

A COFIEX em Xequê: Falhas de Mercado, Falhas de Governo e o Financiamento Externo de Entes Subnacionais

Eric Lisboa Coda Dias^{a,†}, Fábio Felipe Dáquilla Prates^a

^aInstituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP), Brasil • [†]Autor correspondente: ericlisboa@gmail.com

INFORMAÇÕES DO ARTIGO

Palavras-chave:

Garantias da União
Tragédia dos comuns
Falhas de governo
Federalismo fiscal

RESUMO

A Comissão de Financiamentos Externos (COFIEX) autoriza a preparação de operações de crédito externo de estados e municípios garantidas pela União. Este ensaio examina seu desenho sob o arcabouço das falhas de mercado e de governo. O limite global de garantias é um recurso comum, sujeito à tragédia dos comuns: cada ente internaliza os benefícios do seu projeto e externaliza o risco fiscal e cambial sobre a federação. A intervenção é, por isso, legítima. O ponto crítico é que a mitigação dessa falha já é assegurada pela análise de capacidade de pagamento da Secretaria do Tesouro Nacional, executada em qualquer arranjo. A camada adicional de seleção colegiada por mérito qualitativo não corrige a externalidade original e introduz custos próprios de um processo planejador. Comparada a um modelo de fila única com análise estritamente fiscal e de risco, a COFIEX não supera o teste de superioridade da intervenção.

1. Introdução

A política de financiamento externo a entes subnacionais ocupa posição singular no arranjo federativo brasileiro, por articular simultaneamente objetivos de desenvolvimento, coordenação macrofiscal e gestão do risco soberano. O acesso de estados e municípios ao crédito internacional costuma oferecer prazos e custos mais atrativos do que o mercado doméstico. A exigência de garantia da União, contudo, coloca o Tesouro Nacional diante de passivos contingentes e de riscos fiscais e cambiais, de modo que a forma de selecionar e priorizar projetos passa a ser uma questão de bem-estar social, e não de mera conveniência administrativa.

É nesse contexto que se insere a Comissão de Financiamentos Externos (COFIEX), concebida como instância deliberativa para examinar e autorizar a preparação de programas e projetos do setor público. Ela opera como porta institucional entre a demanda por operações de crédito externo e o limite global de endividamento definido em lei. A pergunta que este ensaio coloca, à luz da economia do setor público, é se o desenho vigente é o instrumento mais eficiente para internalizar as falhas de mercado relevantes sem incorrer em falhas de governo que reduzam ou revertam os ganhos líquidos de bem-estar. Seguimos o método de quatro passos de [Sachsida \(2025\)](#): caracterizar a falha de mercado, dimensionar sua materialidade, examinar a intervenção concreta e, por fim, compará-la a um arranjo alternativo.

2. A falha de mercado: um recurso comum

O objeto escasso que viabiliza as operações — o limite global de concessão de garantias da União — tem as características de um recurso comum: é rival, pois o uso por um ente reduz o saldo disponível aos demais, e de difícil exclusão *ex ante* num arranjo federativo em que todos os entes são, em princípio, potenciais demandantes. Nessas circunstâncias, o resultado espontâneo tende à tragédia dos comuns ([Hardin, 1968](#)): cada ente internaliza os benefícios diretos do seu projeto e externaliza parte relevante dos custos sistêmicos — o aumento do risco soberano, a pressão sobre as metas fiscais e a elevação do custo marginal de financiamento para o conjunto da federação.

Soma-se a isso uma assimetria de informação entre os proponentes e a autoridade central quanto à qualidade e à exequibilidade dos projetos, além do risco moral decorrente da expectativa de socorro da União em caso de dificuldade de pagamento. Trata-se de falha de mercado clara e estrutural: o acesso irrestrito ao recurso comum “garantia da União” impõe externalidades negativas de alto risco fiscal e cambial a toda a federação. A intervenção estatal é, portanto, legítima e necessária.

3. Materialidade do risco

Demonstrada a falha, cabe indagar sua materialidade. A experiência brasileira com ciclos de endividamento subnacional e renegociações de passivos indica que o risco não é abstrato: a recomposição de portfólios de dívida dos entes, quando realizada *ex post* pela União, gera custos fiscais expressivos e duradouros. A honra de garantias é uma das principais vias de transmissão de choques locais ao balanço soberano, sobretudo quando as operações são denominadas em moeda estrangeira, o que adiciona um componente relevante de risco cambial.

A ordem de grandeza confirma a relevância. Segundo o Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas, no segundo quadrimestre de 2025 o saldo devedor das garantias concedidas totalizou R\$ 317,96 bilhões, dos quais R\$ 137,72 bilhões em garantias internas e R\$ 180,24 bilhões em garantias externas. O volume é suficientemente material para justificar algum mecanismo de controle sobre o uso do recurso comum.

4. A intervenção concreta e suas falhas de governo

A terceira etapa exige examinar a intervenção específica, e é aqui que emergem as falhas de governo associadas à COFIEX. A natureza interministerial e colegiada do processo, a existência de janelas formais e prazos rígidos de instrução e a sobreposição de dimensões de julgamento — do risco e da conformidade fiscal a avaliações de alinhamento estratégico — tendem a elevar custos de transação, ampliar o tempo entre submissão e decisão e deslocar o foco do mérito econômico estrito para a aderência a um amplo conjunto de requisitos formais.

A consequência prática é dupla. De um lado, há perda de valor presente social pelos atrasos, especialmente em projetos de benefícios difusos e urgentes, como saneamento e mobilidade. De outro, produz-se um conjunto de incentivos estratégicos que distorcem a seleção: os proponentes passam a “projetar para a regra”, otimizando o preenchimento de critérios formais e o *timing* de submissão em detrimento da substância econômico-social. Em termos da teoria do principal-agente (Laffont e Martimort, 2002), a multiplicidade de objetivos e a assimetria informacional do avaliador frente ao implementador abrem espaço para captura por grupos de interesse, formalismo defensivo e a cristalização de portfólios medianos, com baixa permeabilidade a projetos de alto impacto.

Há ainda dois pontos que reforçam o diagnóstico. Como os membros da COFIEX são agentes públicos de alto escalão, suas reuniões impõem custo de oportunidade relevante a importantes tomadores de decisão e podem atrasar outras pautas. E a maioria das operações de crédito externo refere-se a linhas padronizadas e replicáveis entre entes — como o Progestão e o Profisco —, que seguem objetivos genéricos de modernização administrativa ou fiscal sob uma espécie de contrato de adesão. Se essas linhas já são aprovadas em resolução anterior à concessão das garantias, indaga-se: se o objetivo da COFIEX é uma decisão estratégica de mérito, por que realiza a aprovação genérica de linhas em esquema de adesão? A pergunta evidencia a desnecessidade dessa instância em parcela expressiva dos casos. A estrutura da COFIEX é, em si, uma falha de governo de livro-texto, marcada por custos burocráticos elevados e efeitos não intencionais sobre os incentivos dos agentes públicos.

5. Comparação de arranjos: a intervenção é superior?

O teste decisivo do método é demonstrar que a solução de governo é superior à solução de mercado. O ônus da prova recai sobre quem intervém: como adverte Sachsida (2025), políticas públicas devem ser julgadas por seus resultados, e não por suas intenções. A solução de mercado pura — o acesso irrestrito — já foi descartada como fiscalmente inviável. A comparação relevante, portanto, não é entre intervir e não intervir, mas entre duas intervenções: o modelo COFIEX, baseado em seleção de mérito, e um modelo de fila única com análise estritamente fiscal e de risco, tal como o adotado nas operações de crédito interno.

Tabela 1. Comparação dos arranjos de racionamento do limite de garantias.

Característica	Modelo A: Crédito Externo (COFIEX)	Modelo B: Crédito Interno (STN)
Mecanismo de racionamento	Seleção por <i>ranking</i> e pontuação final (subjetiva)	Fila única de pleitos (objetiva, ordem de chegada)
Critério de análise	Qualitativo (mérito do projeto, PPA, áreas estratégicas)	Binário (conformidade legal/documental e risco)
Complexidade processual	Alta: comitê interministerial, GTEC, pré-COFIEX, prazos de 40/70 dias	Baixa: fluxo linear de análise documental e de risco pela STN/COPEM
Análise de risco (falha de mercado)	Sim: capacidade de pagamento, pela STN	Sim: análise da operação, pela STN/COPEM

Nota: ambos os arranjos incluem o núcleo técnico de verificação — capacidade de pagamento e aderência à LRF.

A falha de mercado original é o risco fiscal e a tragédia dos comuns. A ferramenta técnica que a mitiga é a análise de capacidade de pagamento (Capag) e a verificação dos limites da Lei de Responsabilidade Fiscal, ambas executadas pela Secretaria do Tesouro Nacional. O ponto crítico é que os dois modelos já incluem essa análise. O modelo de fila única resolve a falha de forma direta: o primeiro da fila que comprovar capacidade de pagamento e conformidade legal tem o pleito aprovado. O modelo COFIEX, por sua vez, toma a solução que já funciona — a análise de risco da STN — e sobrepõe a ela uma segunda camada de intervenção, a seleção de mérito qualitativo. Essa camada não resolve a falha de mercado original; introduz, ao contrário, os custos administrativos e os efeitos não intencionais já descritos. A COFIEX, assim, falha no teste do quarto passo: não melhora efetivamente o resultado, mas insere as ineficiências de um planejador central para decidir quais projetos “merecem” financiamento, quando a única intervenção economicamente justificada seria um mecanismo neutro de gestão do risco.

6. Conclusão

A investigação do caso da COFIEX demonstra, em primeiro lugar, que a intervenção estatal para gerir o limite de garantias da União é legítima: o acesso irrestrito a esse recurso comum tenderia à tragédia dos comuns, com externalidades de risco fiscal e cambial materiais e reiteradas. Ao escrutinar o desenho concreto da Comissão, porém, emergem falhas de governo típicas — estrutura colegiada e interministerial, prazos rígidos, múltiplas instâncias —, que elevam custos burocráticos e distorcem incentivos, levando os proponentes a priorizar a aderência formal em detrimento do mérito econômico-social. Por fim, no confronto com uma alternativa estatal mais simples, a fila única aplicada ao crédito interno, a COFIEX não supera o teste de superioridade: a falha de mercado central já é mitigada pela análise técnica da STN em ambos os arranjos, ao passo que a camada adicional de seleção por mérito não corrige a externalidade e adiciona custos próprios de um processo planificador. Conclui-se que o bem-estar social não é maximizado pelo formato atual da COFIEX; a maximização exigiria concentrar a intervenção na mitigação da falha de mercado original — verificação de conformidade e de risco financeiro —, evitando sobreposições procedimentais sem ganho econômico relevante.

Referências

- Hardin, G. (1968). The tragedy of the commons. *Science*, 162(3859):1243–1248.
- Laffont, J.-J. e Martimort, D. (2002). *The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model*. Princeton University Press, Princeton.
- Sachsida, A. (2025). *Princípios de Economia e os Desafios da Inteligência Artificial: a economia na era do preço zero*. Ipea, Brasília.