este cenário quanto as dificuldades de gestão interna, foram as políticas econômicas adotadas pelo governo federal, responsáveis por catalisar o processo de degradação verificado. Em se tratando do estoque da dívida, as altas taxas de juros utilizadas no início do Plano Real contribuíram para o aumento sem precedentes do passivo mineiro. Outro evento importante foi a edição de Lei Kandir (LC 87/96), que desonerava de ICMS as importações de produtos primários, semielaborados, e de outros produtos adquiridos para a produção de bens de capital, penalizando diretamente as arrecadações estaduais. Até 1998, as perdas derivadas da exoneração prevista por esta Lei totalizavam R\$422 milhões (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012). Neste contexto, a capacidade de ação dos governos estaduais se encontrava engessada, não sendo Minas Gerais uma exceção. Em última instância, as dificuldades financeiras eram arcadas por aqueles sob a jurisdição dos estados. A frieza dos números, todavia, não é capaz de transmitir o impacto do cenário mencionado sobre a sociedade, que, certamente, sempre é penalizada pela incapacidade relativa do Estado de dar consecução às devidas políticas públicas.

Tabela 5.3 - Indicadores das Finanças Públicas do Governo do Estado de Minas Gerais - 1996

Indicador	%
Grau de comprometimento da Receita com Pessoal	70,6
Ativos	46,3
Inativos e Pensionistas	24,3
Grau de Vulnerabilidade Financeira	24,5
Serviço da Dívida/IICMS	38,1
Investimento/Receita Própria	2,9
Investimentos/Despesa	2,3
Operações de Crédito/Despesas de Capital	377
Operações de crédito/Serviços da Dívida	115,5
Dívida/receita própria líquida	196,7
Dívida/ICMS Líquido	306

Fonte: Tribunal de Contas do Estado de Minas Gerais, 1998. Dados retirados do livro Dívida Pública do Estado de Minas Gerais: a renegociação necessária (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012, p. 40).

Dado, então, o contexto de extrema fragilidade das finanças estaduais, somado às perspectivas negativas relacionadas à dívida destes entes, foi editada e promulgada, em 11 de setembro de 1997, a Lei nº9496, que, dentre outros objetivos, buscou garantir a operacionalização efetiva do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados. Para tanto, a União assumiu a dívida pública mobiliária estadual, bem como “outras obrigações decorrentes de operações de crédito interno e externo, ou de natureza contratual, relativas a despesas de investimentos, líquidas e certas, exigíveis até 31 de dezembro de 1994” (BRASIL, 1997). Outra importante disposição da referida lei para a consecução do programa foi o saneamento dos bancos públicos estaduais, que, segundo o §6º do Art. 1º, visava à redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária. Assim, valendo-se da má situação financeira dos estados, a União buscava fechar os diversos mecanismos utilizados pelos mesmos para cobrir seus respectivos déficits fiscais.

Em fevereiro de 1998, o Governo de Minas Gerais assinou o acordo de refinanciamento de sua dívida, de maneira a passar, para o Governo Federal, sua dívida mobiliária interna, os empréstimos da Caixa Econômica Federal, os empréstimos de algumas entidades privadas e do Banco do Brasil e contratados na modalidade de ARO (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012). Conforme a Tabela 5.4, o montante assumido pela União, à época, totalizou R\$13,556 bilhões, sendo, deste total, descontados R\$ 2,615 bilhões relativos a créditos que o Governo Estadual possuía junto ao soberano. Somados ao montante, estiveram R\$4,344 bilhões relativos ao saneamento dos bancos estaduais, prevendo

(...)os processos de alienação do BEMGE, transformação do BDMG em agência de fomento; convalidação do processo de liquidação extrajudicial da MINASCAIXA em liquidação ordinária e obtenção de recursos para liquidação de empréstimo contraído junto à Caixa Econômica Federal para viabilização do processo de privatização do Banco de Crédito Real do Estado de Minas Gerais – CREDIREAL (MINAS GERAIS, 2016c).

Tabela 5.4 - Composição da dívida renegociada pelo Estado de Minas Gerais com o Acordo da Dívida com a União em 1998 (Em R\$ milhões correntes)

Discriminação	Valores
1. Total da dívida refinanciada	11.827,50
Mobiliária	9.784,50
Banco do Brasil (Voto 162/95)	38,80
CEF (Voto 162/95)	270,60
Bancos privados	141,40
Correção dívida renegociada até a assinatura do contrato	1.591,70
2. Abatimentos	2.615,40
Crédito atualizado IPI – Exportação	50,70
Abatimento (amortização) de 10%	972,90
Subsídio União: correção da dívida	1.591,70
3. Total da dívida refinanciada (2-1)	9.212,10
4. Financiamento para saneamento dos bancos	4.344,30
5. Total de financiamento da União (3+4)	13.556,40
6. Dívida não assumida pela União, mas incluídas no limite	2.612,50
Lei 8727/93	1.201,50
Lei 7976/89	153,70
Dívida externa até 30/09/91	634,80
Eurobônus	223,00
CEF/Credireal	399,10
7. Total da dívida renegociada	16.168,90

Fonte: Relatórios técnicos do Tribunal de Contas do Estado de Minas Gerais (TCEMG) de 1998 e 1999 e Secretaria de Estado de Fazenda do Estado de Minas Gerais, 1998. Dados retirados do livro Dívida Pública do Estado de Minas Gerais: a renegociação necessária (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012, p. 47).

Na formalização do acordo entre o governo federal e os estados, foi estabelecido que a taxa de juros assumida por cada ente iria variar de acordo com a proporção do montante da dívida que fosse pago inicialmente. Caso fossem abatidos 20% do valor refinanciado, à nova dívida contratual incorreriam 6% de juros anualmente, contra 7,5% em caso de 10% abatidos e 9% caso não fosse feito nenhum pagamento imediato. Além dos juros incidentes sobre o principal, definiu-se a utilização IGP-DI como taxa referência para as correções inflacionárias. No caso mineiro, o governo de Eduardo Azeredo realizou um abatimento de 10% inicial da dívida mediante a privatização de algumas empresas estaduais, sendo elas a CASEMG, CEASA, COPASA, COPESUL, BEMGE e com a venda de participações acionárias da AÇOMINAS (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

O acordo de refinanciamento da dívida, amparado pela Lei nº 9496/97, determinou que os estados teriam um prazo limite para o saldo da dívida junto à União de trinta anos, contados a partir de 1998. Durante o período de pagamento, o estado de Minas Gerais foi beneficiado com o estabelecimento de um teto de comprometimento de seu orçamento, onde, até 2028, final do prazo estabelecido, somente 13% de sua Receita Líquida Real (RLR)¹⁶ poderia ser utilizada para o pagamento dos encargos da dívida. Após este período, caso haja, todavia, saldo remanescente, o estado deve repactuar o restante devido por mais dez anos, sem contar com o benefício do teto.

Dentre os elementos constitutivos do estoque da dívida mineira, não há dúvidas de que os haveres monetários devidos à união respondem pela maior fatia dentre a totalidade. Em dados divulgados em fevereiro de 2016 pela Secretaria de Estado de Fazenda, Minas Gerais devia, em moeda nacional e internacional, R\$79,3 bilhões ao governo federal, perfazendo, portanto, aproximadamente 74% do montante total que compõe o estoque da dívida. Em relação à quantia devida ao soberano que fora contratada no contexto do refinanciamento da dívida estadual, muito se critica quanto às taxas de juros assumidas e ao índice inflacionário estabelecido para as correções monetárias. Devido ao fato de que Minas optou pelo abatimento inicial de 10%, este arcou com taxas de juros de 7,5% a.a., contra os 6% a.a. incidentes sobre os estados que optaram por um abatimento de 20%. Dado o cenário fiscal vivido pela administração pública mineira à época, não foi possível, ao estado, realizar um pagamento maior, sendo penalizado com elevados encargos sobre sua dívida. Apesar de contar, após o contrato com a União, com taxas menores do que aquelas atreladas à sua dívida mobiliária, é inegável que o vertiginoso crescimento do passivo mineiro relacionado à dívida está intimamente relacionado com as taxas de juros devidas à União, elevadas mesmo se se considera o sistemático crescimento do produto estadual. Importante, também, para o crescimento da dívida em questão, foi o indexador inflacionário previsto para as correções das variações dos preços. A partir da conjuntura macroeconômica estabelecida a partir de 1998, o IGP-DI se descolou, temporalmente, do IPCA e do deflator do PIB, tornando ainda mais onerosos os encargos da dívida ao estado. No período entre 1998 e 2010, o IGP-DI acumulou uma variação de 206,3%, enquanto o deflator implícito do PIB verificou uma variação mais modesta, de 176,7%, e o IPCA de módicos 122,7% (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

¹⁶ Segundo a redação da Lei nº 9496/97, “Entende-se como receita líquida real, para os efeitos desta Lei, a receita realizada nos doze meses anteriores ao mês imediatamente anterior àquele em que se estiver apurando, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de alienação de bens, de transferências voluntárias ou de doações recebidas com o fim específico de atender despesas de capital e, no caso dos estados, as transferências aos municípios por participações constitucionais e legais” (BRASIL, 1997).

Outro componente do estoque da dívida que representou um grande fardo para as finanças públicas mineira foi a dívida junto à CEMIG, presente no passivo mineiro de 1995 a 2012. Este compromisso foi incorporado ao estoque da dívida no início do governo de Eduardo Azeredo em um acordo de permuta junto ao Governo Federal. À época, Minas Gerais assumiu os créditos que a CEMIG possuía com a União em troca do saldo da dívida contratada no contexto da Lei 7976/89. Com uma taxa de juros de 6% a.a. e um prazo de pagamento de 17 anos, este contrato se revelou extremamente oneroso ao estado, sendo seu passivo agravado pelo aumento, em outubro de 2002, das taxas de juros para 12% a.a., perfazendo um cenário de calamidade para as contas públicas do estado. A primeira amortização, dado o período de três anos de carência ocorreu em 1998, quando Minas, ao final do ano, já acumulava uma dívida de R\$956 milhões com a companhia energética. A preços de 2010, para fins comparativos, o montante devido passou de R\$2,6 bilhões, em 1998, para R\$3,93 bilhões, em dezembro de 2002; experimentando um aumento real de 58,9%, conforme a Tabela 5.5. (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012). Ao final de 2011, a dívida em questão respondia por 8,1% do montante total de endividamento do estado, que se encontrava em um patamar próximo aos R\$70 bilhões.

Tabela 5.5 - Evolução da Dívida com a CEMIG
Governo do Estado de Minas Gerais: 05/08/1998 a 31/12/2002 (Em R\$ milhões)

Data	A Preços Correntes	A	%Dívida Consolidada	%Receita Tributária	Encargos Anuais %	Arrecadação Tributária (%)
		Preços de 2010				
31/12/1998	956,3	2603,3	5,1	15,7	7,8	...
31/12/1999	1004,9	2559	4,3	14,6	27,18	12,95
31/12/2000	1156	2761,5	4,5	14,9	16,4	19,81
31/12/2001	1478,8	3189,1	5,1	16,6	17,02	19,41
31/12/2002	2015,7	3928,1	5,9	18,1	33,99	13,14

Fonte: Relatórios Técnicos do Tribunal de Contas do Estado de Minas Gerais. Dados retirados do livro Dívida Pública do Estado de Minas Gerais: a renegociação necessária (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012, p. 73).

(*) Correção monetária pelo deflator implícito do PIB de MG

Para diminuir a hemorragia nas contas pública, o governo estadual contratou três operações de crédito (Agência Francesa de Desenvolvimento – AFD –, Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento – BIRD – e Crédit Suisse) em um movimento de refinanciamento da dívida com a CEMIG. As taxas de juros que, desde 2006, já haviam sido reduzidas para 8,18% a.a., foram substituídas por taxas médias de 4% a.a., além de um desconto de 35% do total refinanciado, representando uma redução de R\$2,2 bilhões do estoque global da dívida.

É notável, então, a importância que as operações de crédito assumem no ambiente financeiro do estado. A dívida contratada possui a capacidade de alavancar a receita e, portanto, a renda estadual. Porém, esta também pode comprometer as finanças públicas durante muitos anos. Faz-se de grande relevância, assim, uma análise da administração sustentável da dívida, que, em verdade, corresponde aos esforços da administração pública de manter sob controle o crescimento do passivo, bem como estabelecer seu avanço aquém das taxas de crescimento real do produto estadual. Como será mostrado doravante, uma relação explosiva entre a Dívida e o PIB compromete a capacidade do estado de intervenção no domínio social, ofuscando sua faculdade de transformação da sociedade. Certa é, assim, a importância do tema em questão para a execução das políticas públicas, que se configura como a atividade mais própria do Estado.

5.3 A Sustentabilidade da Dívida Mineira e sua Importância Socioeconômica

As questões relativas à dívida pública devem, assim como as demais variáveis analisadas pelas finanças públicas, ser colocadas em perspectiva com os agregados macroeconômicos e fiscais que as cercam. Ao se expressar a dívida pública de um dado ente governamental, o montante nominal, dito por si só, não é capaz de traduzir a profundidade do endividamento do mesmo. Um valor de, digamos, R\$1.000.000.000 pode ser um montante significativo para um governo, e, ao mesmo, tempo, não representar grandes somas de recursos para outro. Dessa maneira, o endividamento deve ser posto em relação a outras variáveis capazes de indicar o grau e a dimensão da dívida pública sob análise. Tradicionalmente, a dívida é estudada em comparação ao PIB, haja vista a relação próxima entre o desempenho econômico e a capacidade do Estado se manter solvente, mas é comum, mormente após a edição de dispositivos legais que regulam o endividamento público, da comparação da dívida público com agregados fiscais, como a Receita Corrente Líquida e a Receita Líquida Real.

Outro fator de grande relevância ao se tratar do endividamento das entidades governamentais é a remuneração do capital exigida pelos excedentários. O tamanho da dívida, mesmo se expressado através da relação com o PIB, pode não ser uma ferramenta muito útil quando se pretende discutir os impactos do endividamento sobre o orçamento. É preciso, pois, que sejam observados os prazos estabelecidos, bem como os custos envolvidos no financiamento do déficit da administração pública. Levando-se esta análise para o nível nacional, é possível se verificar países cujo endividamento se encontra em patamares significativamente superiores se comparado ao Brasil e, *contrario sensu*, não convivem com o

mesmo desconforto orçamentário causado pela dívida brasileira. Este fato decorre do menor custo de financiamento em que incorrem alguns países com um mercado de capitais bem desenvolvido, como, por exemplo, o Japão e a Itália, cujos níveis de endividamento atingiram, respectivamente, em 2005, 161,1% e 120,8% do PIB (GIAMBIAGI; ALÉM, 2008). Outro exemplo que pode ser tomado para ilustrar a questão é o custo dos títulos públicos americanos, que são remunerados, em média, à uma taxa de 0,5% a.a., enquanto os títulos brasileiros são remunerados a uma taxa de média 14,25% a.a., além de contarem com prazos menores do que de seus congêneres estadunidenses, tornando o endividamento do Governo Federal extraordinariamente oneroso aos cofres públicos. Como bem é mostrado por Giambiagi e Além (2008),

(...) os países mais avançados, em alguns casos com a dívida maior do que a brasileira, costumam ter um mercado de títulos públicos suficientemente desenvolvido, combinado com uma longa tradição de estabilidade, que lhes permite ter uma proporção elevada da sua dívida na forma de papéis de longo prazo de maturação e, o que é tão importante quanto isto, com taxas de juros pré-fixadas (GIAMBIAGI, ALÉM, 2008, p. 218).

A explicação econômica básica para esta diferença é a baixa taxa de juros (a remuneração do capital) nos países desenvolvidos. Isto implica em dois pontos relevantes e interligados. O primeiro se refere ao próprio custo da dívida. Como os países centrais pagam taxas menores de juros, o impacto no orçamento de dívidas similares também será menor. Por outro lado, como a remuneração do capital é menor, o valor dos ativos seriam maiores nos países centrais (ativos com o mesmo retorno esperado seriam mais baratos nos países periféricos que nos países centrais). Isto implica dizer que a relação riqueza-PIB nos países centrais é muito mais elevada que nos periféricos. Assim, uma mesma proporção da dívida em relação ao PIB nos países centrais acarreta em uma relação muito menor entre a dívida pública e a riqueza local, levando a um risco muito menor de insolvência.

A dinâmica da dívida contratual segue, em grande medida, os mesmos contornos da mobiliária. As taxas de referência que remuneram os títulos públicos brasileiros não representam com total fidedignidade o *trade-off* mencionado nos capítulos anteriores, vez que as taxas de juros vêm sendo usadas como instrumentos da política monetária com vistas ao controle dos níveis inflacionários¹⁷ (SILVA; LONGUINHOS, 2013). Entretanto, tirando-se os componentes da referida política, parte significativa das taxas de remuneração da dívida

¹⁷ Cf. SILVA, E.O.; LONGUINHOS, M.A.A. A política Monetária Brasileira nos Anos de Governo de FHC e Lula Entre 1995 a 2010.

mobiliária é dada em função do risco de *default* por parte de seu emissor. Neste mesmo sentido, a dívida contraída pelos estados brasileiros, revelam, através de seus dispositivos contratuais, a íntima relação entre as expectativas dos agentes e a capacidade de pagamento do tomador. O acúmulo repentino, desordenado e irresponsável de obrigações futuras indica ao mercado o descontrole financeiro e a incapacidade da administração pública gerir seus dispêndios de acordo com seus recursos (FITCH, 2015). Faz-se imperativo, então, que o endividamento do estado se dê de forma responsável e sustentável, de maneira a evitar que os recursos só adentrem no orçamento público mediante elevadas taxas de juros.

A sustentabilidade da dívida, então, é tida como um dos pilares utilizados pelas agências classificadoras de risco ao avaliar a qualidade de crédito emitido pelos governos locais e regionais. A proporção dívida/PIB deve estar estabelecida em parâmetros constantes ou decrescentes, vez que uma trajetória explosiva da relação indica a perda da capacidade administrativa por parte do deficitário, aumentando os riscos envolvidos nas operações de crédito.

5.3.1 Análise Quantitativa da Sustentabilidade da Dívida de Minas Gerais

A sustentabilidade da dívida é uma questão de fundamental importância para que o estado esteja hábil a cumprir com suas principais funções e razões de ser. Na introdução do presente trabalho, foi mostrado que a parcela das despesas totais do estado utilizada para o abatimento da dívida e de seus encargos se aproxima dos gastos com saúde, área de extrema relevância para a população. A redução do endividamento público, em proporção do PIB, deve se dar, principalmente, através de esforços fiscais e realização de superávits primários, já que o PIB de Minas vem observando sucessivos decréscimos, afora as negativas perspectivas em relação ao futuro econômico. Ao se analisar o comportamento futuro das obrigações mineiras, tem-se uma perspectiva do comprometimento necessário do orçamento público com o endividamento contraído pelo estado. Em um estudo feito em 2006 pelo Tribunal de Contas da União – “Solvabilidade dos Créditos da União com o Estado de Minas Gerais” – o órgão revela a delicadeza das finanças públicas mineiras para os próximos anos. Dentre outras conclusões, o referido estudo indica que, ao final do período para o pagamento da dívida contraída sob o amparo da Lei nº9496/97, o saldo residual corresponderia a 266% RLR, o que exigiria que fossem destinados, anualmente, exorbitantes 38,7% da RLR para que o saldo devedor pudesse ser abatido até 2038 (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012). A estabilização das contas públicas

perpassa, então, pelo crescimento econômico e pela utilização dos superávits primários para a amortização da dívida contratada pelo estado.

Para fins de análise quantitativa, a dívida pública, pode ser descrita como

$$D_t = D_{t-1} + J_t - SP_t$$

Onde J são as despesas nominais com os juros e SP é o superávit primário. Como o que nos interessa é a relação das variáveis da dívida sob a perspectiva da dimensão econômica do estado, tem-se que a dívida pública em relação ao PIB pode ser descrita como

$$\frac{D_t}{PIB_t} = \frac{D_{t-1}}{PIB_{t-1}} \times \frac{PIB_{t-1}}{PIB_t} + \frac{J_t}{PIB_t} - \frac{SP_t}{PIB_t}$$

Onde $\frac{J_t}{PIB_t}$ pode ser representado por

$$\frac{J_t}{PIB_t} = \frac{D_{t-1}}{PIB_{t-1}} \frac{PIB_{t-1}}{PIB_t} \times i_{t-1}$$

Sendo i a taxa de juros nominal. Desta sorte, podemos chegar a

$$d_t = \frac{D_{t-1}}{(1+q)(1+\pi)} + \frac{D_{t-1}}{(1+q)(1+\pi)} \times i_{t-1} - h_t$$

Em que h é a relação entre o superávit primário e o PIB, q é a taxa de crescimento real do PIB e π é a inflação. Portanto,

$$d_t = \frac{d_{t-1}(1 + i_{t-1})}{(1 + q)(1 + \pi)} - h_t$$

Chamando-se

$$\Psi_t = \frac{(1 + i_{t-1})}{(1 + q_t)(1 + \pi_t)}$$

Temos, finalmente,

$$d_t = \Psi_t d_{t-1} - h_t$$

E, portanto,

$$h_t = \Psi_t d_{t-1} - d_t$$

Destarte, fica posto o papel desempenhado pelo superávit primário na estabilização da relação Dívida/PIB. É fundamental notar que, desta maneira, o saldo superavitário necessário se dará em função do nível de dívida acumulado, da inflação, da taxa real de crescimento da economia e da taxa de juros. Assim, a sustentabilidade da dívida ficará condicionada a

$$d_t \leq d_{t-1}$$

Para a redução ou manutenção dos níveis de dívida, tem-se que

$$\Psi_t d_{t-1} - h_t \geq d_{t-1}$$

Portanto,

$$h_t \geq [\Psi_t - 1]d_{t-1}$$

Desta sorte, a relação acima conduz à manutenção ou à diminuição da proporção dívida PIB, de maneira a estabelecer o endividamento em níveis sustentáveis e condizentes com a produção do ente subnacional.

Partindo-se dos dados disponíveis acerca do endividamento de Minas Gerais, bem como acerca das variações da dinâmica produtiva do estado, fica posto, como mostrado pela Tabela 5.6, os esforços fiscais necessários para a estabilização da proporção entre dívida e PIB. Conforme a tabela, esta proporção está condicionada aos resultados do crescimento real do PIB, às taxas de juros e à inflação acumulada no período anterior. A partir de 2013, ano que marca o início da desaceleração da economia brasileira e mineira, o superávit necessário à estabilização da proporção se estabeleceu em aproximadamente R\$4,7 bilhões. Tendo-se em vista a deterioração contínua da economia de Minas Gerais, é esperado, portanto, que os próximos exercícios fiscais exijam da administração pública superávits igualmente elevados, árdua tarefa ao estado se se tem em conta as sucessivas diminuições do nível de atividade a partir do referido período.

Tabela 5.6 - Superávit Necessário para a Estabilização da Proporção Dívida/PIB

Ano	Estoque da Dívida (em R\$1.000.000)	Novas Operações (em R\$1.000.000)	Amortização + Juros (em R\$1.000.000)	Taxa de Juros Efetiva (%)	PIB Nominal (em R\$1.000.000)	Estoque da Dívida/PIB Nominal (%)	Crescimento Nominal PIB (em %)	ψ	Superávit Primário Necessário em proporção do PIB (%)	Superávit Necessário para a Estabilização Dívida/PIB (em R\$1.000.000)
2002	32.941,74	112,57	1.627,77	0,10044099	-	-	-	-	-	-
2003	34.735,24	145,65	1.753,85	0,124871414	148.823,00	0,233399723	-	-	-	-
2004	37.464,48	218,49	2.114,08	0,110449942	177.325,00	0,211275833	19,15	0,94406732	-0,013054671	(1.942,83)
2005	39.706,84	423,84	2.071,97	0,093393644	192.639,00	0,206120497	8,64	1,02217379	0,004684785	830,72
2006	41.767,07	419,69	2.301,33	0,115097904	214.814,00	0,194433687	11,51	0,98052389	-0,004014426	(773,33)
2007	44.692,74	492,74	2.549,28	0,199684523	241.923,00	0,184739554	12,62	0,99014414	-0,001916311	(411,65)
2008	51.560,65	1.178,62	2.887,86	0,046799329	282.522,00	0,182501396	16,78	1,02728736	0,005041054	1.219,54
2009	52.264,41	1.464,00	3.039,16	0,187702624	287.100,00	0,182042544	1,62	1,03010742	0,005494646	1.552,35
2010	60.499,48	1.827,94	3.139,97	0,142023977	351.133,91	0,172297465	22,30	0,97110934	-0,00525933	(1.509,95)
2011	67.779,83	463,60	2.852,13	0,074807919	400.049,75	0,169428508	13,93	1,00238369	0,000410703	144,21
2012	70.461,77	277,04	4.105,37	0,177083012	441.662,10	0,159537733	10,40	0,97354209	-0,004482725	(1.793,31)
2013	79.111,02	2.541,29	4.805,68	0,106455837	486.954,89	0,162460685	10,26	1,06759983	0,010784723	4.763,20
2014	85.268,46	3.281,40	4.990,02	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Minas Gerais, 2016. Elaboração do autor.

5.4 Para Além dos Números: Indicativos Futuros Acerca da Dívida Mineira

As projeções postas em relação à dívida mineira revelam a importância do ajustamento fiscal para alcance da estabilização da proporção Dívida/PIB. Porém, a falta de dados fundamentais para as previsões após 2013 impossibilita, ao menos nos termos do modelo desenvolvido, a visualização dos resultados posteriores do balanço primário necessários à estabilização da mencionada proporção. Mas é possível que sejam feitas algumas inferências sobre os desafios porvir da administração pública mineira.

Segundo os dados do Centro de Estatística e Informação da Fundação João Pinheiro, os deflatores implícitos do PIB dos anos de 2011 a 2013 fora, em ordem cronológica, de 11,29%, 6,82% e 9,84%. Ao se deflacionar a dívida pública fundada estadual¹⁸ corrente deste período, conforme disposta na Tabela 5.7, observa-se o crescimento real de R\$129 milhões do passivo mineiro relacionado ao endividamento. Ademais do já preocupante cenário quanto a dívida pública, a conjuntura fiscal e macroeconômica posterior a 2013 indica, então, que o cenário futuro traz desafios ainda maiores ao governo estadual ao se buscar manter a dívida em patamares constantes e administráveis, dada a aguda desvalorização da moeda nacional e as sucessivas diminuições do nível de produção do Brasil e de suas unidades subnacionais.

Neste diapasão, é importante notar o desenvolvimento da avaliação de crédito de Minas Gerais, de maneira a observar a forma pela qual a evolução passada dos fatores verificados através do desenrolar analítico desta monografia impactaram a credibilidade do Estado de Minas Gerais perante os demais agentes econômicos. Relevante é, também, ressaltar que os resultados dos *ratings*, bem como de suas perspectivas, influenciam diretamente a sustentabilidade futura da dívida de Minas Gerais, na medida em que os termos dos contratos de operação de crédito serão formados, rigorosamente, em relação à credibilidade do estado, interferindo no esforço do setor público de se controlar o nível de endividamento do estado.

¹⁸ Por Dívida Pública Fundada entende-se o agregado das emissões de crédito, contratual ou mobiliário, com exigibilidade superior a 12 meses.

Tabela 5.7 - Estoque da Dívida Pública Fundada Estadual (valores em R\$1.000.000)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Mar./16
Estoque Total	64.475.764,53	69.230.421,05	74.711.690,16	84.370.139,85	89.174.325,03	103.604.389,00	104.903.355,36
Dívida Interna	61.408.958,84	65.614.058,28	69.109.224,93	74.973.826,63	78.790.339,07	88.792.262,48	91.396.078,24
Em moeda nacional	60.946.867,47	65.117.836,86	66.825.489,89	70.054.312,14	73.230.376,59	80.625.468,86	83.957.576,05
União Federal	55.429.707,76	59.047.252,81	63.700.258,22	67.424.631,27	70.323.225,30	77.857.744,76	79.832.977,28
Banco do Brasil	178.180,00	157.763,54	135.491,04	113.218,54	90.946,04	68.921,37	63.557,46
BNDES	256.639,75	326.429,55	563.649,73	1.636.228,11	1.910.702,42	1.767.740,31	1.739.854,61
Outros Credores	5.082.339,96	5.586.390,95	2.426.090,90	880.234,22	905.502,83	931.062,42	2.321.186,69
Em moeda estrangeira	462.091,38	496.221,43	2.283.735,04	4.919.514,49	5.559.962,49	8.166.793,62	7.438.502,19
União Federal	325.441,19	333.929,35	337.164,84	366.011,78	404.873,97	595.193,08	542.468,92
Banco do Brasil	97.507,95	101.875,53	1.886.736,03	4.491.921,55	5.093.213,06	7.487.339,70	6.824.086,93
Outros Credores	39.142,24	60.416,55	59.834,17	61.581,16	61.875,47	84.260,84	71.946,34
Dívida Externa	3.066.805,69	3.616.362,77	5.602.465,23	9.396.313,22	10.383.985,96	14.812.126,52	13.507.277,13
BIRD	2.545.213,71	3.012.724,61	4.182.724,20	4.767.039,62	5.312.766,34	7.587.510,06	6.893.784,55
Credit Suisse	-	-	-	2.975.102,00	3.373.374,00	4.959.096,00	4.519.803,00
AFD	-	-	808.620,00	967.950,00	968.100,00	1.275.120,00	1.216.170,00
Outros Credores	521.591,98	603.638,16	611.121,03	686.221,60	729.745,62	990.400,46	877.519,58

Fonte: Minas Gerais, 2016c. Elaborado pelo autor.

As mudanças quanto aos fundamentos macroeconômicos, ao ambiente institucional e às demais variáveis que determinam as expectativas do mercado são, com exceção das digressões e rupturas pontuais apontadas pela história, postas em curso de forma paulatina e gradual. Contrariamente, a percepção dos superavitários em relação às mudanças não tarda em se adaptar às novas condições onde se dará a dinâmica das operações de crédito. Neste ponto, passada a análise dos fatores que influenciam as operações de crédito, bem como a dinâmica e o porquê de ser de cada um, cabe, então, uma breve observação empírica acerca da evolução da classificação de risco de Minas Gerais, de modo a verificar a atuação da influência dos fatores analisados sobre a credibilidade do estado.

Como mostra a Tabela 5.8, desde a virada do milênio, Minas passou por melhorias significativas quanto à qualidade de seu crédito, sendo cada *rating* conferido segundo os parâmetros tecidos nesta monografia. Antes de qualquer análise pormenorizada, é possível se perceber que as mudanças em relação à avaliação de crédito do estado sempre estiveram na esteira de alterações significativas no ambiente econômico ou no contexto institucional da administração pública mineira.

Tabela 5.8 – Evolução do *Rating* de Minas Gerais - Moody's

Data	Rating	Ação de Rating
10/12/2015	Ba1	Perspectiva Negativa
12/08/2015	Ba1	Piora
16/09/2014	Baa3	Afirmação de Rating
04/03/2013	Baa3	Afirmação de Rating
17/12/2012	Baa3	Melhora
29/11/2010	Ba1	Melhora
04/10/2007	Ba3	Melhora
14/11/2006	B1	Melhora
02/05/2005	B2	Melhora
10/02/2000	B3	Novo

Fonte: Moody's Investor Service, 2015.

As primeiras avaliações de risco de Minas Gerais se iniciaram em 1999, já captando as dificuldades financeira e orçamentárias do Estado, além de um ambiente institucional de relativa instabilidade, vez que Minas se tornou protagonista de uma célebre declaração de moratória para com suas dívidas junto à União. Neste ano, declarou a Moody's: "We pointed out that the state's B3 rating remains one notch lower than Brazil's foreign currency country

ceiling of B2 and lower than other Brazilian subnational governments rated by Moody's, to reflect Minas Gerais' relatively weaker credit fundamentals" (MOODY'S, 2015). Além de notar as já visíveis fragilidades do orçamento público, as agências de *rating* sublinharam a necessidade de reformas no âmbito das finanças públicas estadual, asfixiadas com o elevado nível de endividamento e gastos com a manutenção da máquina pública.

Passadas as dificuldades financeiras do início da década de 2000, o desenvolvimento econômico experimentado pela realidade brasileira contribuiu para que a emissão de crédito de Minas Gerais se tornasse mais segura, dado o contexto econômico mais favorável e a melhora na performance financeira. Foram observados, também, superávits orçamentários e aumentos nas despesas de capital, denotando maior controle e disciplinas nas matérias caras às finanças públicas. As sistemáticas melhorias no *rating* de Minas ocorreram em um contexto de modernização dos sistemas de recolhimento de tributos, diminuição de gastos através do Centro de Serviços Compartilhados e maiores e mais eficazes controles sobre os gastos públicos. A partir de 2010, a Moody's ainda observou diminuição das obrigações da dívida, apesar de ainda se situarem em patamares além daqueles considerados ideais.

A melhoria contínua no *rating* mineiro se viu arrefecida e, subsequentemente, freada quando as agências passaram a notar importantes manifestações de pontos de estrangulamento e iminentes entraves ao crescente desenvolvimento de Minas Gerais e do Brasil. A partir de 2012, quando Minas passou a deter seu melhor *rating* já registrado, contingências concretas fizeram com que o ceticismo tomasse o lugar da euforia quanto às melhorias consecutivas das avaliações de crédito, sendo, este ano, um marco de inflexão quanto à credibilidade do estado junto aos agentes econômicos. Diversos relatórios assinalaram os desafios porvir de uma economia estreita e pouco diversificadas, de demandas sociais contínuas e mais exigentes e de significantes necessidades de incrementos infra-estruturais.

A partir de 2015, as avaliações de crédito de Minas Gerais começaram a experimentar patamares cada vez mais inferiores, além de deter perspectivas negativas. A deterioração da conjuntura macroeconômica constituiu a principal variável da equação. Foram apontados, também, baixos gastos de capital, elevadas obrigações com a dívida¹⁹, além de perspectiva de crescimento exagerado do passivo atrelado aos empréstimos. Segundo a Moody's:

¹⁹Minas Gerais had a high debt burden, at 153% of operating revenues in 2014. Its debt is higher than those of its domestic and international peers, such as the state of Santa Catarina's 96%, Sao Paulo's 130%, Rio de Janeiro's 137%, and the Autonomous Community of Andalusia of 120%. We expect the state's debt levels to remain at about 155% of operating revenues for the next two to three years. Debt service costs are likely to be about 8% of operating revenues and interest expenses are expected to account for only 3.7% for the next three years (Standard & Poor's, 2015).

In Moody's view, the ongoing deterioration of Brazil's economy and of the federal government's fiscal position have a direct impact on the operating environment of Brazilian states and municipalities. In addition, the fiscal position of Brazilian states and municipalities has weakened as a result of lower tax revenues and increased expenditure rigidities. Moody's expects that the challenging macroeconomic environment will continue to exert pressure on the credit quality of Brazilian states and municipalities in the near future (MOODY'S, 2015).

Todos estes fatores, em agregado e em perspectiva, acabam por tornar mais difícil o acesso ao crédito por parte do estado. Doravante, a tomada de empréstimos se dará sob condições ligeiramente mais onerosas à administração pública mineira, haja vista a recente deterioração das expectativas quanto à capacidade do estado de honrar com seus compromissos. Neste sentido, declara a Standard&Poor's:

We believe Minas Gerais' access to external liquidity is limited. In recent years, and in contrast to other Brazilian LRGs, Minas Gerais has consistently obtained new borrowing from international and local banks and multilateral institutions (which have allowed the state to carry out its investments plans), but we believe it will be harder for the state to secure new loans in the next two years because of Brazil's tough economic scenario (STANDARD&POOR'S, 2015).

Desta maneira, fica posta a forma pela qual as variáveis estudadas perfazem uma equação cujo resultado irá interferir diretamente nos termos das contratações de operações de crédito, bem como na decisão de investimento dos empreendedores que se dispõem a explorar o vasto potencial do estado de Minas, impactando futuramente na administração do passivo mineiro, bem como na capacidade da administração pública colocar em marcha políticas públicas de interesse da população.

5.5 Conclusão

A estabilização da dívida pública se perfaz como um dos mais importantes fatores para a modelagem das expectativas dos agentes quanto à capacidade dos governos subnacionais de honrarem com seus compromissos. Além de influenciar os futuros contratos de operação de crédito, níveis saudáveis de dívida influenciam, igualmente, o presente, vez que uma proporção dívida/PIB mantida sob controle não obriga a administração pública a destinar significativas quantias de recursos públicos a esta rubrica às expensas da realização de atividade de interesse público.

Desde o término da II Guerra Mundial, diversas economias têm enfrentado o desafio de pôr em marcha diminuições no nível de endividamento, atividade significativamente mais complexa nos atuais tempos, haja vista as tímidas projeções de crescimento do nível de atividade econômica. Via de regra, as reversões são executadas em períodos de exuberância

produtiva e balanços primários superavitários. Cabe, então, aos governos subnacionais que convivem com endividamentos dispendiosos, desenharem políticas fiscais bem elaboradas de tal sorte a reduzir o *quantum* das receitas públicas destinadas às despesas da dívida.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise dos fatores que influenciam as variáveis dos contratos de operação de crédito indica que, assim como ocorre com os demais agentes econômicos, as condições dos empréstimos públicos se encontram a reboque das expectativas dos agentes superavitários – ou seja, que contam com poupança líquida positiva. As expectativas são, portanto, as grandes responsáveis por darem o contorno a tais contratos. Estas, por sua vez, são ancoradas em dois macrofatores fundamentais: a disponibilidade de pagamento, vale dizer, o comprometimento da administração pública em honrar seus compromissos; e a capacidade financeira de pagamento. Em relação ao primeiro macrofator, as delimitações do ambiente institucional são determinantes para indicar a disponibilidade do Estado de cumprir com aquilo disposto nos contratos, bem como de assumir suas obrigações integralmente e de forma tempestiva. Em relação à capacidade de pagamento, o ambiente econômico e a administração financeira, bem como a sustentabilidade da dívida, darão o tom à questão, influenciando a existência de recursos suficientes nos cofres públicos para que sejam pagas todas as obrigações assumidas pelo poder público. Em verdade, forma-se, ao final, um ciclo claro e bem delimitado, onde as três variáveis analisadas podem ser dispostas em uma corrente, que se retroalimenta e produz influência entre si.

O ambiente econômico e fiscal do estado, pano de fundo da presente monografia, não tem sua importância social reconhecida ou, no melhor dos cenários, diminuída. É inegável uma forte desconsideração acerca dos determinantes fiscais e orçamentários do poder público, sem, portanto, serem observadas as consequências práticas de tal movimento. Com o passar do tempo, diversas correntes e escolas de pensamento econômico divergiram sobre como deveria se dar a relação entre o Estado e a sociedade civil, sendo postos uma miríade de modelos ideais de interação entre tais atores. Com exceção dos extremismos anarquistas e anarcocapitalistas, todas as demais correntes não colocam sob hipótese a dispensabilidade do Estado e, conseqüentemente, de seus papéis e funções fundamentais. São pretextos para discussão as motivações, a amplitude e a profundidade da intervenção estatal sobre o domínio econômico, não sendo dissenso, entretanto, a importância da existência de um governo íntegro e reto, cujas motivações sejam direcionadas ao bem de seus administrados. Desde a fundamentação das razões de ser do poder público, presentes nas obras magnas de Thomas Hobbes, John Locke e Jean-Jacques Rousseau, a economia política vem se incumbindo de analisar as melhores proporções entre o domínio público e privado, de tal sorte a perfazer uma equação cujo

resultado seja invariavelmente a construção de uma sociedade posta sob pilares que garantam à população aquilo, que nas palavras de Aristóteles, seria uma boa vida.

Para tanto, a consecução de qualquer atividade estatal está condicionada à presença de recursos financeiros, base fundamental para a remuneração de toda a força de trabalho e dos dispêndios do poder público. Analisar, portanto, os fatores que influenciam as contratações de operação de crédito acabam por indicar melhorias que podem ser adotadas pela administração pública de maneira a garantir a otimização da gestão dos recursos públicos.

A atual realidade mineira impõe ao governo estadual a importância e a urgência de se operar a máquina pública da maneira mais responsável possível, sempre guiado dos mais nobres valores. Não se faz necessário que sejam exauridos os exemplos de como os recursos economizados através de uma administração responsável da dívida poderiam impactar no bem-estar da população. Mas pode se ter uma noção minimamente precisa do impacto que teriam bilhões de reais em uma realidade socioeconômica marcada, ainda, por indecentes índices de desnutrição, mortalidade infantil, criminalidade, falta de educação, desigualdades, fome, dentre outras mazelas que afligem a população de um estado cujas potencialidades estão sendo sistematicamente suprimidas.

Dessa maneira, o presente trabalho se conclui mostrando que uma matéria tão importante como a dívida pública, onde somas exorbitantes de recursos são envolvidas, clama por um cuidado para que sua gestão possa trazer os melhores frutos possíveis para uma sociedade carente de resultados e de atenção por parte do poder público. Valendo-se de uma memorável passagem de “Diálogo sobre a Amizade”, de Marco Túlio Cícero, encerra-se este trabalho, postulando que, tirando-se de tantos e tão grandes proveitos de uma administração pública movida pelas mais nobres motivações, o maior de todos é o que faz conceber belas esperanças, para tudo que possa sobrevir, e não deixar que desfaleçam ou acovardam os ânimos.

REFERÊNCIAS

ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. **Por que as nações fracassam: as origens do poder, da prosperidade e da pobreza**. São Paulo: Elsevier, 2012.

ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. **O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação**. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-06062013-141952/>>. Acesso em: 29 abr. 2016.

BERNARDES, Patrícia; FLORENZANO, Vincenzo Demetrio. A moderna concepção de norma jurídica como estrutura de incentivos. **Revista de Direito Público da Economia**, Belo Horizonte, ano 6, n. 23, p. 141-157, jul/set. 2008.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado, 1988.

BRASIL. Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 05 de maio de 2000.

BRASIL. Lei Federal 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. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 de março de 1964.

BRASIL. Lei nº 9496, de 11 de setembro de 1997. Estabelece critérios para a consolidação, a assunção e o refinanciamento, pela União, da dívida pública mobiliária e outras que específica, de responsabilidade dos Estados e Distrito Federal. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 12 de setembro de 1997.

BRASIL. Resolução no 40, de 2001. Dispõe sobre os limites globais para o montante da dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, em atendimento ao disposto no art. 52, VI e IX, da Constituição Federal. **Diário Oficial da União**, Brasília, 9 de abril de 2002. Disponível em: <legis.senado.gov.br/legislacao/ListaTextoIntegral.action?id=242464>. Acesso em: 14 mai.2014.

COASE, Ronald H. O problema do custo social. *Journal of Law and Economics*. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 3, p. 1-44, out. 1960.

COLBANO, Fabiano Silvio; LEISTER, Maurício Dias. Dívida pública: contribuições de uma gestão eficiente para a estabilização econômica. In: BOUERI, Rogério; ROCHA, Fabiana; RODOPOULOS, Fabiana (Orgs.). **Avaliação da qualidade do gasto público e mensuração da eficiência**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015.

CORELLI, Angelo. **Understanding financial risk management**. Abingdon: Routledge, 2015

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, McGraw-Hill, 1991.

ELMENDORF, Douglas W; MANKIW, N. Gregory. Government debt. **Handbook of Macroeconomics**. Harvard University Press, New Holland, p. 1-82, jan. 1998.

FITCH RATINGS. **Metodologia global de ratings para governos locais e regionais fora dos Estados Unidos**. Disponível em: <<https://www.fitchratings.com/site/pressrelease?id=1002843>>. Acesso em: 20 abr. 2016.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Boletim de Conjuntura Econômica de Minas Gerais**. Disponível em: <<http://www.fjp.mg.gov.br/index.php/produtos-e-servicos/1/2759-boletim-de-conjuntura-economica-de-minas-gerais>>. Acesso em: 02 abr. 2016.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Dealing with high debt in a low-growth era**. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1307.pdf>> Acesso em: 02 mar. 2016.

GIACOMONI, James. **Orçamento público**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Editoria Campus, 1ª edição, 2007.

HICKS, John Richard. Mr. Keynes and the “Classics”: A Suggested Interpretation. **Econometrica – Journal of the Econometric Society**, Nova York, v. 5, n. 2, p. 147-159, abr. 1937.

HILL, Christopher. **O mundo de ponta-cabeça: ideias radicais durante a revolução inglesa de 1640**. São Paulo, SP: Companhia das Letras, 1991.

HOBBS, Thomas. **Leviatã ou, matéria, forma e poder de um estado eclesiástico e civil**. São Paulo: Abril Cultural, 1974.

HOBBS, ERIC J. **A era das revoluções: Europa 1789-1848**. 3. Rio de Janeiro: Paz e Terra. 1981.

KEYNES, John Maynard. **As consequências econômicas da paz**. São Paulo, SP: Ed. UnB: IPRI, 2002.

_____, John Maynard. **A teoria geral do emprego, da moeda e do juro; inflação e deflação**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

LOCKE, John. **Segundo tratado sobre o governo civil e outros escritos: ensaio sobre a origem, os limites, e os fins verdadeiros do governo civil**. 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1999.

LOPES, Luiz Martins; VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval de (Org.). **Manual de macroeconomia: nível básico e nível intermediário**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. 8. ed. Rio de Janeiro: GEN: LTC - Livros Técnicos e Científicos, 2015.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, Cambridge, v.7, n.1, p. 77-91, mar. 1952.

MINAS GERAIS, Secretaria de Estado de Planejamento e Gestão. **Lei de Diretrizes Orçamentárias**. Disponível em: <<http://www.planejamento.mg.gov.br/planejamento-e-orcamento/lei-de-diretrizes-orcamentarias-ldo>>. Acesso em: 01 mar. 2016a.

MINAS GERAIS. Portal do Governo do Estado. **Rodovias**. Disponível em: <<http://www.mg.gov.br/governomg/portal/m/governomg/conhecaminas/5662-rodovias/5146/5044>>. Acesso em: 22 maio 2016b.

MINAS GERAIS. Secretaria de Estado de Planejamento e Gestão. **Portal da transparência do estado de Minas Gerais**. Disponível em: <<http://www.transparencia.mg.gov.br/divida-publica/gestao-da-divida>>. Acesso em: 02 de Abril de 2016c.

MOLLIK, Abu T.; BEPARI, M. Khokan. Risk-return trade-off in emerging markets: evidence from Dhaka Stock Exchange Bangladesh. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, Wollongong, v. 9, n. 1, p. 70-88, 2015.

MOODY'S INVESTOR SERVICE. **Minas Gerais, State of**. Disponível em: <<https://www.moodys.com/credit-ratings/Minas-Gerais-State-of-credit-rating-600012950>>. Acesso em 10 dez. 2015.

MOODY'S INVESTOR SERVICE. **Regional and local governments**. Disponível em: <https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_147779>. Acesso em 06. mar. 2016.

MORAIS, Reinaldo Carvalho de; GUIMARÃES, Alexandre Queiroz. Desafios ao aumento da competitividade em Minas Gerais. In: GUIMARÃES, Alexandre Queiroz (Org.). **Ideias em desenvolvimento: políticas para a promoção do avanço econômico em Minas Gerais**. Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro, 2014.

NORTH, Douglass Cecil. **Institutions, institutional change, and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

NORTH, Douglass; WEINGAST, Barry. Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England. **The Journal of Economic History**, Cambridge, v. 49, n. 4, p. 803-832, dez. 2005.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de; GONTIJO, Cláudio. **Dívida pública do estado de Minas Gerais 1994-2011: a renegociação necessária**. Belo Horizonte: [s.n.], 2012.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

RAJAN, Raghuram; ZINGALES, Luigi. **Salvando o Capitalismo dos Capitalistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

REILLY, Frank K; NORTON, Edgar A. **Investimentos**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

REZENDE, Fernando. **Finanças públicas**. -2. ed. – 8. reimp. – São Paulo: Atlas, 2012.

ROUSSEAU, Jean-Jacques. **O contrato social e outros escritos**. São Paulo: Cultrix, 1965.

SILVA, Euber Oliveira; LONGUINHOS, Marco Antônio Araújo. **A política Monetária Brasileira nos Anos de Governo de FHC e Lula Entre 1995 a 2010**. In: Semana de Economia, 7., 2013, Vitória da Conquista. *Anais...* Vitória da Conquista: UESB, 2013.

STANDARD & POOR'S. **Methodology for rating non-US local and regional governments**. Disponível em: <<http://maalot.co.il/publications/MT20140701145748a.pdf>>. Acesso em 04 abr. 2016a.

STANDARD & POOR'S. **Minas Gerais (State of)**. Disponível em: <https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/entity/-/org-details/sectorCode/GOVS/entityId/493542>. Acesso em 11 dez. 2015.

STANDARD & POORS'S. **Entendendo as Definições de Ratings da Standard & Poor's**. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=1496489&type=COMMENTS&subType=CRITERIA>. Acesso em 01 fev. 2016b.

TEIXEIRA, Elenaldo Celso. **O papel das políticas públicas no desenvolvimento local e na transformação da realidade**. Salvador: AATR, 2002. Disponível em: <<http://www.escoladebicicleta.com.br/politicaspublicas.pdf>>. Acesso em: 20 de Novembro de 2015.

VICTORINO, Walter Alves. **O endividamento de Minas Gerais no contexto do federalismo brasileiro**. Belo Horizonte: C/Arte, FUMEC-FACE, 2004.

WILLIAMSON, Claudia R. The two sides of de Soto: property rights, land titling, and development. In: PLAMER, Warren Bruce (Ed.). **The Annual Proceedings of the Wealth and Well-Being of Nations**. Beloit: Beloit College Press, 2015.

WORLD ECONOMIC FORUM. **The Global Competitiveness Report 2015-2016**. Disponível em: <http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf>. Acesso em: 09 mar. 2016.

