

**ANÁLISE DA SITUAÇÃO FISCAL DOS ESTADOS BRASILEIROS À LUZ DA  
HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA MINSKYANA****Júlio César Ferreira***Universidade Estadual do Oeste do Paraná***Arlos Eleodoro Risdén Seixas Junior***Universidade Estadual do Oeste do Paraná***André Sekunda***Universidade Federal da Paraíba***RESUMO**

Esta pesquisa tem como objetivo analisar a situação fiscal dos Estados brasileiros à luz da hipótese de fragilidade financeira (HFF) proposta por Minsky (1977, 1986 e 1992), que serve de pano de fundo teórico para as discussões. Além disso, o estudo investiga a relação dos investimentos e do tamanho dos estados com sua situação fiscal. A situação fiscal dos estados brasileiros é apontada tanto pela literatura como pela mídia (geral e especializada) como caótica, marcada por crises e, inclusive, com estados em situação de “quase-falência”. Portanto, discutir o tema à luz de uma abordagem teórica não convencional (Minskyana) ajuda a lançar novos olhares sobre o tema. Com uma abordagem quantitativa, a pesquisa analisa todos os estados da federação e o distrito federal no período de 2015 a 2018. Como principais achados identificou-se que os Estados do Rio Grande do Sul, São Paulo e Minas Gerais encontram-se em situação fiscal deteriorada (*ponzi*), enquanto que Pernambuco encontra-se em situação especulativa. A maioria dos Estados brasileiro são classificados como *hedge*, ou seja, em boa situação fiscal, mesmo que vários deles estejam no limiar com a posição de especulação. Quanto à influência do volume de investimentos e do tamanho dos estados na posição financeira, verificou-se que há uma relação negativa entre o investimento e tamanho e a situação fiscal, indicando que quanto maior o investimento e o tamanho dos estados, pior é sua situação fiscal. Investigações realizadas à luz da HFF são escassas no Brasil, existindo amplas oportunidades de pesquisa para o tema. Algumas delas são sugeridas ao final, bem como a opinião dos autores a respeito dos achados e como eles podem ser úteis à gestores e Administradores Públicos de todos os níveis de governo.

**Palavras-Chave:** Hipótese da Fragilidade Financeira (HFF); Situação Fiscal dos Estados, Finanças Públicas.

**1. INTRODUÇÃO**

A situação fiscal do país nunca foi tão discutida como agora. Seja a nível federal, estadual ou municipal, as discussões sobre a saúde financeira dos entes federativos tomam conta do debate público, causando preocupação em gestores de todos os níveis de governo. Não à toa que a União, por meio da Emenda Constitucional 15/2016, estabeleceu limites aos gastos públicos federais por 20 anos, como medida visando o ajuste das contas públicas. Saliente-se que tal medida se aplica somente à União, não abrangendo Estados e Municípios, que embora não atingidos por tal medida, não escapam às preocupações com os gastos públicos em suas respectivas competências.

Nesse sentido, conforme asseveram Mercês e Freire (2017), o quadro fiscal dos Estados é, talvez, o pior dentre todos os entes federativos, visto que, em muitos casos, não há recursos sequer para pagar funcionários e fornecedores, o que prejudica a prestação de serviços públicos básicos.

Esse cenário conturbado dos Estados se deve, em grande medida, à forma da federação brasileira, que dificulta a tomada de decisões em torno de questões polêmicas, inviabilizando consensos e reduzindo o alcance de reformas necessárias (Lopreato, 2004).

De um ponto de vista macro, a saúde financeira dos Estados é condição para que haja estabilidade e perspectiva de crescimento econômico no país (Rigolon & Giambiagi, 1999). Estados com finanças caóticas geram fuga de empresas, o que acarreta em uma menor arrecadação e em um ambiente inóspito à geração de riquezas, e com isso problemas sociais aparecem ou se agravam, como desemprego, criminalidade, dependência das pessoas de recursos de programas de governo, enfim, as despesas aumentam e a arrecadação diminui, criando um cenário insustentável à longo prazo, que pode tornar-se sem controle.

Mecanismos legais para conter o apetite de despesas dos Estados foram criados. Em especial, destaca-se a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que impõe uma série de limitações às despesas passíveis de realização pelo gestor público, em especial limitações de despesas com pessoal, porém, ainda assim Estados brasileiros vêm apresentando dificuldades financeiras, o que pode colocar em risco a saúde de suas finanças para períodos futuros.

Conforme asseveram Miranda et al. (2018), o crescimento desordenado das despesas dos Estados gera impactos diretos nas suas finanças públicas, que em muitos casos, quando maiores do que a arrecadação, causam desequilíbrios nos orçamentos desses entes federativos. Além disso, o excesso de dívida dos Estados coloca muitos deles em risco de insolvência (Miranda et al., 2018). Como a dívida gera a necessidade de pagamento do principal e do serviço da dívida, os Estados podem ficar excessivamente onerados por conta desse fator, que contribui ainda mais para o agravamento do cenário de crise fiscal.

No Brasil, um outro fator que torna mais complexa a questão do equilíbrio fiscal diz respeito à corrupção, o que segundo a literatura, tem efeito direto sobre o volume de endividamento dos Estados, isso porque governos mais corruptos desperdiçam recursos, fazendo alocações menos eficientes, o que gera a necessidade de buscar outras fontes de recursos, como o endividamento para satisfazer os serviços públicos básicos, tendo em vista a limitação associada ao aumento de tributação (Matos, 2018).

Ou seja, o equilíbrio fiscal nos Estados brasileiros constitui um desafio por diversas questões: despesas públicas elevadas, corrupção, má gestão do recurso público, dentre outras mazelas existentes em terras brasileiras.

Por isso, diagnosticar a situação fiscal dos Estados constitui um importante primeiro passo para que, posteriormente, gestores possam pensar em soluções que visem equilibrar as contas públicas. Nesse sentido, a pesquisa acadêmica é profícua em estudos que analisam a situação fiscal dos Estados brasileiros (Giuberti, 2005; Vasconcelos, Piancastelli & Miranda, 2006; Souza Júnior & Gasparini, 2006; Batista & Simpson, 2010; Miranda, Araújo, Leite & Nobre, 2018; Matos, 2018; Ferrari Filho & Piccolotto, 2018).

No entanto, com a abordagem pretendida nesta pesquisa, são escassos os estudos realizados. Isso porque adota-se uma abordagem de Fragilidade Financeira, proposta por Minsky (1992). Segundo a hipótese de fragilidade financeira, os agentes econômicos são classificados em 3 categorias: *hedge*, que constitui a condição financeira mais confortável, especulativa, que seria uma classificação intermediária, e *ponzi*, típica de agentes econômicos com sérias dificuldades financeiras. Portanto, como não existe um volume de pesquisas que aborda o tema sob essa lente teórica, a pesquisa mostra-se potencialmente interessante ao lançar um olhar diferente do tradicional para a questão da saúde fiscal dos Estados brasileiros.

Adotando uma abordagem quantitativa, a pesquisa analisa todos os Estados brasileiros no período de 2015 a 2018. Além da classificação dos Estados quanto à fragilidade financeira à luz da abordagem de Minsky, estima-se um modelo de regressão para verificar o impacto dos gastos com investimento e do tamanho na situação fiscal dos Estados, dado que a pesquisa

assume estas variáveis como relevantes para determinação da situação financeira dos entes subnacionais em análise.

Com isso, a pesquisa tem por objetivo analisar a situação fiscal dos Estados brasileiros à luz da hipótese de fragilidade financeira de Minsky, que serve de pano de fundo teórico para as discussões.

Além dessa introdução, a pesquisa apresenta a seguinte estrutura: uma revisão da literatura, uma seção metodológica, a apresentação e discussão dos resultados e as considerações finais.

## **2. REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Situação das finanças dos estados brasileiros**

O quadro geral de evolução do setor público brasileiro, e não as condições particulares de cada unidade federativa, determinou a situação atual dos governos estaduais. Com o aumento das obrigações financeiras estaduais sem a geração, concomitante, de capacidade de pagamento destes encargos, criou-se o cenário ideal para a inserção dos entes subnacionais em situação de crise (Lopreato, 2004).

Na década de 1990, a maioria dos países latino-americanos, entre eles o Brasil, adotou medidas econômicas conforme consenso das autoridades econômicas na época, aumentando as liberalizações comercial e financeira, privatizando suas economias e desregulando os mercados (Ferrari Filho & Piccolotto, 2018). A expectativa, com a adoção de tais medidas, era a superação da situação de crise vivenciada nos referidos países, porém, no caso brasileiro, o aumento da atuação dos Estados desequilibrou esta relação, impossibilitando que muitos deles superassem os problemas fiscais existentes, e em alguns casos, fazendo inclusive com que outros afundassem ainda mais no caos fiscal.

Com a implementação do Plano Real, em 1994, foi possível conter a inflação, com uma política monetária contracionista e câmbio fixo, em contrapartida houve um desequilíbrio fiscal e, principalmente de balanço de pagamentos. Em consequência deste desequilíbrio, houve uma expressiva redução na reserva cambial, devido a fuga de capitais estrangeiros (Ferrari Filho & Piccolotto, 2018).

Para evitar uma crise cambial o Brasil obteve empréstimo do Fundo Monetário Internacional, conforme indicado pelas autoridades econômicas. Como contrapartida, o governo federal se comprometeu com o ajuste fiscal e a reestruturação dos regimes monetário e cambial. Uma das medidas exigidas pelos credores foi a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF (Ferrari Filho & Piccolotto, 2018).

Com a LRF, um programa de reestruturação das dívidas estaduais trouxe acordos de renegociação que provocaram um arrocho fiscal aos estados e deterioração financeira, sem que se vislumbrasse uma solução viável para as finanças estaduais. A meta proposta pelo governo federal era alcançar a solvabilidade intertemporal, com o estabelecimento de limites de gastos e a redução do endividamento, como forma de manter o equilíbrio fiscal evitando um novo comprometimento financeiro (Lopreato, 2004).

Com o baixo crescimento econômico, ocasionando um fraco desempenho da Receita Corrente Líquida (RCL), o foco da política fiscal estadual mudou para o controle dos gastos públicos, com a intenção de atingir superávits primários. Com os estados recebendo mais encargos, a diminuição da receita compartilhada com a esfera federal e a desvinculação de receitas da União, a expansão das receitas estaduais ficou limitada, e a situação se agravou. Nesse contexto, com a exigência de cortes contínuos de despesas e com a ampliação da carga tributária sem a melhora das condições financeiras dos estados, há um risco de se cair em um círculo fiscal perverso, difícil de ser rompido (Lopreato, 2004).

Corroborando com este cenário, de aumento do endividamento no Setor Público, que existe, em todas as esferas governamentais há muito tempo, a dívida pública, que segundo a Secretaria do Tesouro nacional, por meio do Relatório anual da Dívida Pública, está em R\$ 4.248,90 bilhões ao fim do exercício de 2019.

O cenário de crise fiscal dos Estados faz com que não consigam contrair novos empréstimos junto aos bancos públicos ou organismos internacionais. Com isso, o pagamento aos fornecedores ocorre com atraso, gerando juros. Inclusive, em alguns Estados os próprios servidores estão com salários atrasados, o que dá uma clara ideia do tamanho da crise que assola os Estados brasileiros (Afonso, 2016).

Em maior ou menor grau, as 27 unidades da federação enfrentam escassez de recursos para investimento, regimes previdenciários deficitários e dificuldades com o pagamento de dívidas (Barbosa et al., 2019).

Mesmo tendo se endividado em ritmo inferior ao do governo federal no pós-LRF, os governos estaduais mergulharam em uma crise (Afonso, 2016). O endividamento fragiliza as finanças dos Estados, colocando muitos deles em situação quase irreversível no tocante ao equilíbrio das contas públicas. Com altos serviços atrelados às dívidas, a superação do cenário de crise parece cada vez mais distante.

Com isso, estudar a situação financeira dos Estados pela ótica da sua situação financeira pode contribuir para melhor entender o tamanho do problema fiscal de cada ente subnacional. Para isso, a pesquisa analisa a questão pela lente da Hipótese da Fragilidade Financeira, de Hyman Minsky, que será melhor detalhada na seção seguinte.

## 2.2 Hipótese da Fragilidade Financeira, de Hyman Philip Minsky

Considerada uma das maiores contribuições em teoria monetária e financeira do século XX, a obra de Minsky (1977, 1986, 1992) tem sua importância e robustez teórica derivadas, em grande medida, da adaptabilidade da Hipótese da Fragilidade Financeira às mudanças do marco regulatório e institucional pelo qual passa o modo de produção capitalista (Bahry & Gabriel, 2018).

Com uma nova interpretação do pensamento de Keynes, a obra de Minsky recupera o pensamento keynesiano com relação a integração do sistema financeiro com a economia real. Para o autor, essa integração do real ao financeiro é o que permite analisar uma economia capitalista (Mollo, 1988).

Existem aspectos empíricos e teóricos na Teoria a Hipótese da Fragilidade Financeira. Mais facilmente observado, o aspecto empírico é representado pelo fato de que, nas economias capitalistas, são apresentadas inflações e deflações, ao longo do tempo, aparentemente com potencial para se tornarem incontroláveis (Minsky, 2009).

A Hipótese da Fragilidade Financeira é uma teoria do impacto da dívida sobre o comportamento do sistema, incorporando a forma pela qual a dívida é validada. Essa teoria afirma o fato de a atividade bancária ser uma atividade com fins lucrativos. Assim como os empreendedores, os banqueiros têm ciência de que a inovação gera lucros em uma economia capitalista (Minsky, 2009).

Esse aspecto inovador do setor bancário e financeiro contradiz o pressuposto fundamental da Teoria Quantitativa da moeda ortodoxa, a qual define o item “moeda” como imutável, com velocidade de circulação perto de constante. Com isso, mudanças na oferta dessa moeda seriam proporcionalmente lineares com um valor bem definido (Minsky, 2009).

Segundo Minsky, podem ser identificadas três relações distintas de renda-débito para as unidades econômicas: *Hedge*, *Especulativa* e *Ponzi*.

São consideradas unidades *Hedge* as que conseguem cumprir com todas suas obrigações de pagamento apenas com seus fluxos de caixa, ou seja, quanto maior a proporção de capital

próprio constarem no Patrimônio Líquido, maior a chance de esta unidade ser *Hedge* (Minsky, 2009).

As unidades que cumprem seus compromissos financeiros, mas não possuem fluxo de caixa para pagar a dívida como um todo, se enquadram como especulativas. Unidades nessa classificação, precisam “rolar” suas dívidas, por exemplo, com a emissão de novas dívidas para cumprir os compromissos de dívidas a vencer (Minsky, 2009).

Ainda segundo o autor, caso a unidade não possua fluxo de caixa de suas operações em volume suficiente para cumprir com seus compromissos relativos ao principal e com os juros da dívida contraída, classifica-se como *Ponzi*. Para pagar juros ou mesmo dividendos sobre ações, essa unidade pode pedir novo empréstimo ou vender seus ativos e, nos dois casos, seu patrimônio seria reduzido, com um aumento em seu passivo. Nesta condição, uma unidade com finanças *Ponzi* oferece uma margem de segurança menor aos seus credores.

Em um mercado em que o número de unidades *Hedge* é predominante, maior é a tendência da economia manter-se em equilíbrio, enquanto se o número de unidades especulativas e *Ponzi* for maioria, aumenta a probabilidade desta economia ser um sistema amplificador de desvios (Minsky, 2009).

Segundo Minsky, o primeiro teorema da Hipótese da Fragilidade Financeira relata a existência de dois regimes de financiamento na economia, um que a torna estável e outro que a torna instável. O segundo teorema é que em tempos de prosperidade prolongada, a economia passa de um sistema estável, com relações financeiramente saudáveis, para um sistema instável, com relações financeiramente comprometidas.

Ou seja, durante um logo período de bonança financeira, as economias capitalistas tendem a alterar sua predominância de unidades com finanças *Hedge* para uma estrutura dominadas por unidades envolvidas em finanças especulativas ou *Ponzi*.

Além disso, se houver inflação em uma economia com um número proporcionalmente alto de unidades com finanças especulativas, e, como forma de dirimir esta inflação, as autoridades usarem restrições monetárias, unidades especulativas se tornarão *Ponzi*, e unidades *Ponzi* terão seu patrimônio líquido vaporizados rapidamente. Em consequência destes fatos, unidades com dificuldades de fluxo de caixa serão forçadas a vender seus ativos para quitar seus compromissos. Isto leva a um colapso no valor dos ativos (Minsky, 2009).

Para Minsky, os ciclos econômicos historicamente são formados pela dinâmica interna das economias capitalistas e pelo sistema de intervenções e regulamentações que são projetados para manter o funcionamento da economia dentro de limites razoáveis.

A Hipótese da Fragilidade Financeira (HFF) de Minsky é amplamente discutida no âmbito privado, porém, suas aplicações são plenamente adaptáveis à esfera pública. Inclusive, a própria classificação dos agentes econômicos em *Hedge*, especulativo e *Ponzi* é completamente adaptável aos entes públicos.

Nesse sentido, a pesquisa analisa as finanças estaduais pela lente da HFF, inicialmente classificando os Estados segundo a proposta de Minsky, para depois analisar a influência dos investimentos e do tamanho na referida situação fiscal.

Tal análise é cabível visto que, embora não seja papel do Estado atuar como principal motor do crescimento econômico, cabendo tal tarefa aos agentes particulares, sua atuação possui grande relevância, e apenas com finanças equilibradas é possível cumprir à contento essa atribuição (Terra & Ferrari Filho, 2011).

Embora a HFF de Minsky não tenha sido desenvolvida pensando-se nos entes públicos, sua aplicação é perfeitamente possível, conforme já demonstrou a literatura (Terra & Ferrari Filho, 2011; Ferrari Filho & Piccolotto, 2018; Caríssimo et al., 2019).

Como dito, a discussão das finanças estaduais sob esta lente pode contribuir para a melhor compreensão do fenômeno. As finanças públicas exercem impacto direto sobre a vida dos cidadãos, afetam os níveis de qualidade do serviço público, influenciam as empresas, que

são as fontes de arrecadação dos Estados. Analisar o tema por outra ótica pode lançar luz à pontos até então não detectados por outras lentes teóricas. Este constitui o grande objetivo do estudo. No tópico seguinte são apresentados estudos recentes sobre finanças públicas no Brasil.

### 2.3 Pesquisas recentes

Pesquisando o efeito da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) sobre os municípios brasileiros, Giuberti (2005) avaliou, por meio de um modelo matemático, sua situação fiscal, se a LRF era necessária e se afetava-os contribuindo na redução do gasto público. Os resultados encontrados demonstraram que apenas uma pequena parcela dos municípios possui problemas de déficit corrente e gasto excessivo com pessoal, e nestes casos a Lei é relevante para o controle dos gastos desta natureza. Para os demais municípios, concluiu haver certa margem para aumento de gastos com pessoal, dado que as despesas apresentadas encontravam-se menores que o limite estabelecido pela LRF.

Procurando mensurar, mediante um modelo econométrico, o esforço fiscal relativo das unidades federadas brasileiras entre os anos de 1986 e 1999, Vasconcelos, Piancastelli e Miranda (2006) avaliaram os níveis desse esforço levando em conta as peculiaridades dos estados. Os dados indicaram uma melhora no esforço fiscal durante o período, e, de forma geral, confirmou a existência de um desempenho de arrecadação dos entes analisados.

Avaliando quanto o Fundo de Participação dos Estados (FPE) atende ao que a Constituição Federal determina com relação a redistribuição assim como a sua influência na eficiência da Gestão pública, Souza Júnior e Gasparini (2006) empregaram um modelo DEA (*Data Envelopment Analysis*) com emprego da Análise de Componentes Principais nos dados dos 27 entes federativos brasileiros. Como resultado a região Sul do país apresentou a melhor disponibilidade de serviços e a maior eficiência no uso dos recursos enquanto que, no lado oposto, estava a região Nordeste com fortes carências e grande desperdício.

Com o objetivo de analisar os determinantes do balanço fiscal nos estados brasileiros de 1987 a 1997, Batista e Simpson (2010) consideraram fatores como inclinação ideológica do gestor do executivo e a relação do estado com o governo federal, mesmo em um contexto de ajuste fiscal. Com um modelo econométrico com dados em painel, os resultados encontrados corroboraram com a previsão da importância de se considerar as subunidades da federação, pois para se explicar o desempenho macroeconômico do país deve-se levar em conta a relevância dos estados e seu impacto na estrutura de incentivos das partes envolvidas nos processos decisórios.

Tendo como amostra os entes federativos que formam o Estado brasileiro, com dados de 2011 a 2015, Miranda et al. (2018) avaliaram a qualidade da Gestão Fiscal destes estados. Utilizando a metodologia adaptada do índice FIRJAN, procuraram identificar os fatores que afetaram a gestão fiscal durante o período analisado.

Como resultado, 85% dos estados apresentaram dificuldade na gestão fiscal, com 7% em situação crítica e apenas outros 7% com uma boa gestão. Além disso, verificou-se que alguns estados não respeitaram os limites relativos a LRF na questão dos gastos com pessoal e, quando há um bom gerenciamento desses gastos, os investimentos governamentais são maiores, aumentando a estrutura de serviços.

Propondo a estimação de três distintas abordagens encontradas na literatura internacional, Matos (2018) buscou mensurar o impacto do Índice de Corrupção Governamental na Dívida Consolidada Líquida como razão do Produto Interno Bruto desses entes federativos.

A principal conclusão do *paper*, conforme o autor, foi chamar a atenção para o debate sobre o impacto da corrupção, não apenas nas dívidas dos estados, mas também no crescimento do PIB, no fluxo de investimentos, na produtividade, no combate à inflação, na competitividade do setor produtivo e, como consequência final, a eficiência no provimento dos serviços públicos pelo estado, enfim, a corrupção tem efeito direto em toda a sociedade.

À luz da Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky, Ferrari Filho e Piccolotto (2018) analisaram o fluxo de caixa da dívida pública do Rio Grande do Sul (RS), desde 1998, ano do início do processo de renegociação das dívidas, estaduais com a União, até 2014, e mostraram que sua performance não conseguiu estabilizar ou reduzir a dívida pública gaúcha, mas de forma inversa, ajudou a aumentá-la.

Observou-se que o comportamento da dívida pública do RS entre novembro de 1998 e fevereiro de 1999 e abril de 2000 a agosto de 2003 apresentou estrutura *Ponzi*, entre março de 1999 e março de 2000 e setembro de 2003 a maio de 2013 caracterizou-se como especulativo e a partir de junho de 2013 passou a ser considerado *Hedge*, apresentando certa margem de segurança em seu fluxo de caixa.

Apesar dos estudos encontrados, no Brasil ainda há uma vasta lacuna a ser explorada com relação à análise da situação fiscal dos estados brasileiros. Neste estudo se busca uma abordagem diferenciada, com a utilização da Hipótese da Fragilidade Financeira Minskyana. A seguir é demonstrada a metodologia utilizada para condução das análises.

### 3. METODOLOGIA

Conforme já discutido, a pesquisa tem como objetivo analisar a situação fiscal dos Estados brasileiros à luz da hipótese de fragilidade financeira de Minsky, por meio de um índice de posição do financiamento, no período de 2015 a 2018.

Além disso, busca-se avaliar a influência de determinadas variáveis para explicação dessa fragilidade financeira, conforme será em seguida descrito.

A pesquisa analisa todos os Estados brasileiros no período de 2015 a 2018. O período foi escolhido por acessibilidade aos dados. Os Estados não tinham transferido à União, na data de realização da coleta, os dados relativos à 2019, o que impossibilitou seu emprego.

Quanto a origem dos dados, todos foram extraídos de portais públicos, como o SICONFI no tocante aos dados financeiros, e IBGE com relação à área dos Estados. Para detectar o índice de posição do financiamento, inicialmente identifica-se a situação de cada Estado, por ano, conforme as posições a seguir.

Tabela 1 – índices de posição do financiamento

Índice apurado	Posição
$\frac{(R_{cfcg} + R_{ffcg}) - E_{cfcg}}{A_{fcg} + i_{fcg}} > 1$	Posição de financiamento <i>hedge</i>
$\frac{(R_{cfcg} + R_{ffcg}) - E_{cfcg}}{A_{fcg} + i_{fcg}} > 0 < 1$	Posição de financiamento especulativa
$\frac{(R_{cfcg} + R_{ffcg}) - E_{cfcg}}{A_{fcg} + i_{fcg}} < 0$	Posição de financiamento <i>ponzi</i>

Em que:  $R_{cfcg}$ : receitas correntes;  $R_{ffcg}$ : receitas financeiras;  $E_{cfcg}$ : despesas correntes;  $A_{fcg}$ : gastos com amortização;  $i_{fcg}$ : despesas com juros.

Fonte: Adaptado de Terra e Ferrari Filho (2017)

Conforme se verifica acima, para calcular os índices de posição do financiamento de cada Estado, há necessidade de empregar uma série de variáveis. Para isso, adotou-se a estratégia aplicada por Caríssimo et al. (2019) na escolha das variáveis a serem empregadas na pesquisa para cálculo da posição de financiamento. Com isso, as variáveis a seguir foram empregadas como *inputs* no modelo de detecção do índice de posição de financiamento, que é base para a análise da fragilidade financeira.

Tabela 2 – *inputs* no modelo de posição de financiamento

Indicador de posição financeira	Variável	Fundamentação
$R_{cfg}$ – Receitas correntes	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Receita tributária</li> <li>• Receita patrimonial</li> <li>• Transferências correntes</li> <li>• Receitas correntes, deduzidas das receitas tributária, patrimonial e transferências correntes</li> </ul>	Terra e Ferrari Filho (2017), Caríssimo et al. (2019)
$R_{ffg}$ – Receitas financeiras	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Receita com juros e multa</li> </ul>	Terra e Ferrari Filho (2017), Caríssimo et al. (2019)
$i_{fg}$ – Despesas com juros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Despesa com juros e encargos da dívida</li> </ul>	Terra e Ferrari Filho (2017), Caríssimo et al. (2019)
$E_{cfg}$ – Despesas correntes	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Despesa com pessoal</li> <li>• Despesa corrente, deduzida a despesa com pessoal e com juros e encargos da dívida</li> </ul>	Terra e Ferrari Filho (2017), Caríssimo et al. (2019)
$A_{fg}$ – Amortização da dívida	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amortização da dívida</li> </ul>	Terra e Ferrari Filho (2017), Caríssimo et al. (2019)

Fonte: dados da pesquisa (2020)

De posse das variáveis da tabela 2, elas foram empregadas como *inputs* nas equações apresentadas na tabela 1 para cálculo do índice de posição do financiamento de cada um dos Estados da Federação no período analisado. Com isso, cada Estado foi classificado como posição de financiamento *hedge*, especulativa ou *ponzi*, conforme o resultado das equações.

Uma vez de posse da classificação de cada Estado quanto sua posição de financiamento, rodou-se uma regressão complementar para compreender a influência das seguintes variáveis na posição financeira dos Estados: a) valor dos Investimentos realizados; b) tamanho dos Estados, mensurado pela área em km<sup>2</sup>.

Com isso, o seguinte modelo de regressão foi rodado:

$$PF_{it} = \alpha + \beta_1 Inv_{it} + \beta_2 Tam_i + \varepsilon_{it}$$

Em que:

$PF_{it}$  – Índice de Posição Financeira de Minsky

$Inv_{it}$  – Valor dos investimentos feitos pelo Estado  $i$  no período  $t$

$Tam_{it}$  – Tamanho, em km<sup>2</sup>, do Estado

A ideia da regressão é analisar a influência de tais variáveis na situação financeira dos Estados. Espera-se que quanto maior o volume de investimentos, pior seja a situação financeira do Estado. Salientando que no cálculo da situação financeira, as despesas com investimentos não estão contempladas. Por fim, acredita-se que Estados com maior área também tenham uma situação financeira pior, dado que uma maior extensão tende a demandar mais equipamentos públicos, mais vigilância, enfim, mais despesas. Optou-se por trabalhar com a área, e não com



a população, dado que Estados com grandes áreas, mas baixa densidade populacional, podem demandar gastos que não seriam captados caso a variável fosse a população.

O modelo de regressão rodado foi um *pooled*, com MQO (Mínimos Quadrados Ordinários). O modelo mostrou-se bem especificado. Quanto aos testes de especificação do modelo, testou-se os dados para problemas de autocorrelação por meio do teste *vif* – *Variance Inflation Factor*, sendo que o resultado do teste não apontou qualquer problema.

Quanto à normalidade dos resíduos, dado o tamanho da amostra e seguindo Wooldridge (2012), relaxou-se tal pressuposto, dadas as propriedades assintóticas dos estimadores obtidos por mínimos quadrados ordinários.

Por fim, quanto à presença de heterocedasticidade, seguindo Maia, Miranda e Pinheiro (2019), rodou-se o modelo com erros robustos para corrigir a heterocedasticidade nos dados.

Em linhas gerais são estes os principais apontamentos metodológicos da pesquisa. Eventuais outros aspectos relevantes são retomados na seção seguinte, de apresentação dos resultados.

#### 4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Inicialmente, são apresentados, na tabela 3, o índice de posição de financiamento de cada Estado, bem como sua classificação financeira segundo Minsky.

Tabela 3 – Índice de posição de financiamento e classificação financeira (continua)

Estado	Ano	Índice	Posição	Estado	Ano	Índice	Posição
AC	2015	1.65	Hedge	PB	2015	6.03	Hedge
AC	2016	2.30	Hedge	PB	2016	6.85	Hedge
AC	2017	1.16	Hedge	PB	2017	8.17	Hedge
AC	2018	1.53	Hedge	PB	2018	10.61	Hedge
AL	2015	2.22	Hedge	PR	2015	5.75	Hedge
AL	2016	3.37	Hedge	PR	2016	2.82	Hedge
AL	2017	1.69	Hedge	PR	2017	2.82	Hedge
AL	2018	3.24	Hedge	PR	2018	6.15	Hedge
AP	2015	6.06	Hedge	PE	2015	1.53	Hedge
AP	2016	7.99	Hedge	PE	2016	1.62	Hedge
AP	2017	7.12	Hedge	<b>PE</b>	<b>2017</b>	<b>0.10</b>	<b>Espec.</b>
AP	2018	6.87	Hedge	<b>PE</b>	<b>2018</b>	<b>0.49</b>	<b>Espec.</b>
AM	2015	3.09	Hedge	PI	2015	5.39	Hedge
AM	2016	3.51	Hedge	PI	2016	5.91	Hedge
AM	2017	3.66	Hedge	PI	2017	5.49	Hedge
AM	2018	3.76	Hedge	PI	2018	5.92	Hedge
BA	2015	2.72	Hedge	RJ	2015	2.45	Hedge
BA	2016	3.03	Hedge	RJ	2016	2.40	Hedge
BA	2017	2.00	Hedge	RJ	2017	2.30	Hedge
BA	2018	3.00	Hedge	RJ	2018	24.56	Hedge
CE	2015	3.11	Hedge	RN	2015	4.57	Hedge
CE	2016	3.86	Hedge	RN	2016	8.26	Hedge
CE	2017	3.08	Hedge	RN	2017	8.55	Hedge
CE	2018	2.92	Hedge	RN	2018	13.66	Hedge
DF	2015	1.80	Hedge	<b>RS</b>	<b>2015</b>	<b>-1.16</b>	<b>Ponzi</b>
DF	2016	7.04	Hedge	<b>RS</b>	<b>2016</b>	<b>-1.17</b>	<b>Ponzi</b>
DF	2017	6.32	Hedge	<b>RS</b>	<b>2017</b>	<b>-2.22</b>	<b>Ponzi</b>
DF	2018	2.49	Hedge	<b>RS</b>	<b>2018</b>	<b>-1.40</b>	<b>Ponzi</b>
ES	2015	8.38	Hedge	RO	2015	15.79	Hedge
ES	2016	7.39	Hedge	RO	2016	18.42	Hedge
ES	2017	8.45	Hedge	RO	2017	13.58	Hedge

ES	2018	8.93	Hedge	RO	2018	13.99	Hedge
GO	2015	2.92	Hedge	RR	2015	6.46	Hedge
GO	2016	4.63	Hedge	RR	2016	4.93	Hedge
GO	2017	8.57	Hedge	RR	2017	2.70	Hedge
GO	2018	9.00	Hedge	RR	2018	6.49	Hedge
MA	2015	3.09	Hedge	SC	2015	5.18	Hedge
MA	2016	3.67	Hedge	SC	2016	7.12	Hedge
MA	2017	2.46	Hedge	SC	2017	7.26	Hedge
MA	2018	2.09	Hedge	SC	2018	5.73	Hedge
MT	2015	3.88	Hedge	SP	2015	<b>-0.20</b>	<b>Ponzi</b>
MT	2016	6.77	Hedge	SP	2016	<b>-0.79</b>	<b>Ponzi</b>
MT	2017	7.78	Hedge	SP	2017	<b>-0.30</b>	<b>Ponzi</b>
MT	2018	8.19	Hedge	SP	2018	<b>-0.27</b>	<b>Ponzi</b>
MS	2015	<b>-0.19</b>	<b>Ponzi</b>	SE	2015	4.45	Hedge
MS	2016	5.04	Hedge	SE	2016	5.82	Hedge
MS	2017	2.58	Hedge	SE	2017	3.77	Hedge
MS	2018	4.70	Hedge	SE	2018	4.74	Hedge
MG	2015	<b>-0.14</b>	<b>Ponzi</b>	TO	2015	3.33	Hedge
MG	2016	<b>-1.51</b>	<b>Ponzi</b>	TO	2016	3.91	Hedge
MG	2017	<b>-2.03</b>	<b>Ponzi</b>	TO	2017	2.91	Hedge
MG	2018	<b>-1.45</b>	<b>Ponzi</b>	TO	2018	4.62	Hedge
PA	2015	6.81	Hedge				
PA	2016	7.93	Hedge				
PA	2017	6.94	Hedge				
PA	2018	6.42	Hedge				

Fonte: dados da pesquisa (2020)

Conforme se verifica, a maioria dos Estados brasileiros atende aos critérios definidos por Minsky para receber a classificação como Hedge. Mas o que essa classificação indica? Segundo Caríssimo (2019), agentes econômicos nessa posição estão em uma situação financeira tal que suas entradas de recursos decorrentes do processo produtivo cobrem os seus custos e as obrigações financeiras. Ou seja, no caso das Unidades da Federação, suas receitas correntes e financeiras cobrem suas despesas correntes, despesas com juros e a amortização da dívida, colocando, assim, o ente na melhor classificação possível no tocante à posição financeira proposta por Minsky.

Conforme a classificação original evidencia, quando o agente econômico obtém um índice  $> 1$ , sua classificação é hedge. Analisando os dados da tabela 3, verifica-se que muitos Estados estão classificados como hedge com índice ligeiramente superior a 1, como é o caso do Acre em 2017 e 2018, Alagoas em 2017, Pernambuco em 2015 e 2016, dentre outros.

Por outro lado, alguns entes federativos demonstram bastante solidez no tocante à sua situação financeira, como é o caso dos Estados do Amapá em todo o período analisado, Distrito Federal em 2016 e 2017, Espírito Santo em todo o período analisado, Goiás em 2017 e 2018, Mato Grosso em 2016, 2017 e 2018, Pará em todo o período analisado, Paraíba em todo o período analisado, Paraná em 2018, Piauí em todo o período analisado, Rio de Janeiro em 2018, Rio Grande do Norte em todo o período analisado, Rondônia em todo o período analisado, Roraima e Santa Catarina, dentre outros.

Saliente-se que uma classificação hedge não concede ao Estado um “salvo-conduto” capaz de imuniza-lo contra futuras dificuldades financeiras, bem como não significa que o Estado possui melhores condições de vida do que outros. Indica apenas que, do ponto de vista financeiro, o recurso gerado pelo Estado é capaz de manter o funcionamento da máquina pública do ponto de vista das despesas correntes.

Em relação à posição financeira “Especulativa”, apenas o Estado de Pernambuco figurou nessa posição nos exercícios de 2017 e 2018. O Estado estava posicionado na situação Hedge em 2015 e 2016, porém, com um índice ligeiramente superior a 1,00. A situação de especulação indica a existência de desequilíbrios entre os fluxos de caixa realizados e os compromissos financeiros assumidos pelo agente econômico. A posição de especulação indica que o devedor necessita refinarçar parte de suas obrigações financeiras para honrar seus compromissos (Minsky, 1992). Na situação especulativa, os agentes econômicos apresentam um fluxo de quase renda esperada superior apenas ao compromisso dos juros, havendo necessidade de tomarem recursos financeiros, para se refinarçar e poder honrar com o principal (Caríssimo et al., 2019).

Agentes econômicos em situação especulativa têm necessidade de emitir novas dívidas para cumprir os compromissos de pagamento do principal, dado que o fluxo de caixa gerado só é suficiente para saldar os juros e uma parte do principal (Rolim, Cattán & Antonioli, 2016).

O posicionamento do Estado de Pernambuco na situação “Especulativa” não indica, necessariamente, uma situação péssima para o Estado. Conforme esclarecem Rolim, Cattán e Antonioli (2016), a classificação do agente na condição de especulação pode indicar a realização de investimentos, que demandam cada vez mais endividamento para que sejam concretizados. Com isso, dadas as necessidades financeiras que os investimentos requerem, os agentes vão assumindo posturas financeiras cada vez mais especulativas, necessitando de refinarçamento de suas dívidas em um volume crescente.

Por fim, a maioria dos Estados Brasileiros apresentavam posição financeira ponzi, segundo a classificação proposta por Minsky. Os agentes econômicos do tipo ponzi se assemelham aos especulativos pelo fato de não terem condições de saldar integralmente suas dívidas no horizonte contratado, uma vez que suas receitas correntes também serão inferiores ao serviço da dívida previsto, porém, o tamanho do desequilíbrio no ponzi é maior. A longo prazo, agentes econômicos ponzi podem se tornar incapazes de, até mesmo, quitar os juros e o serviço da dívida dos financiamentos contraídos, impossibilitando, assim, acesso a novo crédito. Nessa situação, é esperado que o montante da dívida do agente cresça ainda mais, colocando a entidade em posição ponzi em uma condição de risco financeiro demasiadamente alto e insustentável (Torres Filho, Miaguti & Martins, 2018).

Há tempos se discute a situação financeira dos Estados Brasileiros. Tanto no meio acadêmico, quanto nos veículos de comunicação em massa, discussões sobre a situação de dificuldade financeira de alguns Estados são rotineiramente ventiladas. No caso dos dados desta pesquisa, os Estados do Rio Grande do Sul, São Paulo e Minas Gerais, em todo o período analisado, estão na posição ponzi. Mato Grosso do Sul, em 2015, apresentava posição financeira ponzi, porém, após isso permaneceu classificado como hedge.

No entanto, chama atenção o fato de 3 Estados figurarem, em todo o período analisado, na posição ponzi. Dos 3 Estados nessa situação, o Rio Grande do Sul é o que possui a pior situação financeira, apresentando, na média do período, um índice de posição financeira de -1,48.

Minas Gerais vem logo em seguida, com índice médio de -1,28, enquanto São Paulo apresenta, dos 3, a situação menos grave, com índice de posição financeira médio, no período, de -0,39. O fato de tais Estados figurarem como ponzi evidencia a necessidade de que medidas fiscais sejam tomadas em caráter urgente, com vistas à reversão desse quadro. Apenas para se ter uma ideia, a despesa com pessoal do Rio Grande do Sul, em 2018, representou 73% das receitas correntes do Estado. No caso de Minas Gerais, a folha de pagamento, em 2018, atingiu 63% das receitas correntes.

O peso da folha de pagamentos dá uma ideia do desafio que esses Estados precisam enfrentar para contornar a situação fiscal que se encontram. Apenas a título comparativo, Rondônia, com uma das posições hedge mais confortáveis em 2018, gastava o equivalente a

44% de sua receita corrente com folha de pagamento em 2018. São quase 20 pontos percentuais de diferença com Minas Gerais e quase 30 com o Rio Grande do Sul.

Nesse sentido, a receita para modificar a posição financeira parece ser sabida pelos gestores dos estados em situação ponzi, qual seja, redução de despesas. No entanto, embora o remédio seja conhecido, sua aplicação nem sempre é simples e fácil de ser praticada.

Com isso, a tabela 3 apresenta um panorama geral das finanças dos Estados Brasileiros de 2015 a 2018, evidenciando aqueles que possuem situação financeira saudável (hedge), aqueles em situação especulativa e os Estados em situação financeira ruim, classificados como ponzi. Evidentemente que dentro de cada classificação dessas existem diferentes níveis, sendo que, por exemplo, alguns classificados como hedge estão em um nível muito mais confortável do que outros, o que é natural dado que se trata de um índice.

No entanto, nem só para apresentar a situação financeira dos Estados segundo a classificação de Minsky esta pesquisa foi conduzida. Busca-se analisar o efeito dos Investimentos sobre a situação financeira dos Estados, incluindo-se, além disso, uma variável representativa do tamanho de cada Estado. Para tanto, rodou-se uma regressão tendo como variável dependente o índice de posição financeira, e como variáveis explicativas a despesa com investimento e o tamanho (em km<sup>2</sup>) de cada Estado no período analisado. O resultado da regressão rodada é apresentado na tabela 4.

Tabela 4 – resultado do modelo de regressão

Pos. Fin.	Coef.	Rob. Std. Err.	T	P>t	[95% Conf. Interval]	
Investimento	-2.385	0.823	-2.900	0.005	-4.018	-0.753
Área	-0.000	0.000	-4.010	0.000	0.000	0.000
_cons	26.805	7.341	3.650	0.000	12.249	41.361
Obs: 108	$F(2, 105) = 20.48$		$Prob > F = 0.0000$		$R\text{-squared} = 0.147$	

Fonte: dados da pesquisa (2020)

O modelo de regressão rodado foi um pooled, uma vez que realizados os testes de especificação de Chow e de Hausman, foi ele o modelo que se mostrou mais ajustado aos dados. Conforme se verifica na saída da regressão, o Investimento possui relação negativa com a situação fiscal dos Estados, indicando que quanto maior o volume de investimentos realizados pelos entes federativos, pior é seu índice de situação fiscal.

O achado é coerente, pois as despesas com investimento, no mais das vezes, demandam recursos financeiros sob forma de financiamento, o que pode colocar o ente federativo em situação financeira ruim. No caso dos Estados Brasileiros no período de 2015 a 2018, quanto mais investimentos foram realizados, mais precária se mostrou sua situação financeira, na média.

A condição para realização de obras públicas sob forma de investimentos é a existência de recursos, no mais das vezes, não gerados pelo próprio Estado. Isso requer a captação de recursos junto a instituições financeiras ou outras entidades para viabilizar os investimentos. Com isso, por um lado há uma perda na situação financeira, porém, por outro, realizam-se ações públicas de investimento que beneficiam toda a sociedade daquele Estado.

Entes federativos com situação financeira ruim (ponzi) deveriam tomar tais decisões de investimento com maior parcimônia, dado que a realização de mais obras públicas, em um ente já com dificuldades financeiras, pode se mostrar uma decisão não inteiramente inteligente. Por sua vez, a pressão popular por realizações públicas é crescente, demandando habilidade dos gestores para atender tanto aos anseios da sociedade quanto manter o equilíbrio das contas públicas.

Já com relação ao tamanho do Estado, conforme se verifica na saída da regressão, quanto maior o Estado (em km<sup>2</sup>), pior sua situação fiscal, dado o coeficiente negativo associado à

variável. Embora com um coeficiente pequeno, essa relação mostrou-se estatisticamente significativa, indicando que o tamanho possui influência sobre a situação fiscal dos Estados.

Tal achado também é esperado, dado que Estados com áreas maiores, demandam mais recursos para sua manutenção. São necessárias mais rodovias para interligar diferentes rincões, servidores para atender a população, gastos com segurança para vigiar as fronteiras e a grande extensão territorial, equipamentos públicos, enfim, é de se esperar que Estados com maior extensão demandem mais recursos. Com isso, sua situação financeira é pior, o que justifica o sinal verificado para a variável em análise.

Saliente-se que os coeficientes associados às duas variáveis explicativas do modelo mostraram-se estatisticamente significativos, passando pelo teste t a 5%. O modelo passa, igualmente, pelo teste F, e seu  $R^2$  é de 14,7%, o que denota um bom poder explicativo, mesmo que o modelo rodado tenha mais intenção de verificar a relação entre o investimento e a situação financeira do que, propriamente, explicar a situação financeira dos Estados.

Os achados da pesquisa servem, especialmente, para evidenciar qual a situação financeira dos Estados brasileiros. Os dados evidenciam que a maioria dos Estados possui boa saúde financeira (dentro dos parâmetros do modelo de Minsky), porém, os Estados do Rio Grande do Sul, São Paulo e Minas Gerais apresentam situação fiscal alarmante. O Estado de Pernambuco encontra-se em uma situação intermediária, dada a situação de Especulação, o que inspira cuidados pelos gestores públicos daquela localidade.

Diagnosticar a situação fiscal dos Estados brasileiros é um dos primeiros passos para enfrentar o problema financeiro vivenciado. Não se pode tratar aquilo que não se conhece, e nesse sentido, o estudo cumpre sua finalidade. Evidentemente que existem níveis dentro de cada grau de posição financeira na proposta de Minsky, porém, e uma posição hedge, hoje, não é garantia de saúde financeira futura. Em especial, os resultados para Rio Grande do Sul e Minas Gerais vem ao encontro do que se discute no meio acadêmico e na mídia há tempos a respeito da saúde fiscal daqueles Estados, que passam por crises fiscais preocupantes.

Aprofundar a discussão sobre a situação fiscal dos Estados é relevante pois afeta o dia a dia de cada cidadão. Muitas vezes o contribuinte fica à mercê de discursos inflamados de políticos pregando uma situação fiscal irreal do Estado. Conhecer a realidade fiscal desses entes federativos é um primeiro passo para exigir mudanças. A pesquisa em contabilidade, nesse aspecto, tem um importante papel de divulgação à sociedade, proporcionando informações que sejam úteis para que as pessoas possam cobrar e exigir mudanças em seus respectivos Estados.

Esta pesquisa dá sua pequena parcela de contribuição em relação a isso, mostrando o panorama das finanças estaduais no período de 2015 a 2018. Mais pesquisas e mais discussões sobre esse tema podem municiar os cidadãos de informações úteis para exigir mudanças. Com isso, a contabilidade pode assumir um papel de protagonista nesse processo.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A discussão sobre as finanças públicas brasileiras é, há tempos, objeto de pesquisas na contabilidade. Além disso, o tema é de amplo interesse social, com coberturas constantes pela mídia geral e especializada.

Muito se discute a respeito das finanças dos estados, algumas vezes até mesmo sem olhar os dados, apenas com base em “achismos”, e a afirmação é, na maioria das vezes, a mesma: os Estados estão quebrados.

Visando discutir o tema pela lente teórica de Minsky (1977, 1986 e 1992), esta pesquisa teve como objetivo analisar a situação fiscal dos Estados brasileiros à luz da hipótese de fragilidade financeira (HFF), classificando os estados brasileiros segundo a proposição da HFF, bem como explorar a influência dos investimentos e do tamanho na referida classificação.

Ao longo da discussão foi possível verificar que os estados brasileiros, no período analisado (2015 a 2018), apresentaram, em sua maioria, uma classificação financeira saudável, sendo que a maioria deles apresentou posição hedge, segundo a classificação Minskyana.

Pernambuco foi o único a apresentar a posição especulativa, enquanto que Rio Grande do Sul, São Paulo, Minas Gerais e Mato Grosso do Sul (apenas em 2015) apresentaram situação financeira ponzi.

Isso significa que tais estados possuem situação fiscal crítica, insustentável ao longo do tempo, indicando que suas receitas são insuficientes para fazer frente às suas despesas correntes. Excetuando-se o caso do estado de São Paulo, que causou surpresa ao apresentar posição ponzi, Rio Grande do Sul e Minas Gerais não causaram estranheza ao apresentarem situação financeira ponzi. As finanças desses estados são, há tempos, objeto de discussões empíricas na pesquisa em contabilidade, bem como objeto de discussões na mídia geral e especializada, e recorrentemente são apresentados como os estados com a situação financeira mais caótica do país, o que foi confirmado, neste estudo, à luz da HFF de Minsky.

Complementarmente à classificação das finanças estaduais segundo a taxonomia de Minsky, a regressão com despesas com investimento e o tamanho indicou que tais variáveis contribuem para o agravamento da crise fiscal dos Estados. Ou seja, quanto maior o volume de investimentos e o tamanho, pior a classificação fiscal.

Em vista disso, o objetivo do estudo foi atingido, já que classificou todos os Estados da federação de acordo com as balizas da hipótese de fragilidade financeira (HFF), bem como analisou a influência do investimento e tamanho sobre o referido índice de situação fiscal.

Com esse achado conclui-se que os investimentos causam a instabilidade fiscal nos Estados? Não, porém, que tais variáveis estão associadas. A pesquisa aponta, ainda, que à luz da HFF, Estados como Rondônia e Espírito Santo apresentam situação financeira hedge bastante confortável, possuindo bastante solidez.

Em especial os achados, além de identificar a situação financeira dos entes subnacionais analisados e analisar o impacto do investimento e do tamanho sobre essa situação, podem ser úteis para que gestores realizem estudos qualitativos nos Estados com as finanças mais sólidas e busquem entender os determinantes dessa solidez. Isso é potencialmente importante para que boas práticas possam ser replicadas nos Estados com as finanças em situação temerária.

A pesquisa busca contribuir nesse sentido: oferecer uma leitura da situação financeira dos Estados. Pesquisas futuras podem realizar as análises qualitativas necessárias para entender os determinantes da situação fiscal, já que esse não constituiu objetivo do estudo. Além disso, a inclusão de novas variáveis e a análise do seu impacto sobre o índice de situação financeira podem oferecer esclarecimentos complementares aos aqui discutidos.

Estados com ambiente financeiro deficitário normalmente são associados à mais problemas sociais, como aumento da criminalidade, desemprego, aumento no número de encerramento de empresas, dentre outros problemas. Ou seja, a situação fiscal crítica contribui para o aparecimento ou fortalecimento de outros problemas sociais. Por essa razão compreender o problema e praticar ações para saná-lo é tão importante.

Por fim, a contabilidade possui um importante papel nessa discussão. Mais do que apenas registrar e evidenciar as finanças estaduais, é necessário analisa-la, lançando um olhar crítico sobre os números, buscando compreendê-los, de forma a evidenciar à sociedade mais do que apenas números. É necessário compreender eles, e entregar uma análise que possibilite a criação de um ambiente de debates, de forma a aprimorar o controle social e a gestão pública. Com isso, a pesquisa em contabilidade pública pode e deve oferecer mais, precisa se inserir no debate, contribuindo, com suas técnicas e sua análise, para o aprimoramento da gestão e melhoria das finanças públicas.

## REFERÊNCIAS

- Afonso, J. R. (2016). Crise fiscal é só dos estados?. *Revista Conjuntura Econômica*, 70(9), 22-24.
- Bahry, T. R., & Gabriel, L. F. (2010). A hipótese da instabilidade financeira e suas implicações para a ocorrência de ciclos econômicos. *Revista de Economia Contemporânea*, 14(1), 27-60.
- Barbosa, L. O. S., Leal Filho, R. D. S., Oliveira Junior, F. A. D., & Sousa, F. M. P. D. (2019). Ideologia partidária e crise fiscal dos estados: o caso de Minas Gerais. *Nova Economia*, 29(2), 487-513.
- Batista, C., & Simpson, X. (2010). Determinantes políticos do déficit fiscal nos estados brasileiros (1987-1997). *Revista de Sociologia e Política*, 18(35), 131-149.
- Caríssimo, C. R., Carvalho, E. G., Carvalho, F. D. M., & Aveline, C. E. S. (2019). Análise da Hipótese de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público por Meio de Equações Estruturais. In *Anais do XIX USP International Conference in Accounting*.
- Ferrari Filho, F., & Piccolotto, V. (2018). A dívida pública do Rio Grande do Sul: uma análise sob a ótica da hipótese de fragilidade financeira de Minsky. *Análise Econômica*, 36(71).
- Giuberti, A. C. (2005). Lei de Responsabilidade Fiscal: efeitos sobre o gasto com pessoal dos municípios brasileiros. XXXIII Encontro Nacional de Economia ANPEC, CD-ROM, Anais da ANPEC.
- Lopreato, F. L. C. (2004). A situação financeira dos estados e a reforma tributária. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, (115).
- Maia, Leticia Luanda, Miranda, Rafaella Duarte, Pinheiro, Laura E. T.. (2019). Associação entre comparabilidade das demonstrações contábeis e custo do capital de terceiro. In *Anais do XIII Congresso ANPCONT*.
- Matos, P. (2018). Uma Nota sobre o Impacto da Corrupção no Endividamento dos Estados Brasileiros. *Revista Brasileira de Economia*, 72(2), 186-195.
- Mercês, G., & Freire, N. (2017). Crise fiscal dos estados e o caso do Rio de Janeiro. *Geo Uerj*, (31), 64-80.
- Minsky, H. P. (1977). The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to "standard" theory. *Challenge*, 20(1), 20-27.
- Minsky, H. P. (1986). Stabilizing an unstable economy. Working paper.
- Minsky, H. P. (1992). Financiamento e lucros. *Cadernos Ange*, (2).
- Minsky, H. P. (2009). A hipótese da instabilidade financeira. *OIKOS (Rio de Janeiro)*, 8(2).
- Miranda, W. L. L. C., de Araújo, R. J. R., Leite, Í. F., & Nobre, C. J. F. (2018). Avaliação da gestão fiscal nos estados brasileiros: análise no quinquênio 2011 a 2015. *Revista Mineira de Contabilidade*, 19(1), 55-67.
- Mollo, M. D. L. R. (1988). Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. *Revista de Economia Política*, 8(1), 100-24.
- Rigolon, F. J. Z., & Giambiagi, F. (1999). A renegociação das dívidas e regime fiscal dos estados.

- Rolim, L., Cattan, R., & Antonioli, J. (2016). Fragilidade Financeira das Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 2010 a 2014: uma análise a partir de Minsky. Anais do IX Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).
- Souza Júnior, C. V. N. D., & Gasparini, C. E. (2006). Análise da equidade e da eficiência dos estados no contexto do federalismo fiscal brasileiro. Estudos Econômicos (São Paulo), 36(4), 803-832.
- Terra, F. H. B., & Ferrari Filho, F. (2011). A hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2009. Revista EconomiA, 497-516.
- Terra, F. H. B., & Filho, F. F. (2017). Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público revisitado: uma análise para o governo federal brasileiro no período 2000-2016. In Anais do XII Congresso Brasileiro de História Econômica & 13ª Conferência Internacional de História de Empresas.
- Torres Filho, E. T., Miaguti, C., & Martins, N. (2018). MINSKY E A FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS DISTRIBUIDORAS DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO. Revista de Economia Contemporânea, 22(3).
- Vasconcelos, J. R., Piancastelli, M., & Miranda, R. B. (2006). Esforço fiscal dos estados brasileiros. Revista Econômica do Nordeste, 37(1), 7-36.
- Wooldridge, J. M. (2012). Introductory econometrics: A modern approach: Cengage Learning.