

REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDA: UMA ALTERNATIVA À GESTÃO DA DÍVIDA DOS ESTADOS

CALAZANS, Roberto B; **Flores**, Luciano Lauri. (2009). A reestruturação da dívida como instrumento de gestão fiscal do Rio Grande do Sul. **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre, Fundação de Economia e Estatística, Vol. 37, n.º 3, p. 97-109.

Outubro de 2008

Porto Alegre – RS

SUMÁRIO

1	Álgebra da restrição orçamentária do governo e da sustentabilidade da política fiscal	7
1.1	Introdução da senhoriagem e do imposto inflacionário na restrição orçamentária do governo	11
2	Aplicações do modelo teórico ao caso do Rio Grande do Sul.....	14
2.1	Crescimento da dívida pública.....	14
2.2	Revisão do resultado nominal.....	16
2.3	Fatores determinantes da expansão da dívida pública	20
2.4	Determinantes da razão dívida fundada/RCL.....	25
3	Reestruturação de dívida como instrumento de gestão de dívida e ajuste fiscal.....	28
3.1	Diagnóstico da dívida do Estado do Rio Grande do Sul.....	29
3.2	Características do empréstimo com o Banco Mundial.....	32
	FONTE: Secretaria da Fazenda.	35
3.3	Risco da taxa de juros e risco do câmbio	35
3.4	Sensibilidade à taxa de juros	39
3.5	As condições de conversão do Acordo de Empréstimo	40
4	Considerações Finais.....	45
5	Apêndice.....	48
5.1	Deduções básicas a partir da taxa de inflação	48
5.2	Deflacionamento de variáveis reais	48

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Decomposição da variação real da dívida fundada do RS –1970-2007.....	14
Tabela 2 – Evolução percentual da taxa Selic real – 1975-2006 (%).....	15
Tabela 3 – Resultados primário e nominal da Administração Direta do RS – 1998-2007.....	17
Tabela 4 – Principais resultados fiscais do RS – 2003-2007	19
Tabela 5 – Comprometimento da dívida consolidada líquida em relação à receita corrente líquida – 2000-2007	20
Tabela 6 - Relação dívida consolidada líquida e receita corrente líquida dos estados, 2000-2007	22
Tabela 7 – Evolução da dívida fundada da Administração Direta do RS – 1998-2007	22
Tabela 8 – Comparação entre o IGP-DI e o IPCA para indexação da dívida fundada da Administração Direta – 1998-2007	23
Tabela 9 – Fatores de expansão da dívida fundada da Administração Direta do RS – 1998-2007	25
Tabela 10 – Determinantes da razão dívida fundada em relação à receita corrente líquida – 1998/2007	26
Tabela 11 - Demonstração dos custos da operação de reestruturação com Banco Mundial	34

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Decomposição dos efeitos da expansão da dívida fundada do RS – 1971-2007.....	15
Gráfico 2 – Projeção do resíduo da dívida da Lei 9496/97 para o RS– 2007-2027	27
Gráfico 3 – Projeção do serviço da dívida extralimite da Administração Direta do RS – 2007-2029 (R\$ milhões)	30
Gráfico 4 – Relação serviço da dívida e receita líquida real – 2007-2029	31
Gráfico 5 – Evolução da relação serviço da dívida extralimite/receita líquida real,.....	35
Gráfico 6 – Evolução da taxa Libor e da inflação americana – 1994-2007	37
Gráfico 7 – Evolução da relação IGP-DI/Câmbio (R\$/US\$) – 1970-2008	39
Gráfico 8 – Projeção do dólar 2008-2038.....	40

Reestruturação de dívida: uma alternativa à gestão da dívida dos estados

Resumo

O objetivo deste trabalho é demonstrar que a reestruturação de dívida é um importante instrumento para a gestão da dívida dos entes subnacionais e, para evidenciar isso, analisa-se a experiência pioneira realizada no Estado do Rio Grande do Sul em 2008. Para atingir este objetivo, faz-se uma avaliação da evolução fiscal das contas públicas do RS com base na contabilidade internacional, centrando a análise nos principais determinantes do crescimento da dívida fundada no período 1998-2007. Discutem-se, detalhadamente, as principais características da primeira operação de reestruturação de dívida, no montante de US\$ 1,1 bilhão, realizada por um ente subnacional após a vigência da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Palavras-chaves: Déficit público, dívida pública e sustentabilidade fiscal

Keywords: Public deficit, public debt and fiscal sustainability

Introdução

O Estado do Rio Grande do Sul, de forma pioneira, reestruturou sua dívida extralimite mediante uma operação de empréstimo junto ao Banco Mundial, com encargos financeiros menores do que os atuais. O montante dessa operação – a maior já realizada pela instituição com um ente subnacional no mundo - é de US\$ 1,1 bilhão, com prazo de 30 anos, sendo a totalidade dos recursos canalizados para substituir parte da dívida indexada ou ao IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas, ou à taxa Selic.

Ainda que as renegociações das dívidas dos Estados brasileiros, iniciadas e concluídas em 1998, e a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), de 2001, tenham contribuído para a elevação dos resultados primários dos Estados e para o processo de ajustamento das contas públicas nacionais, o Rio Grande do Sul somente agora começa a sinalizar para uma trajetória de convergência aos limites de endividamento previstos pela LRF.

A operação de crédito denominada “RS: Sustentabilidade Fiscal para o Crescimento”¹ (*RS: Fiscal Sustainability for Growth*) visa a encontrar uma alternativa de solução para a problemática do endividamento gaúcho, que já chega a R\$ 37 bilhões e compromete 18% da Receita Líquida do Estado. O financiamento não prevê nenhuma alteração contratual na dívida negociada entre a União e os Estados, mas aponta uma solução para a chamada dívida extralimite, no montante de R\$ 3,1 bilhões em 2008, composta basicamente por contratos internacionais, o Proes extralimite e outros financiamentos.

O ineditismo dessa operação contribuiu para que a Secretaria do Tesouro Nacional elaborasse a Nota Conjunta n.º 22/2008/STN que sugere uma metodologia de análise dos pleitos de reestruturação e recomposição do principal de dívidas dos entes subnacionais, relativamente à aplicação da excepcionalidade prevista no §7º, art. 7º, Resolução 43/2001 do Senado Federal.

Adicionalmente, cabe registrar que o Ministério da Fazenda publicou a Portaria n.º 184, de 25 de agosto de 2008, visando adotar as normas de contabilidade pública consagradas internacionalmente. Isso, na prática, diminuirá a ênfase dada ao conceito de superávit primário, amplamente usado para aferir o desempenho fiscal dos entes públicos. A contabilidade pública internacional privilegia o conceito de resultado nominal, que é a diferença entre receitas e despesas correntes e financeiras, que definem a necessidade de financiamento do setor público. O conceito de superávit primário foi introduzido durante as negociações de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), para calcular o montante de recursos poupados pelos governos antes do pagamento dos juros e encargos da dívida.

¹ O contrato de empréstimo firmado entre o Governo Estadual, o Governo Federal e o Banco Mundial se denomina “RS: Sustentabilidade Fiscal Para o Crescimento” e refere-se ao financiamento de US\$ 1,1 bilhão para a reestruturação da dívida extralimite gaúcha.

Também fruto da preparação do programa de reestruturação da dívida, a Secretaria da Fazenda do Estado teve que adaptar as estatísticas contábeis do setor público consolidado às regras definidas pelo Manual do FMI. Essa nova série das contas públicas do RS foi publicada no documento do programa referido (World Bank, 2008).

O objetivo deste trabalho é demonstrar que a reestruturação de dívida é um importante instrumento para a gestão da dívida dos entes subnacionais e, para evidenciar isso, analisa-se a experiência pioneira realizada no RS.

Para atingir este objetivo, faz-se uma avaliação da evolução fiscal das contas públicas do RS com base na contabilidade internacional, centrando a análise nos principais determinantes do crescimento da dívida fundada no período 1998-2007. A demonstração numérica das principais medidas do déficit público segue a linhas do documento do Banco Mundial, com algumas alterações realizadas pelos autores. Procura-se, ainda, identificar a contribuição dos seguintes fatores para o crescimento da dívida estadual: atualização monetária (IGP-DI ou IPCA/IBGE), capitalização de juros não-pagos, operações de crédito e amortização da dívida, medidos em relação à receita corrente líquida.

O trabalho está organizado da seguinte forma. Na primeira seção, faz-se a dedução teórica de algumas medidas básicas de déficit público, em especial o de resultado nominal. Na literatura, há bastante informação sobre o tema, a novidade aqui é fazer uma demonstração bastante didática, sistematizando alguns textos que tratam do tema.

A seguir, na segunda seção, calcula-se o resultado nominal do setor público (Administração Direta e Consolidada) e faz-se demonstração dos principais resultados fiscais de acordo com o Manual do FMI. Como novidade, revisou-se a carga de juros

pagos, conforme registrada no Balanço Geral do Estado, uma vez que o atual critério de contabilização eleva o montante de amortização da dívida e subestima o pagamento efetivo de juros. Com base no novo recálculo do resultado nominal, procura-se determinar a influência dos fatores acima citados para a elevação da dívida fundada.

Na terceira seção, discute-se a relevância da reestruturação de dívida como um novo instrumento para a gestão das dívidas estaduais, o que poderá servir de referência para outros entes subnacionais. Por fim, é feita uma breve conclusão do trabalho.

1 ÀLGEBRA DA RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA DO GOVERNO E DA SUSTENTABILIDADE DA POLÍTICA FISCAL

Seja D_t a dívida pública medida ao final do ano t , X_t é o resultado primário e i_t é a taxa de juros nominal (média) no ano t . O resultado primário mede a poupança não-financeira, podendo ser expressa por $X_t = T_t - G_t$, onde T_t são as receitas e G_t os gastos do governo. Por sua vez, o resultado nominal indica a variação de dívida no período.

A restrição orçamentária do governo é expressa pelas seguintes identidades:

$$(1) D_t - D_{t-1} = i_t \cdot D_{t-1} - X_t$$

$$(2) D_t = (1 + i_t) \cdot D_{t-1} - X_t$$

$$(3) D_t - D_{t-1} = -\underbrace{(X_t - i_t \cdot D_{t-1})}$$

Resultado Nominal

As identidades acima demonstram que há dois lados na medição do resultado nominal do setor público, os quais originam dois tipos de procedimentos, conhecidos como critérios acima da linha e abaixo da linha².

Pelo primeiro critério (lado esquerdo da identidade), apura-se a variação de endividamento do setor público junto a terceiros num dado período. Pelo segundo critério (lado direito), enfatiza-se a medição do resultado por meio da desagregação dos fluxos de receitas e despesas primárias e do pagamento de juros nominais. O resultado nominal expressa a diferença entre o resultado primário e o pagamento de juros nominais.

Para estabilizar a dívida no ano seguinte, é necessário que ocorra a seguinte condição: $D_t = D_{t-1} = 1$. Ou seja, $1 = (1 + i_t) - X_t$. Então, $X_t = i_t$. Isso significa que para se evitar que a dívida cresça, o governo terá que gerar um superávit primário igual ao pagamento de juros nominais sobre a dívida existente. O superávit primário terá que ser suficiente para cobrir o pagamento de juros e para manter equilibrado o estoque da dívida (Blanchard, 1999, p.547-554).

A restrição orçamentária (2) pode ser representada como percentagem do PIB nominal ($p_t \cdot y_t$), conforme (Ianchovichina et alii, 2006):

$$(4) \quad \frac{D_t}{p_t \cdot y_t} = (1 + i_t) \cdot \frac{D_{t-1}}{p_t \cdot y_t} - \frac{X_t}{p_t \cdot y_t}$$

Reescrevendo-se o primeiro termo do lado direito da igualdade, tem-se que:

$$(5) \quad \frac{D_t}{p_t \cdot y_t} = (1 + i_t) \cdot \frac{D_{t-1}}{p_{t-1} \cdot y_{t-1}} \cdot \frac{p_{t-1} \cdot y_{t-1}}{p_t \cdot y_t} - \frac{X_t}{p_t \cdot y_t} = (1 + i_t) \cdot \frac{y_{t-1}}{y_t} \cdot \frac{p_{t-1}}{p_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{p_{t-1} \cdot y_{t-1}} - \frac{X_t}{p_t \cdot y_t}$$

². Nas contas do Governo Federal, pelo critério abaixo da linha, calculado pelo Banco Central do Brasil, verifica-se a variação do endividamento do setor público. Como se verá, no caso do RS, o critério abaixo da linha, calculado no demonstrativo da Lei de Responsabilidade Fiscal, não se aproxima do critério acima da linha.

Como $\frac{y_{t-1}}{y_t} = \frac{1}{1+g_t}$ e $\frac{p_{t-1}}{p_t} = \frac{1}{1+\pi_t}$, onde g_t é a taxa real de crescimento do PIB e π_t é a inflação, substituindo em (5):

$$(6) \frac{D_t}{p_t y_t} = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi_t)(1+g_t)} \cdot \frac{D_{t-1}}{p_{t-1} y_{t-1}} - \frac{X_t}{p_t y_t}$$

Sendo $(1+i_t)/(1+\pi_t) - 1 = r_t$, taxa de juros real, a expressão (6) pode ser reescrita como segue:

$$(7) d_t = \left[\frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} \right] \cdot d_{t-1} - x_t$$

A equação (7) demonstra que a dinâmica temporal do estoque da dívida está associada ao resultado primário, à taxa de juros real (esta depende da taxa nominal de juros e da inflação) e à taxa de crescimento do produto.

Subtraindo-se d_{t-1} em ambos os lados da equação (7):

$$(8) d_t - d_{t-1} = \left[\frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} \right] \cdot d_{t-1} - d_{t-1} - x_t$$

$$d_t - d_{t-1} = \left[\frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} - 1 \right] \cdot d_{t-1} - x_t$$

$$(9) d_t - d_{t-1} = \left[\frac{(r_t - g_t)}{(1+g_t)} \right] \cdot d_{t-1} - x_t$$

Quanto maior for a diferença entre $(r_t - g_t)$, maior o esforço requerido para estabilizar a relação dívida/PIB. Se $r_t = g_t$, então a variação da dívida será igual ao resultado primário. A relação citada declinará quanto menor for a diferença entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento do PIB e maior for o superávit primário/PIB.

Noutros termos, o resultado primário será sustentável³ se gerar uma relação constante, isto é, quando $d_t - d_{t-1} = 0$ em (9). Neste caso, o lado esquerdo será igual a zero e resolvendo a equação para x_t obtém-se a **condição para a estabilização da dívida** (Ley, 2008):

$$(10) \quad x_t = \left[\frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} \right] d_{t-1}$$

Uma outra forma de demonstração da relação direta entre os juros nominais e a taxa de inflação é dada por Giambiagi (1999, p.59). Suponha que a inflação, π_t , seja constante, o nível de atividade seja estável, e que a dívida externa, a taxa de juros real, r_t , e o déficit do setor público sejam nulos. Os juros, J_t , como proporção do PIB nominal, Y_t , são iguais à taxa de inflação vezes o montante nominal da dívida pública D_{T-1} no final do ano $t-1$.

$$(11) \quad \frac{J_t}{Y_t} = \pi_t \cdot \frac{D_{T-1}}{Y_t}$$

O PIB nominal aumenta de acordo com a inflação, e a expressão (11) pode ser assim descrita:

$$(12) \quad \frac{J_t}{Y_t} = \pi_t \cdot \frac{D_{T-1}}{Y_{t-1} \cdot (1 + \pi_t)} = \frac{\pi_t}{(1 + \pi_t)} \cdot \frac{D_{T-1}}{Y_{t-1}}$$

A relação acima necessita ser corrigida, uma vez que a dívida é uma variável estoque, posicionada em dezembro, e o Y_t é fluxo, medido a preços médios do ano. Assim, o PIB, a preços de dezembro, é dado por:

³. Na abordagem do valor presente, o governo é considerado “solvente ou a sua política fiscal é dita sustentável se o valor presente esperado dos superávits primários futuros é igual ao valor da dívida inicial” (Rocha, 2005, p.496).

$$(13) Y_{T-1} = Y_{t-1} \cdot \frac{P_{T-1}}{P_{t-1}}$$

$$(14) Y_{t-1} = Y_{T-1} \cdot \frac{P_{t-1}}{P_{T-1}}$$

Se a inflação é nula, tem-se que a relação dívida/PIB, d_t , é constante,

$$d_t = \frac{D_{T-1}}{Y_{T-1}} = \frac{D_t}{Y_t}. \text{ Substituindo-se (14) em (12):}$$

$$(15) \frac{J_t}{Y_t} = \frac{\pi_t \cdot D_{T-1}}{(1 + \pi_t) \cdot Y_{T-1} \cdot \frac{P_{t-1}}{P_{T-1}}}$$

Reagrupando-se os termos:

$$(16) \frac{J_t}{Y_t} = \frac{D_{T-1}}{Y_{T-1}} \cdot \frac{\pi_t}{(1 + \pi_t)} \cdot \frac{P_{T-1}}{P_{t-1}} = d_t \cdot \frac{\pi_t}{(1 + \pi_t)} \cdot \frac{P_{T-1}}{P_{t-1}}$$

Pode-se concluir pela equação (16) que, para um dado nível d_t , as demais expressões deduzidas no lado direito estão diretamente relacionadas com a taxa de inflação. Quanto maior for a taxa de inflação, mais o índice de preço do final do período estará distante do índice médio. O montante de juros nominais, como proporção do PIB, é, pois, uma função direta da taxa de inflação.

1.1 Introdução da senhoriagem e do imposto inflacionário na restrição orçamentária do governo

Vimos que, sob a ótica do financiamento, o resultado nominal do governo, deflacionado por um índice de preço em t , era financiado apenas pelo endividamento do governo. Agora, pode-se ampliar a identidade da restrição orçamentária descrita em

(2) com a introdução da variação real de moeda (senhoriagem) e do imposto inflacionário, que são duas outras formas de financiamento do déficit público.

$$(17) \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} + \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t} = i_t \cdot \frac{D_{t-1}}{P_t} - \frac{X_t}{P_t}$$

Note que os incrementos dos estoques de moeda e da dívida estão deflacionados a preços de t . No entanto, o resultado nominal *ajustado pela inflação* é igual ao aumento do saldo do passivo do governo em termos reais:

$$(18) \frac{M_t}{P_t} - \frac{M_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

O resultado descrito em (18) pode ser reescrito conforme a dedução demonstrada no Apêndice 4.2 (9), onde se demonstra a relação que se estabelece entre as duas formas de deflacionamento dos estoques de moeda e dívida definidas em (17) e (18):

$$(19) \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{M_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

O primeiro termo expressa a receita de criação de moeda, **senhoriagem**, que indica a quantidade de recursos reais que o governo pode comprar pelo monopólio de emissão de moeda. O segundo termo define o **imposto inflacionário**, que é um imposto pago automaticamente pelos agentes privados pela perda do valor dos seus encaixes reais. O terceiro termo é a variação real da dívida pública, e o quarto é a erosão inflacionária da dívida.

Como $P_t = P_{t-1} \cdot (1 + \pi_t)$, a expressão (19) também pode ser reescrita como segue:

$$(20) \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} - \pi_t \cdot \frac{M_{t-1}}{P_t} + \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t} - \pi_t \cdot \frac{D_{t-1}}{P_t}$$

O primeiro e o terceiro termos da equação (20) são iguais à definição (17), ou

seja, $\frac{M_t - M_{t-1}}{P_t} + \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t} = i_t \cdot \frac{D_{t-1}}{P_t} - \frac{X_t}{P_t}$. Então, **o resultado nominal ajustado pela**

inflação, rn_t , é igual ao resultado nominal real menos o imposto inflacionário e a erosão da dívida pública.

$$(21) rn_t = i_t \cdot \frac{D_{t-1}}{P_t} - \frac{X_t}{P_t} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{M_{t-1}}{P_{t-1}} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Como $\frac{D_{t-1}}{P_t} = \frac{D_{t-1}}{P_{t-1} \cdot (1 + \pi_t)}$, pode-se reescrever o primeiro termo da

identidade acima. Logo, tem-se que:

$$(22) rn_t = \frac{i_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} - \frac{X_t}{P_t} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{M_{t-1}}{P_{t-1}} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Reagrupando os termos da dívida $\frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$ e considerando $P_t = P_{t-1} \cdot (1 + \pi_t)$,

conclui-se que o resultado nominal do governo ajustado pela inflação é igual a resultado primário menos a taxa de juros reais incidentes sobre a dívida, r_t , e menos o imposto inflacionário.

$$(23) rn_t = (i_t - \pi_t) \cdot \frac{D_{t-1}}{P_t} - \frac{X_t}{P_t} - \pi_t \cdot \frac{M_{t-1}}{P_t}$$

onde

$(i_t - \pi_t) = r_t$, taxa de juros real.

2 APLICAÇÕES DO MODELO TEÓRICO AO CASO DO RIO GRANDE DO SUL

2.1 Crescimento da dívida pública

Pode-se determinar a trajetória de crescimento da dívida, decompondo seu crescimento real e a erosão inflacionária. Para tornar mais realista a dedução do Apêndice 4.2 (9), aplica-se à fórmula a evolução da dívida fundada da Administração Direta do Rio Grande do Sul no período de 1971 a 2007 (Tabela 1).

Tabela 1 – Decomposição da variação real da dívida fundada do RS –1970-2007

ANOS	DÍVIDA PÚBLICA		VARIÇÃO REAL (D/Pt) - (Dt-1/Pt-1)	VARIÇÃO NOMINAL	INFLAÇÃO IGP-DI %	DECOMPOSIÇÃO DA VARIÇÃO REAL		
	Nominal	Real				Incremento real	Erosão Inflacionária	Soma
1970	359	1.234						
1971	443	1.275	41	84	19,5%	242	-201	41
1972	648	1.612	337	205	15,7%	510	-173	337
1973	1.133	2.440	828	485	15,6%	1.045	-217	828
1974	1.687	2.699	260	554	34,5%	886	-626	260
1975	2.843	3.517	818	1.156	29,3%	1.430	-612	818
1976	4.937	4.177	660	2.095	46,3%	1.772	-1.113	660
1977	6.907	4.210	34	1.970	38,8%	1.201	-1.167	34
1978	11.415	4.940	730	4.508	40,8%	1.951	-1.221	730
1979	22.361	5.461	521	10.946	77,2%	2.673	-2.153	521
1980	37.562	4.363	-1.098	15.201	110,2%	1.766	-2.863	-1.098
1981	104.246	6.204	1.841	66.683	95,2%	3.969	-2.128	1.841
1982	296.938	8.849	2.645	192.692	99,7%	5.743	-3.098	2.645
1983	854.732	8.190	-659	557.795	211,0%	5.345	-6.004	-659
1984	3.082.016	9.118	928	2.227.284	223,9%	6.589	-5.662	928
1985	11.728.938	10.358	1.240	8.646.921	235,0%	7.636	-6.396	1.240
1986	22.960	12.285	1.927	11.231	65,0%	6.009	-4.082	1.927
1987	123.560	12.817	531	100.600	415,8%	10.435	-9.904	531
1988	1.246.947	11.370	-1.446	1.123.386	1037,5%	10.244	-11.690	-1.446
1989	26.279	12.726	1.356	25.032	1782,9%	12.123	-10.766	1.356
1990	400.512	12.303	-424	374.233	1476,6%	11.496	-11.919	-424
1991	2.273.331	12.036	-267	1.872.819	480,2%	9.916	-10.182	-267
1992	34.354.617	14.459	2.423	32.081.287	1157,9%	13.503	-11.079	2.423
1993	982.458	14.723	264	948.103	2708,6%	14.208	-13.945	264
1994	4.399	15.187	464	4.042	1093,8%	13.954	-13.490	464
1995	7.165	21.548	6.361	2.765	14,8%	8.316	-1.956	6.361
1996	8.983	24.709	3.161	1.818	9,3%	5.001	-1.840	3.161
1997	11.013	28.186	3.477	2.031	7,5%	5.197	-1.720	3.477
1998	13.416	33.760	5.574	2.403	1,7%	6.046	-472	5.574
1999	15.512	32.533	-1.227	2.095	20,0%	4.395	-5.622	-1.227
2000	17.340	33.120	588	1.829	9,8%	3.493	-2.905	588
2001	19.835	34.317	1.197	2.495	10,4%	4.316	-3.119	1.197
2002	24.602	33.671	-646	4.767	26,4%	6.524	-7.170	-646
2003	26.465	33.641	-31	1.863	7,7%	2.369	-2.399	-31
2004	28.904	32.764	-876	2.439	12,1%	2.765	-3.641	-876
2005	30.217	33.838	1.074	1.313	1,2%	1.470	-396	1.074
2006	31.782	34.291	452	1.566	3,8%	1.689	-1.237	452
2007	33.766	33.766	-525	1.984	7,9%	1.984	-2.508	-525

FONTE DE DADOS BRUTOS: Secretaria da Fazenda.

NOTA: Deflator: IGP-DI. Os valores estão inflacionados a preços de dez./07.

O Gráfico 1 demonstra a trajetória da variação real da dívida fundada, considerando-se a decomposição desse crescimento conforme dispõe a Tabela 1. Note que com a estabilização proporcionada pelo Plano Real ocorreu uma redução da

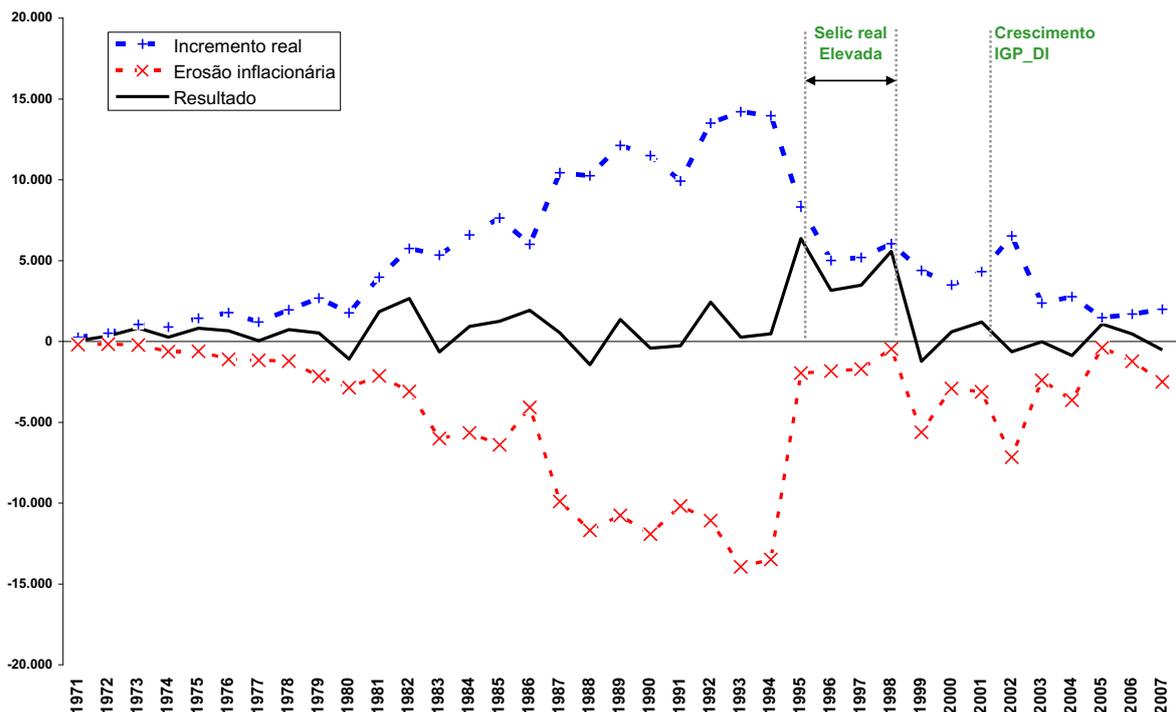
trajetória da erosão inflacionária. No Gráfico, é possível identificar a influência da política monetária ativa do Governo Federal, que elevou a taxa Selic real, aumentando os juros reais no período incidente sobre as dívidas mobiliárias antes da assinatura dos acordos de renegociação com entes subnacionais (Tabela 2).

Tabela 2 – Evolução percentual da taxa Selic real – 1975-2006 (%)

PERÍODO	SELIC NOMINAL	IGP-DI	SELIC REAL/IGP-DI	IPCA	SELIC REAL/IPCA
1975-78	257,41	269,80	(3,35)	-	-
1979-82	766,25	1.352,19	(40,35)	698,23	(23,88)
1983-86	6.581,96	5.469,74	19,97	5.017,73	30,56
1987-90	1.647.747,64	1.741.794,97	(5,40)	1.785.686,85	(7,72)
1991-94	4.161.672,76	2.446.993,47	70,07	1.855.393,12	124,29
1995-98	213,45	37,18	128,49	43,46	118,50
1999-02	106,20	83,86	12,15	39,88	47,41
2003-06	96,44	26,85	54,85	28,21	41,83
MÉDIAS					
1995-98	33,1	8,2	22,9	9,4	21,6
1999-02	19,8	16,4	2,9	8,8	10,2
2003-06	18,4	6,1	11,6	6,4	9,1

FONTE: www.ipeadata.gov.br

Gráfico 1 – Decomposição dos efeitos da expansão da dívida fundada do RS – 1971-2007



FONTE: Tabela 1.

2.2 Revisão do resultado nominal

Como vimos, o resultado nominal expressa a diferença entre o resultado primário e os juros nominais. Para se aferir os juros nominais no caso gaúcho, o critério contábil de apropriação da amortização e dos juros da dívida registrados no Balanço Geral do Estado foi revisto.

A renegociação da dívida pública de estados e municípios (Lei n.º 9496/97) definiu o limite para o pagamento do serviço da dívida intralimite, como porcentagem da receita líquida real⁴ de estados e municípios. Quando o serviço calculado da dívida ultrapassa esse limite, a diferença não paga em razão do limite é contabilizada numa conta chamada de resíduo⁵, cujo saldo remanescente no final do prazo de pagamento do contrato (no caso gaúcho, março de 2028) deve ser pago em 10 anos.. Além disso, as renegociações anteriores das dívidas dos estados (Leis n.º 7976/89 e n.º 8727/93) são abatidas do limite percentual da RLR, servindo para reduzir a prestação devida (calculada pela Tabela Price) e para acumular parcelas de resíduos.

A acumulação desse resíduo gera duas situações. Primeiro, a capitalização de parte de juros, que não são pagos integralmente, pois o pagamento mensal (13% da RLR) pode ser inferior ao montante de juros devidos calculados segundo a Price, sendo essa diferença agregada ao saldo devedor. Segundo, o saldo devedor também é capitalizado, pois incidem juros reais de 6% ao ano.

No caso gaúcho, ocorre que, na contabilização do serviço da dívida (juros da dívida mais amortização da dívida), o critério contábil adotado pela Contadoria e

⁴. A Receita Líquida Real corresponde à soma das receitas correntes e de capital, excluindo-se: as transferências do FUNDEF, as receitas provenientes das operações de crédito, as receitas provenientes da venda de ativos, as transferências de capital, as transferências constitucionais para os municípios e as receitas do SUS.

⁵. Os resíduos são as parcelas das prestações mensais que excedem o limite da RLR e cujos saldos remanescentes serão pagos em 120 prestações mensais, após 30 anos, nas mesmas condições contratuais.

Auditoria Geral do Estado subestima os juros e encargos desse contrato, uma vez que registra como amortização a acumulação dos juros do resíduo.

Em virtude dessa situação, com base em dados fornecidos pela Secretaria da Fazenda, recalculou-se o montante da amortização da dívida no período em análise. Os juros nominais incidentes sobre o estoque da dívida provêm da diferença entre o serviço da dívida registrado no Balanço Geral e a amortização efetivamente realizada. Os juros aqui calculados, seguindo metodologia internacional, estão expressos em termos líquidos, pois são obtidos pela diferença entre os juros pagos e as receitas financeiras.

Na Tabela 3, verifica-se que, apesar do resultado primário ser positivo e crescente a partir de 2002, o resultado nominal⁶ continuou elevado até 2006, uma vez que o Estado não conseguiu gerar poupança suficiente para cobrir o montante de juros nominais. Por isso, alguns autores criticam a fixação dos programas de ajustes estaduais em torno do resultado primário, pois esse não dimensiona o tamanho da poupança necessária para o pagamento de juros. Outra crítica refere-se à pressão para a redução dos investimentos públicos visando atingir as metas de resultado primário.

Tabela 3 – Resultados primário e nominal da Administração Direta do RS – 1998-2007

DISCRIMINAÇÃO	R\$ milhões									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1. Serviço da dívida	539	750	841	968	1.188	1.422	1.457	1.711	1.763	1.828
a) Juros pagos	388	550	581	750	788	961	994	1.120	1.286	1.358
b) Amortização efetiva	151	200	260	218	400	461	463	591	477	470
2. Receita financeiras	320	151	98	78	135	120	78	101	62	100
3. Juros líquidos (1a - 2)	68	399	482	672	653	841	916	1.019	1.224	1.258
4. Resultado primário	-1.032	-519	-324	-96	309	193	175	688	788	1.076
5. Resultado nominal	1.100	918	807	768	343	648	740	331	435	182
6. Juros registrados contabilmente	140,9	190,0	227,7	244,7	274,5	269,9	280,6	293,9	285,4	269,8

FONTE: Secretaria da Fazenda.

⁶. Do ponto de vista da necessidade líquida de financiamento.

De forma mais ampla, no documento (World Bank, 2008) são utilizadas as informações da composição do serviço da dívida da Administração Direta, extrapolando essas informações para a Administração Consolidada (base da LRF). Além disso, os juros capitalizados e não-pagos são incluídos como despesa efetiva do exercício.

As novas medidas de déficit indicadas no documento do Programa “RS: *Fiscal Sustainability for Growth*” são: resultado operacional bruto (*Gross Operating Balance*) e Necessidades de Financiamento Líquidas (*Net Lending/Borrowing*). Tais medidas reforçam a avaliação de que o primário é um indicador limitado para avaliar o desempenho das contas públicas.

O resultado operacional bruto mostra que o superávit no orçamento corrente gera a poupança necessária para o financiamento dos investimentos. Por sua vez, as Necessidades Líquidas de Financiamento indicam que o equilíbrio fiscal a ser alcançado deve ser suficiente para garantir o pagamento da carga de juros nominais. Note-se que o cálculo do resultado nominal acima da linha precisa ser compatibilizado com o cálculo abaixo da linha, evitando as discrepâncias não-explicadas.

Analisando-se o setor público consolidado no período 2003-2007, as informações contidas na Tabela 4 mostram que o Estado do Rio Grande do Sul ainda apresenta déficit operacional bruto, mas em queda considerável nos últimos anos. Em 2008, a projeção é que ocorra o primeiro resultado positivo desse indicador, com uma redução considerável das necessidades líquidas de financiamento. Entre 2003 e 2007, registre-se que, enquanto havia déficits operacionais brutos significativos, se verificava elevação do resultado primário, saltando de R\$ -99,6 milhões em 2003 para R\$ 954,2 milhões em 2007.

Outra demonstração relevante é a explicação objetiva da forma de financiamento do resultado orçamentário (*Total Balance I*), isto é, como resultado do

Balanço Orçamentário é explicado pelas mutações do Balanço Patrimonial. Em geral, não é valorizada a demonstração integrada dos expedientes financeiros não-orçamentários que sustentam desequilíbrio do orçamento público (Ver item XI da Tabela 4).

Tabela 4 – Principais resultados fiscais do RS – 2003-2007

	2003	2004	2005	2006	2007
I. Revenue	14.937,9	15.676,8	17.949,9	19.298,7	21.299,3
Taxes	10.523,8	11.288,1	13.053,9	13.685,4	14.470,4
Pension Fund Contributions	333,3	503,0	508,7	566,5	630,9
Transfers	2.397,6	2.907,6	3.322,3	3.772,7	4.194,0
Other Revenues	1.683,3	978,0	1.065,0	1.274,1	2.004,0
of which: interest received	65,4	36,9	55,3	27,8	80,4
of which: Cancellation of floating debt	667,3	73,4	36,4	90,2	113,6
II. Expense	14.991,3	16.413,6	18.421,4	19.887,1	21.671,6
Compensation of Employees	4.031,0	4.117,9	4.484,4	5.057,6	5.936,3
Goods and services	2.179,3	2.984,4	3.387,0	3.530,3	3.497,3
Interest Payments	1.446,8	1.525,1	1.714,1	1.814,8	1.900,9
Transfers to Municipalities	3.868,9	4.073,0	4.778,7	4.984,5	5.424,3
Pensions	3.465,2	3.713,2	4.057,2	4.499,8	4.912,7
III. Gross Operating Balance (I-II)	-720,6	-810,2	-507,9	-678,6	-485,9
IV. Investment in Non Financial Assets	760,4	642,0	578,7	654,2	380,5
V. Primary Balance	-99,6	36,0	572,1	454,2	954,2
VI. Net Lending / Borrowing (III-IV)	-1.481,1	-1.452,2	-1.086,6	-1.332,8	-866,3
VII. Nominal Balance	1.481,1	1.452,2	1.086,6	1.332,8	866,3
VIII. Financial Flows	-282,82	-955,66	-1.490,48	-1.353,79	-331,10
New loans, net	270,7	213,8	90,7	19,3	-20,1
New Loans	282,4	230,1	127,3	29,4	0,0
(-) Loans conceded	-11,8	-16,3	-36,6	-10,1	-20,1
Amortizations, net	-458,1	-454,8	-582,0	-436,9	-436,6
Amortizations Paid	-462,9	-464,9	-594,2	-489,7	-472,0
Loans Amortizations Received	4,9	10,2	12,3	52,7	35,4
Asset Sales	132,8	169,0	29,2	231,7	1.290,0
Interest, net	-895,5	-957,1	-1.064,8	-1.258,0	-1.278,0
Interest received	65,4	36,9	55,3	27,8	80,4
Interest paid	-960,8	-994,1	-1.120,1	-1.285,8	-1.358,4
Cancellation of floating debts	667,3	73,4	36,4	90,2	113,6
IX. TOTAL BALANCE I	-382,40	-919,68	-918,35	-899,60	623,14
Interest Payments Non-paid	-486,0	-531,0	-594,0	-529,0	-542,6
X. TOTAL BALANCE II (with Interest non-paid)	-868,40	-1.450,68	-1.512,35	-1.428,60	80,57
XI. Assets/Liabilities (Balance Sheet)	-403,14	-932,55	-943,48	-922,54	623,15
Change in assets	40,4	745,7	215,0	608,3	2.875,4
Increase/decrease in Accounts/Bank	-10,9	909,6	197,6	749,4	2.610,9
Increase/decrease in assets	51,4	-163,9	17,4	-141,1	264,5
Change in Liabilities	443,6	1.678,3	1.158,5	1.530,8	2.252,2
Increase in Deposits and miscellaneous	63,3	1.339,0	749,3	1.070,1	2.370,8
Increase/Payments of Floating debts	380,2	339,2	409,2	460,8	-118,6
NET CURRENT REVENUE (ICR)	9.859,6	10.736,7	12.349,4	13.312,4	13.991,4

FONTE: World Bank, 2008. Com novas alterações realizadas pelos autores, em especial nos itens VIII e XI.

2.3 Fatores determinantes da expansão da dívida pública

No item anterior, mostrou-se o desempenho fiscal das contas estaduais, centrando-se nos resultados primário e nominal. A amortização da dívida, que reduz a expansão da dívida, associada aos outros componentes de expansão (atualização monetária, capitalização de juros não-pagos e operações de crédito), será objeto de análise neste item.

De acordo com a Lei da Responsabilidade Fiscal, a dívida consolidada líquida do Estado totalizou R\$ 35,5 bilhões em dezembro de 2007 ou 253,83% da receita corrente líquida, percentagem acima do limite estabelecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), de 243,64%. A Resolução n.º 40/2001 do Senado Federal, em cumprimento com a LRF, estabeleceu um limite de 200% para a razão entre a dívida consolidada líquida e a receita corrente líquida para os governos estaduais. Para os estados que se situarem acima desse limite tem se previsto um ajuste para os próximos 15 anos, com o propósito de alcançar o limite estabelecido por lei.

A Tabela 5 mostra que a dívida consolidada líquida era de 2,79 vezes em 2002 e decresceu para 2,53 vezes em 2007.

Tabela 5 – Comprometimento da dívida consolidada líquida em relação à receita corrente líquida – 2000-2007

ANOS	RESOLUÇÃO SENATORIAL n.º 40/2001		DÍVIDA CONSOLIDADA LÍQUIDA	RECEITA CORRENTE LÍQUIDA	RELAÇÃO DCL/RCL	EXCESSO
	Trajetória de ajustamento Relação DCL/RCL					
			R\$ milhões	R\$ milhões		
2000			17.740	6.658	266,45	
2001		272,74	21.777	7.715	282,27	9,53
2002		267,89	23.497	8.415	279,23	11,34
2003		263,04	27.607	9.860	280,00	16,96
2004		258,19	30.353	10.737	282,70	24,51
2005		253,34	31.835	12.349	257,79	4,45
2006		248,49	33.764	13.312	253,63	5,13
2007		243,64	35.514	13.991	253,83	10,19

FONTE: Relatório de Gestão Fiscal. Secretaria da Fazenda.

NOTA: Os montantes da dívida consolidada líquida e da RCL consolidam os dados da Administração Direta e da Administração Indireta (Autarquias e Fundações), incluindo-se, além dos repasses do Tesouro Estadual à Administração Indireta, as receitas e as despesas próprias das autarquias e fundações.

No *ranking* dos estados e Distrito Federal elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional, o Rio Grande do Sul e Alagoas, respectivamente, são os estados da Federação que apresentam os ajustamentos mais demorados da relação DCL/RCL, quando se comparam os períodos 31.12.2000 e 31.12.2007. Note que a esta relação nos estados, em média, decaiu de 1,7 em 2000 para 1,31 em 2007, indicando que os programas de ajustes estaduais⁷ foram bem sucedidos (Piancastelli, Boueri, 2008). O fato do RS não seguir essa tendência deve-se, em parte, a falta de consistência da política fiscal dos governos que seguiram uma política gradualista de ajuste. No que se refere à dívida renegociada, a geração de resíduos é outra parte da explicação, como se verá mais adiante.

⁷. A renegociação das dívidas estaduais, iniciada em 1997 e concluída em 1998, foi condicionada à adoção do Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal, supervisionado pela Secretaria do Tesouro Nacional. O programa estabeleceu metas sobre endividamento, resultado primário, despesa com pessoal, receitas próprias, investimento e alienação de ativos.

Tabela 6 - Relação dívida consolidada líquida e receita corrente líquida dos estados, 2000-2007

UF	31/12/2000	31/12/2001	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006	30/4/2007	30/8/2007	31/12/2007
GO	3,13	2,81	2,77	2,40	2,21	1,85	1,82	1,74	1,76	1,70
MS	3,10	2,94	3,10	2,67	2,33	2,01	1,81	1,66	1,53	1,47
MA	2,58	2,10	2,73	2,22	1,74	1,33	1,15	0,95	0,87	0,91
MT	2,50	1,97	1,59	1,76	1,30	1,11	1,10	0,96	0,95	0,92
PI	1,73	1,74	1,64	1,52	1,42	1,09	0,85	0,64	0,58	0,78
PB	1,53	1,10	1,42	1,17	1,08	0,89	0,76	0,63	0,58	0,62
RO	1,11	1,05	1,45	1,21	1,03	0,85	0,72	0,66	0,58	0,55
SC	1,83	1,45	1,95	1,67	1,64	1,19	1,09	1,00	0,94	0,87
AM	1,00	0,69	0,67	0,56	0,45	0,37	0,33	0,25	0,22	0,19
BA	1,64	1,71	1,82	1,63	1,42	1,17	1,02	0,97	0,90	0,82
SE	0,88	0,78	0,73	0,68	0,65	0,45	0,57	0,46	0,41	0,42
CE	0,87	0,94	1,18	1,06	0,92	0,73	0,60	0,49	0,44	0,36
ES	0,98	0,83	1,16	1,02	0,73	0,44	0,34	0,24	0,19	0,19
AC	1,04	0,83	0,73	0,68	0,62	0,45	0,52	0,41	0,36	0,41
RN	0,71	0,54	0,65	0,53	0,38	0,32	0,26	0,25	0,24	0,22
RJ	2,07	1,90	2,35	2,01	2,04	1,90	1,72	1,67	1,64	1,74
PE	0,86	1,12	1,25	1,17	1,04	0,83	0,67	0,55	0,48	0,53
DF	0,36	0,35	0,40	0,36	0,28	0,35	0,33	0,20	0,14	0,19
TO	0,35	0,27	0,37	0,26	0,35	0,14	0,13	0,14	0,10	0,08
PA	0,57	0,63	0,67	0,61	0,60	0,46	0,44	0,36	0,29	0,35
RR	0,31	0,28	0,35	0,43	0,04	0,15	0,10	0,19	0,12	(0,13)
SP	1,93	1,97	2,27	2,24	2,23	1,97	1,89	1,77	1,70	1,70
AL	2,23	1,78	2,36	2,77	2,64	2,25	2,22	2,09	2,03	2,00
RS	2,66	2,51	2,79	2,80	2,83	2,58	2,53	2,54	2,46	2,54
PR	1,29	1,34	1,24	1,05	1,08	1,29	1,26	1,13	1,15	1,16
AP	0,05	0,05	0,28	0,28	0,23	0,11	0,11	0,03	0,04	n.d.
MG	1,41	2,34	2,63	2,43	2,24	2,03	1,89	1,82	1,79	1,88
Total	1,70	1,73	1,95	1,83	1,74	1,53	1,43	1,34	1,28	1,31

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional.

Não foi possível construir uma série mais longa, que demonstre a expansão da dívida desde a assinatura do Acordo de Renegociação da Dívida realizado no marco da Lei n.º 9496/97, assinado em 15/04/98, no montante de R\$ 7.132,4 milhões. Para contornar essa dificuldade, optou-se por analisar uma série da Administração Direta do Estado, tal como descreve a Tabela 7. Nela, mostra-se a evolução da dívida interna e externa, destacando-se as principais renegociações de dívidas estaduais encaminhadas pelo Governo Federal (Leis n.º 7976/89, n.º 8727/93 e n.º 9496/97).

Tabela 7 – Evolução da dívida fundada da Administração Direta do RS – 1998-2007

DISCRIMINAÇÃO	R\$ milhões									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
1 - Dívidas Internas	13.008	14.883	16.601	18.903	23.111	25.149	27.603	29.095	30.838	33.057
1.1 - Lei 7976/89	347	372	351	339	366	291	237	183	134	84
1.2 - Lei 8727/93	1.366	1.464	1.535	1.988	2.002	2.001	1.939	1.833	1.725	1.626
1.3 - Lei 9496/97 e Proes intralimite	10.242	11.781	12.525	14.214	17.913	19.944	22.779	24.382	26.222	28.527
1.4 - Proes Extralimite	-	-	892	976	1.189	1.265	1.380	1.411	1.454	1.515
1.5 - Demais Internas	1.053	1.266	1.298	1.386	1.641	1.648	1.268	1.287	1.303	1.305
2 - Dívidas Externas	408	628	739	932	1.491	1.316	1.301	1.122	945	666

TOTAL	13.416	15.511	17.340	19.835	24.602	26.465	28.904	30.217	31.782	33.756
--------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

FONTE: Secretaria da Fazenda.

A maior parte do aumento de endividamento deve-se à evolução da dívida do Estado com o Governo Federal – Secretaria do Tesouro Nacional – que representa, em 2007, 84,5% do estoque da dívida da Administração Direta (Lei n.º 9496/97). O aumento do endividamento do Estado, em especial da dívida renegociada, possui duas causas relevantes.

Primeiro, o índice utilizado para corrigir o estoque da dívida (IGP-DI). Do montante total da dívida fundada em 2007, 92,3% é indexada ao IGP-DI e IGP-M. Como se sabe, esse índice é muito mais influenciado por variações na taxa de câmbio do que por variações nos índices de preços ao consumidor.

Entre dezembro de 1998 e dezembro de 2002, o IGP-DI no mesmo período mostrou uma variação de 83,9%, e o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) apresentou uma variação de 39,9%. Cabe registrar que, a partir de 2002, o IPCA cresceu pouco abaixo do IGP-DI. A mudança de indexador torna-se muito relevante se for possível retroagir os efeitos da indexação do contrato desde 1998 (Tabela 8).

Tabela 8 – Comparação entre o IGP-DI e o IPCA para indexação da dívida fundada da Administração Direta – 1998-2007

ANOS	NÚMEROS INDICES				CORREÇÃO MONETÁRIA (R\$ milhões)		
	IGP-DI	%	IPCA	%	IGP-DI	IPCA	Diferença
1998	100,00		100,00		13.416	13.416	-
1999	119,98	20,0%	108,94	8,9%	16.097	14.615	1.481
2000	131,75	9,8%	115,45	6,0%	17.675	15.489	2.186
2001	145,45	10,4%	124,31	7,7%	19.513	16.677	2.836
2002	183,86	26,4%	139,88	12,5%	24.667	18.767	5.900
2003	197,96	7,7%	152,89	9,3%	26.559	20.512	6.047
2004	221,99	12,1%	164,51	7,6%	29.782	22.071	7.711
2005	224,71	1,2%	173,87	5,7%	30.148	23.327	6.821
2006	233,23	3,8%	179,34	3,1%	31.290	24.060	7.230
2007	251,64	7,9%	187,33	4,5%	33.760	25.132	8.627
VARIAÇÃO							
1998-2007	151,64%		87,33%		151,64%	87,33%	34,33%
1998-2002	83,86%		39,88%				
2002-2007	36,86%		33,92%				

FONTE: Secretaria da Fazenda.

Segundo, o limite estabelecido para o serviço da dívida no contrato. O serviço da dívida derivada do acordo de refinanciamento e de um conjunto de contratos também incluídos no acordo tem um teto de 13% da receita real líquida. Qualquer serviço da dívida acima desse limite é incorporado ao estoque da dívida como resíduo.

Nos anos recentes, o serviço da dívida tem sido superior a esse limite, e o excesso foi incorporado ao estoque, o que justifica por que, ainda que na ausência de significativas operações de crédito após 2001, o estoque da dívida tem crescido de forma expressiva. Um conjunto de dívidas externas (Banco Mundial e Banco Interamericano), contraídas entre 1995 e 2001, foi progressivamente sendo liberado por esses organismos multilaterais de crédito durante o período em análise. Após 2002, cessou a possibilidade de contratação de novas operações de crédito, uma vez que o Estado estava com seus limites de endividamento excedidos. Note que as receitas de operações de crédito são declinantes, chegando a inexistir em 2007.

Os fatores que influenciam o incremento da dívida podem ser decompostos conforme a seguinte expressão:

$$D_t - D_{t-1} = AM_t + CJ_t + OP_t - AD_t$$

onde

D_t = dívida pública;

AM_t = atualização monetária;

CJ_t = capitalização de juros não-pagos;

OP_t = operações de crédito; e

AD_t = amortização da dívida.

A Tabela 9 demonstra os fatores determinantes para a expansão da dívida fundada da Administração Direta do Estado, no período 1998-2007. A dívida fundada passou de R\$ 11.013 milhões em 1997 para R\$ 33.756 milhões em dezembro de 2007, ou seja, um incremento de R\$ 22.742 milhões. A atualização monetária, grande parte

representada pelo IGP-DI, foi responsável por R\$ 18.581 milhões; a capitalização de juros não-pagos por R\$ 3.910, as operações de crédito por R\$ 3.941 milhões; e as amortizações da dívida pela redução de R\$ 3.690 milhões.

Tabela 9 – Fatores de expansão da dívida fundada da Administração Direta do RS – 1998-2007

DISCRIMINAÇÃO	R\$ milhões										
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1997-2007
Estoque da dívida Administração Direta	13.416	15.512	17.340	18.835	24.602	26.465	28.904	30.217	31.782	33.756	
Variação anual	2.403	2.095	1.829	2.495	4.767	1.863	2.439	1.313	1.566	1.973	22.742
Determinantes da variação	2.403	2.095	1.829	2.495	4.767	1.863	2.439	1.313	1.566	1.973	22.742
Atualização monetária	-28	1.910	1.481	2.303	4.652	1.556	2.141	1.183	1.484	1.900	18.581
IPCA	182	1.199	927	1.331	2.485	2.288	2.011	1.644	950	1.417	14.435
Diferença IGP/IPCA	-210	711	554	972	2.167	-732	130	-462	534	483	4.146
Capitalização de juros não-pagos	30	227	312	282	376	486	531	594	529	543	3.910
Operações de crédito	2.551	158	296	129	138	282	230	127	29	0	3.941
Amortização	-151	-200	-260	-218	-400	-461	-463	-591	-477	-470	-3.690

FONTE: Secretaria da Fazenda.

2.4 Determinantes da razão dívida fundada/RCL

Busca-se, nesta seção, decompor os determinantes do aumento da razão entre dívida consolidada e receita corrente líquida para o período em análise.

A Tabela 10 demonstra, de forma sintética, a evolução dessa relação. Entre os anos 1998-2007, o aumento da razão entre a dívida consolidada e a receita corrente líquida em seis partes: indexação de acordo com o IGP-DI, capitalização dos juros não-pagos, operações de crédito, amortização e aumento da receita corrente líquida. O aumento total da dívida fundada foi de 6,2 pontos percentuais da receita corrente líquida, de um nível de 240,3% em 1997 para 246,5% em 2007. A indexação da dívida de acordo com o IGP-DI seria responsável por 220,5 pontos percentuais e, por outro lado, se a indexação da dívida fosse pelo IPCA seria de 164,3 pontos percentuais. A incorporação dos juros (capitalização de juros não-pagos) foi responsável por um aumento de 41,5 pontos percentuais da relação dívida consolidada/RCL. As operações

de crédito significaram uma expansão de 66,8 pontos percentuais, enquanto as amortizações da dívida representaram uma redução de 40,0 pontos percentuais. O efeito conjunto desses componentes alcançou 288,9% da relação dívida consolidada/RCL, sendo maior do que o efeito negativo sobre o endividamento resultante do aumento da receita corrente líquida (282,7 pontos percentuais), gerando um incremento líquido da relação de 6,2 pontos percentuais.

Tabela 10 – Determinantes da razão dívida fundada em relação à receita corrente líquida – 1998/2007

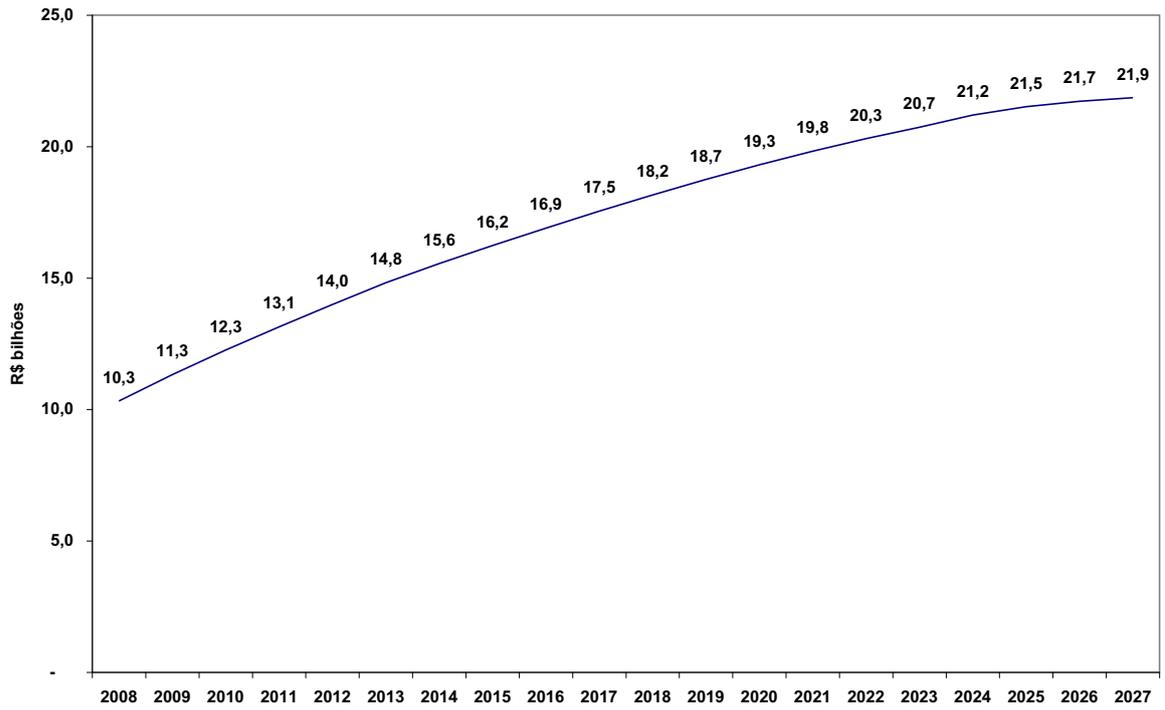
ITENS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1997-2007
Estoque da dívida Administração Direta	258,6	292,8	281,8	280,7	302,7	271,2	269,8	253,0	244,4	246,5	246,5
	18,3	34,2	-10,9	-1,1	22,0	-31,5	-1,3	-16,8	-8,6	2,1	6,2
Determinantes da variação	46,3	39,5	29,7	35,3	58,7	19,1	22,8	11,0	12,0	14,4	288,9
Atualização monetária	-0,5	36,1	24,1	32,6	57,2	15,9	20,0	9,9	11,4	13,9	220,5
IPCA	3,5	22,6	15,1	18,8	30,6	23,4	18,8	13,8	7,3	10,4	164,3
Diferença IGP/IPCA	-4,1	13,4	9,0	13,8	26,7	-7,5	1,2	-3,9	4,1	3,5	56,3
Capitalização de juros não-pagos	0,6	4,3	5,1	4,0	4,6	5,0	5,0	5,0	4,1	4,0	41,5
Operações de crédito	49,2	3,0	4,8	1,8	1,7	2,9	2,1	1,1	0,2	0,0	66,8
Amortização	-2,9	-3,8	-4,2	-3,1	-4,9	-4,7	-4,3	-4,9	-3,7	-3,4	-40,0
Efeito do crescimento da RCL	-28,1	-5,4	-40,7	-36,4	-36,7	-50,6	-24,1	-27,8	-20,6	-12,3	-282,7

FONTE: Cálculos dos autores.

A atualização monetária é fonte significativa para o aumento da dívida no período em análise, seguido pelas operações de crédito e capitalização de juros.

O Gráfico 2 faz a projeção do saldo do resíduo até março de 2028, ano em que o montante estimado atingirá R\$ 21,9 bilhões (a preços constantes de dezembro de 2007). No período de amortização do resíduo (abril de 2028 a abril de 2038), estima-se que o percentual de compromisso com o pagamento dessa dívida subirá de 13% para 15% da RLR. Ou seja, para uma dívida decorrente de Lei 9496/97 de R\$ 29,0 bilhões em dezembro de 2007, o seu valor residual continuará elevado em março de 2028 – próximo a R\$ 21,9 bilhões (a preços de dezembro de 2007).

Gráfico 2 – Projeção do resíduo da dívida da Lei 9496/97 para o RS– 2007-2027



FONTE: Cálculos dos autores.

NOTA: Os valores estão a preços de dez./07.

3 REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDA COMO INSTRUMENTO DE GESTÃO DE DÍVIDA E AJUSTE FISCAL

Passados 10 anos da assinatura dos contratos de renegociação das dívidas dos Estados com o Governo Federal, sob a égide da Lei 9496/97, o tema das dívidas estaduais tem ganhado novos enfoques. Em que pese o avanço que essas renegociações significaram no sentido do ajuste do setor público em seu conjunto, muitos Estados, freqüentemente, associam suas dificuldades financeiras às condições financeiras dos contratos. Todavia, novas situações – como uma economia estabilizada, a superação da crise fiscal, o *investment grade* alcançado pelo País, as taxas de juros internacionais historicamente baixas e a redução das taxas de juros internas, entre outras – têm ensejado novos questionamentos sobre as rígidas condições financeiras dos atuais contratos.

Os contratos de renegociação de dívida dos Estados, na sua origem, ofereceram a garantia de condições estáveis para o pagamento do serviço da dívida num contexto macroeconômico altamente instável. Todavia, essas condições estáveis, mas completamente rígidas, mais as regras introduzidas pela Lei de Responsabilidade Fiscal, não permitem aos Estados adotarem políticas de gestão de dívidas. Embora o ambiente econômico favorável apresente oportunidades, os Estados não têm autonomia para a realização de operações de crédito destinadas a melhorar o perfil e a composição de suas dívidas públicas.

Alguns autores, ao questionarem essa situação, apresentam algumas propostas. Giambiagi, Blanco e Ardeo (2008), por exemplo, propõem que o Governo Federal permita aos Estados e municípios trocarem parte de suas dívidas com a União por dívidas com o mercado, em condições mais favoráveis, num ambiente onde exista um mercado de títulos subnacionais. Nesse processo em que parte das dívidas estaduais ou municipais voltasse a ser colocada junto ao setor privado, se permitiria um

alívio temporário no peso das prestações, graças a condições diferenciadas sobre as quais os autores discorrem, envolvendo uma tabela Price ajustada, o que geraria um espaço fiscal para as unidades subnacionais aumentarem seus investimentos.

3.1 Diagnóstico da dívida do Estado do Rio Grande do Sul

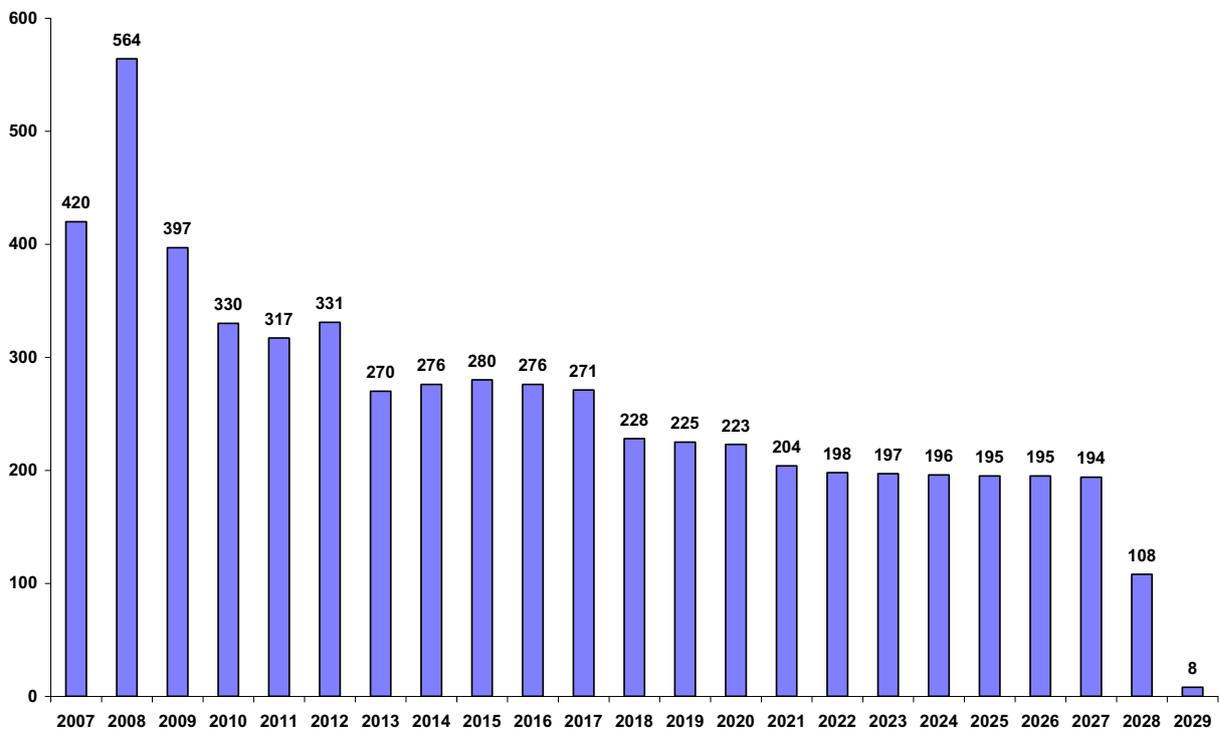
De acordo com o diagnóstico efetuado com o Banco Mundial, a dívida do Estado do Rio Grande do Sul apresentava grande concentração de vencimentos no período 2008-2012. A concepção da reestruturação da dívida foi esboçada na Carta-Consulta do Programa de Sustentabilidade Fiscal para o Crescimento, aprovada pela Comissão de Financiamentos Externos (COFLEX), em dezembro de 2007. Buscava-se uma operação de reestruturação de dívida que pudesse ser enquadrada nos termos do §7º, art. 7º, Resolução 43/2001 do Senado Federal.

A concessão de empréstimo junto ao Banco Mundial traria recursos adicionais ao Tesouro Estadual, garantindo a continuidade do processo de ajuste fiscal e os desembolsos com a dívida estadual. Com o alívio fiscal proporcionado pelo ingresso de uma nova fonte de recursos, o Governo Estadual pretendia manter os compromissos assumidos no Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal com o Governo Federal. A operação de reestruturação suavizaria o desembolso com recursos próprios do serviço da dívida nos próximos anos.

Para evidenciar a evolução da dívida estadual da Administração Direta sem a reestruturação da dívida, demonstra-se a projeção do serviço da dívida tendo como base os dados extraídos da revisão da Proposta de Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal do Estado do Rio Grande do Sul referente ao período 2007-2009 (os valores estão a preços dezembro de 2006).

Pelo Gráfico 3, era nítido que o serviço da dívida extralimite da Administração Direta tinha um período crítico, compreendido entre os anos de 2008 e 2012, no qual o seu pagamento impactaria o desempenho das finanças estaduais, atingindo um patamar de 18,2% da receita líquida real em 2008 (Gráfico 4). Cabe registrar ainda que, em 2008, o Estado teve que resgatar dívida mobiliária (LFT-RS Refinanciamento de Precatórios) no montante de R\$ 158,4 milhões.

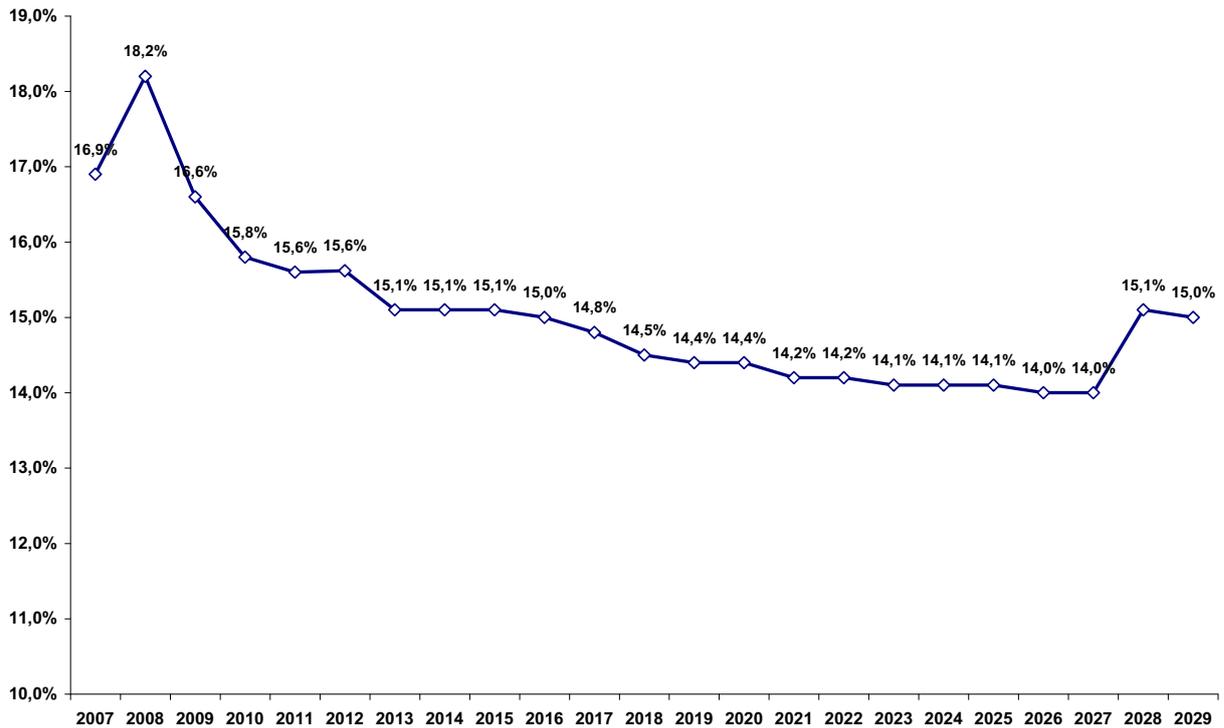
Gráfico 3 – Projeção do serviço da dívida extralimite da Administração Direta do RS – 2007-2029 (R\$ milhões)



FONTE: Secretaria da Fazenda.

NOTA: Os valores estão a preços de dezembro de 2006.

Gráfico 4 – Relação serviço da dívida e receita líquida real – 2007-2029



FONTE: Secretaria da Fazenda.

A proposta de reestruturação de parte da dívida buscava suavizar o fluxo do serviço da dívida e melhorar a sua distribuição temporal, evitando que houvesse uma grande e ineficiente variação temporária da oferta de serviços públicos. A liquidação ou abatimento de alguns contratos que compõem essa dívida extralimite (Fundação Banrisul de Seguridade, dívida mobiliária, Fundef e Proes), combinado com encargos menores (Taxa Libor e variação cambial), produzirá importante alívio para o Tesouro Estadual. De outra parte, as economias obtidas no fluxo de desembolsos nos próximos anos – de até R\$ 460 milhões - irão reduzir o peso da dívida para as futuras gerações. Além da suavização dos fluxos de pagamento, haverá o ganho financeiro relativo à redução de seu valor presente, dado que o financiamento do Banco possui custo inferior ao das dívidas que serão pagas com seu *funding*.

Em função do ineditismo dessa operação, a Secretaria do Tesouro Nacional emitiu a Nota Conjunta n.º 22/2008/STN, que define as seguintes premissas básicas para análise de operações de reestruturação/recomposição de principal de dívidas:

- a) os recursos obtidos com a operação de reestruturação destinam-se exclusivamente para abater e/ou quitar as dívidas existentes;
- b) o valor presente (VP) da dívida reestruturada deverá ser menor ou igual ao valor presente da dívida anterior, com níveis prudentes de risco na nova operação;
- c) a operação de reestruturação destina-se ao pagamento de principal de dívida;
- d) inexistência de carência na nova operação de crédito e definição de um esquema de pagamento customizado do principal da dívida.

3.2 Características do empréstimo com o Banco Mundial

O empréstimo do Estado do Rio Grande do Sul junto ao Banco Mundial, para reestruturação de dívida, é uma operação destinada a trocar uma pequena parcela de dívidas estaduais, que apresentam um custo determinado por uma taxa fixa de 6% ao ano mais a correção pelo IGP-DI, ou por uma taxa equivalente à taxa Selic. Essa dívida será trocada por uma dívida com o Banco Mundial, com condições mais favoráveis, as quais estão associadas com as condições do mercado externo, especificamente do mercado do dólar, para o qual, já há algum tempo, predominam taxas de juros nominais mais baixas (atualmente em 3% ao ano). Evidentemente, essas taxas favoráveis são alcançadas porque o empréstimo é em dólares. Importante notar que apenas uma pequena parte da dívida estadual, ou seja, algumas dívidas da chamada parte extralimite, será objeto da troca de dívidas, já que a grande dívida estadual, a chamada intralimite, da qual se destaca a dívida renegociada sob a Lei 9496/97, não será objeto de modificação.

Outro ponto importante é o alongamento do prazo de pagamento da dívida, pois serão trocadas dívidas que em média possuem prazo de 20 anos por uma dívida com o Banco Mundial com um prazo de 30 anos.

O financiamento do Banco Mundial desenhado para o Estado possui as seguintes características:

- a) Pós-fixado: a taxa de juros é atrelada à variação da Libor mensal em dólar;
- b) *Spread prefixado*: além da Libor, a taxa de juros possui acréscimo de 0,05% a 0,13% ao ano, conforme o spread a ser fixado no momento da liberação dos recursos;
- c) *Front-end Fee*: taxa de comissão fixa cobrada pelo Banco para a concessão de empréstimos, de 0,25% do total do financiamento. Esta taxa é cobrada apenas na abertura do financiamento, sendo paga integralmente no ato inicial da operação;
- d) Moeda: a moeda do financiamento é US\$, isto é, a variação da taxa de câmbio (R\$/US\$) corrige todo o financiamento;
- e) Prazo total: 30 anos;
- f) Prazo médio: 18 anos. Entende-se prazo médio como a média ponderada do prazo em anos pelo valor de desembolso para cada prestação. Portanto, o financiamento tem que atender a dois limitadores: o prazo total e o prazo médio;
- g) Carência: sem carência;
- h) Forma de amortização: customizada. A forma utilizada para o Estado foi a customizada, pela qual a amortização pode ser estabelecida livremente. Dessa forma, ela é menor nos primeiros anos que concentram mais dívidas e maior nos anos que o Estado tem menos comprometimento com pagamento de débitos. As demais formas (*Annuity e Level*) não permitem essa flexibilidade.

Sendo assim, o custo geral do empréstimo será dado pela taxa Libor, mais o spread fixo, o qual embute custos financeiros a serem cobrados pelo Banco, mais a variação cambial do Real em relação ao Dólar, para cada período de tempo. A Tabela 11 explicita os custos inerentes ao empréstimo, destacando-se que o custo geral da operação, nas condições atuais do mercado, é estimado entre 5,08% e 5,13% ao ano, em comparação com os custos das antigas dívidas extralimites, estimados em 18% ao ano.

Tabela 11 - Demonstração dos custos da operação de reestruturação com Banco Mundial

ITENS	%
Libor*	3,19%
Spread fixo	0,05%
SWAP	0,02% a 0,07%
Taxa de conversão	0,01%
Taxa de administração	0,01%
Variação Cambial projetada	1,80%
Total	5,08% a 5,13%
Custos da dívida sem reestruturação	
Taxa Fixa	6,00%
IGP-DI 2008	12,00%
Total	18,00%

FONTE: Secretaria da Fazenda.

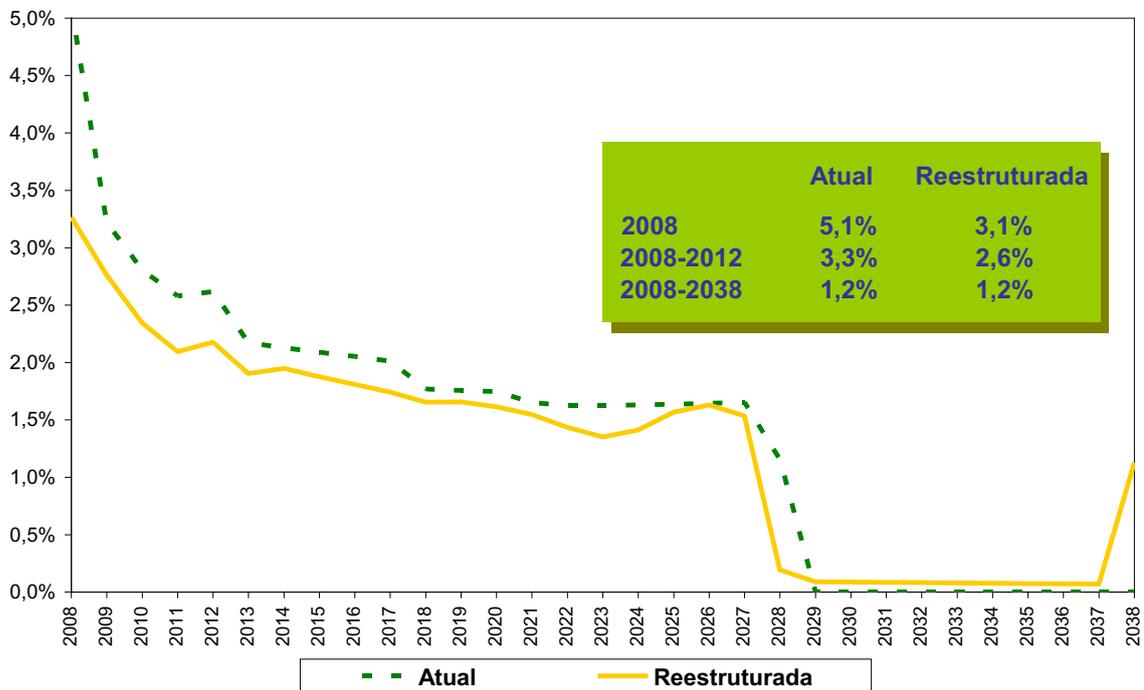
As atuais curvas de mercado que precificam ativos financeiros indicam que os fluxos de pagamento do empréstimo em dólares, a ser contraído com o Banco Mundial, apresentam um valor presente significativamente menor que os fluxos dos pagamentos das dívidas do Estado corrigidas pelo IGP-DI, mais juros anuais de 6%. Os pagamentos do empréstimo com o Banco Mundial, aplicando-se a curva de mercado do cupom cambial, têm um valor presente próximo a 89% do seu valor de face, enquanto as dívidas em IGP-DI mais 6% de juros anuais, aplicando-se a curva de mercado do cupom de IGP, possuem valor presente próximos a 100%.

Assim, a operação de reestruturação resultará em uma dívida com um valor presente significativamente menor em relação à situação anterior, ou seja, o Estado terá um ganho de valor presente. Este ganho está relacionado às condições atualmente favoráveis refletidas no cupom cambial, e quanto mais acima estiver posicionada a curva de cupom cambial, menor será o valor presente da dívida com o Banco Mundial, e maior será a diferença favorável de valor presente da operação de reestruturação. A dívida correspondente ao empréstimo com o Banco Mundial,

representará cerca de 5% do total da dívida consolidada do Estado, de cerca de R\$ 37 bilhões.

O Gráfico 5 faz a comparação entre o antigo fluxo de pagamentos da dívida extralimite e o novo, já considerando os desembolsos futuros com o Banco Mundial e a quitação ou abatimento de algumas dívidas decorrente da reestruturação.

Gráfico 5 – Evolução da relação serviço da dívida extralimite/receita líquida real, com e sem a operação de reestruturação – 2008-2038 (%)



FONTE: Secretaria da Fazenda.

3.3 Risco da taxa de juros e risco do câmbio

As duas últimas décadas têm sido marcadas por significativo crescimento econômico mundial, com baixa inflação e baixos juros reais. No entanto, nas décadas de 70 e 80 tivemos situações de estagnação econômica com alta inflação (estagflação) ou de juros internacionais elevados, com forte aperto na liquidez mundial.

A atual crise econômica norte-americana levou o Banco Central dos Estados Unidos, a partir do segundo semestre do ano passado, a derrubar os juros dos títulos

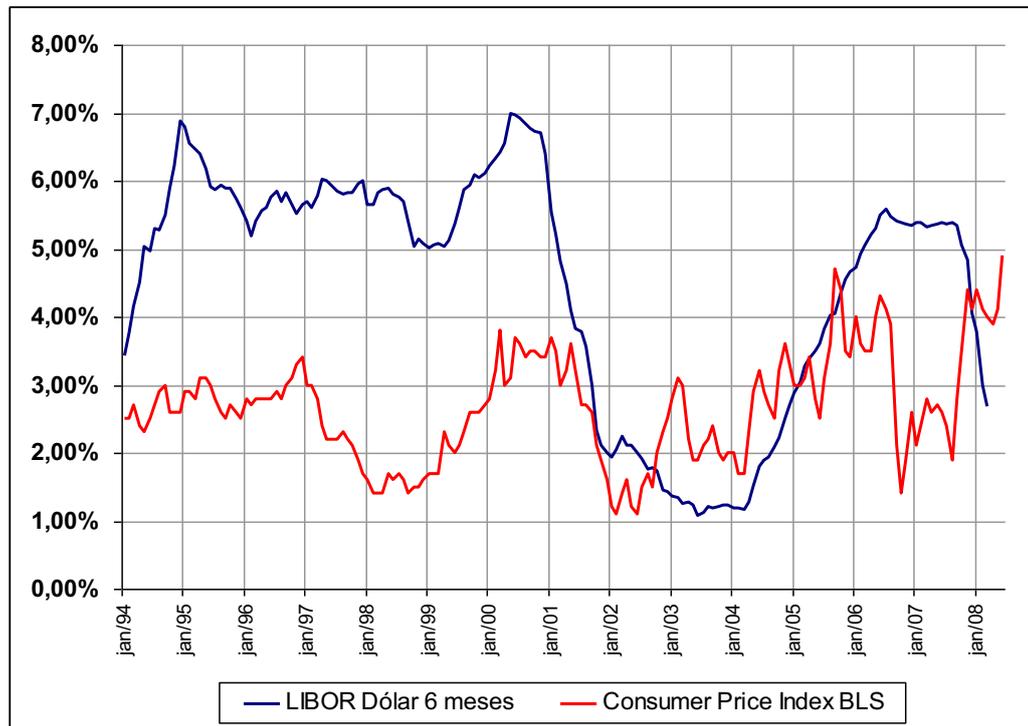
americanos, fazendo acentuar o movimento de desvalorização do Dólar perante o Euro e as demais moedas mundiais, que já estava em curso. Considerando os índices de preços ao consumidor, há uma situação de juros reais negativos na economia norte-americana. Em que pese não se saber quanto tempo a economia norte-americana levará para se recuperar da atual crise deflagrada pelo mercado de crédito imobiliário – que se reflete na economia mundial – espera-se que quando essa recuperação ocorrer, haverá a retomada do valor do dólar, com uma inversão da situação atual de juros negativos.

No Brasil, o impacto sobre a demanda agregada da economia aquecida, bem como a subida nos preços de *commodities* alimentares, tem pressionado o índice anual de inflação oficial – o IPCA – a apontar para o limite superior da meta. Os juros reais têm-se mantido elevados, tendo sido o principal instrumento do governo para atingir a meta de inflação. Esses juros internos elevados contribuem para uma maior apreciação do Real em relação às moedas estrangeiras.

As baixas taxas de juros nos mercados de moedas estrangeiras referenciais – Dólar e Euro – em relação às taxas de juros praticadas no mercado interno, combinadas com uma depreciação cambial nula ou negativa, têm levado empresas e até o Tesouro Nacional a emitir títulos ou bônus no exterior, referenciados nessas moedas estrangeiras, à medida da demanda nesses mercados.

O Gráfico 6 abaixo ilustra o comportamento da taxa Libor em dólar e do índice anual médio de preços ao consumidor nos Estados Unidos, calculado pelo *Bureau of Labor Statistics*, no período de 1994 até 2007. Nesse período, a taxa Libor média foi de 4,52%, enquanto o índice anual médio de preços ao consumidor foi de 2,61%.

Gráfico 6 – Evolução da taxa Libor e da inflação americana – 1994-2007



FONTE: www.ipeadata.gov.br

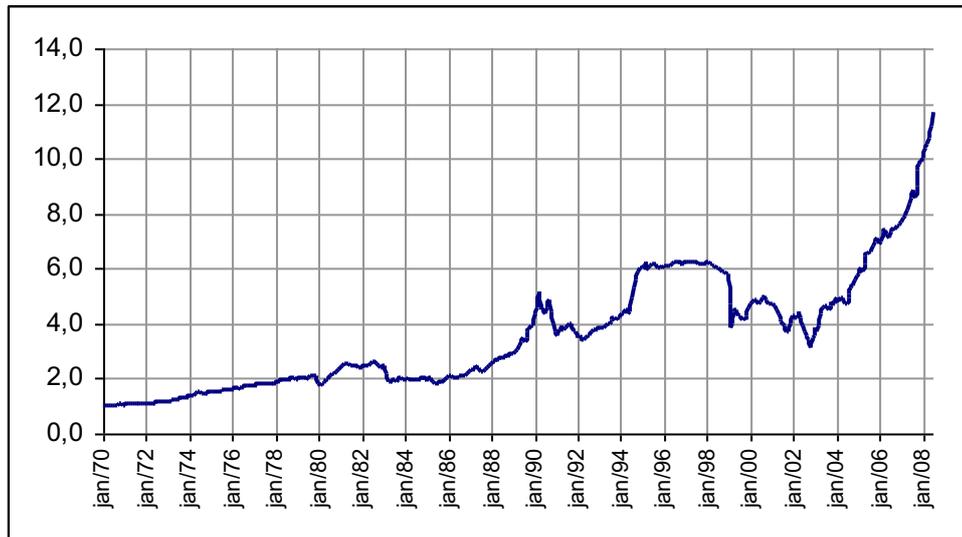
Para uma operação de financiamento externo, de prazo tão prolongado como 30 anos, existem riscos inerentes ao tomador, entre os quais os derivados da variação das taxas de juros do empréstimo e da variação da taxa de câmbio.

O empréstimo do Banco Mundial está sendo tomado a juros pós-fixados, dados pela taxa Libor em dólar, que hoje se situa em 3,19%. A taxa Libor em dólar média, no período 1994-2007, foi de 4,52%, mas tomando-se um período maior, que abrange os períodos de inflação alta e de aperto de liquidez, das décadas de 70 e 80, respectivamente, a taxa Libor foi de 7,18%. O Estado, ao contratar o empréstimo nas condições especificadas, está se beneficiando com taxas de juros historicamente baixas. No entanto, existe o risco de, no decorrer do prazo de 30 anos do empréstimo, ocorrer períodos em que essas taxas se elevem significativamente, causando aumento no comprometimento do serviço da dívida.

O segundo fator de risco da operação para o tomador é a variação da taxa de câmbio. As variações nominais no câmbio têm repercussão direta no montante do serviço e do estoque da dívida dessa operação com o Banco Mundial. Uma situação de crise cambial, por exemplo, teria como reflexo um aumento imediato nos pagamentos e no saldo da dívida convertidos para reais.

O Gráfico 7 mostra a evolução do índice da relação entre o IGP-DI e a cotação cambial do dólar, tendo como base o mês de janeiro de 1970. No período de 38 anos, a despeito de crises cambiais (1999 e 2002, por exemplo), a variação do dólar ficou muito abaixo da variação do IGP-DI, pois o índice da relação médio foi de 3,59 tendo terminado ao final do período próximo a doze. O comportamento expresso no gráfico indica que crises cambiais que levem a alta extraordinária da moeda estrangeira encarecem significativamente as dívidas externas no curto prazo. No entanto, a relação entre os índices verificada desde 1970, ao longo de todo o período, é amplamente crescente, sobretudo do período de 2003 em diante. Essa relação, se indicar uma tendência, sugere que a troca de dívidas atreladas ao índice de preço IGP-DI, por dívida em dólares, tende a ser uma operação vantajosa, no longo prazo, e não o contrário.

Gráfico 7 – Evolução da relação IGP-DI/Câmbio (R\$/US\$) – 1970-2008



FONTE: www.ipeadata.gov.br

3.4 Sensibilidade à taxa de juros

Para efetuar algumas estimativas do custo da operação e testar a sensibilidade do empréstimo à taxa de juros, procedeu-se à modelagem de toda a operação, a partir do cronograma de pagamento customizado, tal como ele foi definido no Acordo de Empréstimo. Atribuiu-se um cenário de taxa Libor para toda a duração do empréstimo, a partir do qual foram efetuados alguns cálculos de repercussão.

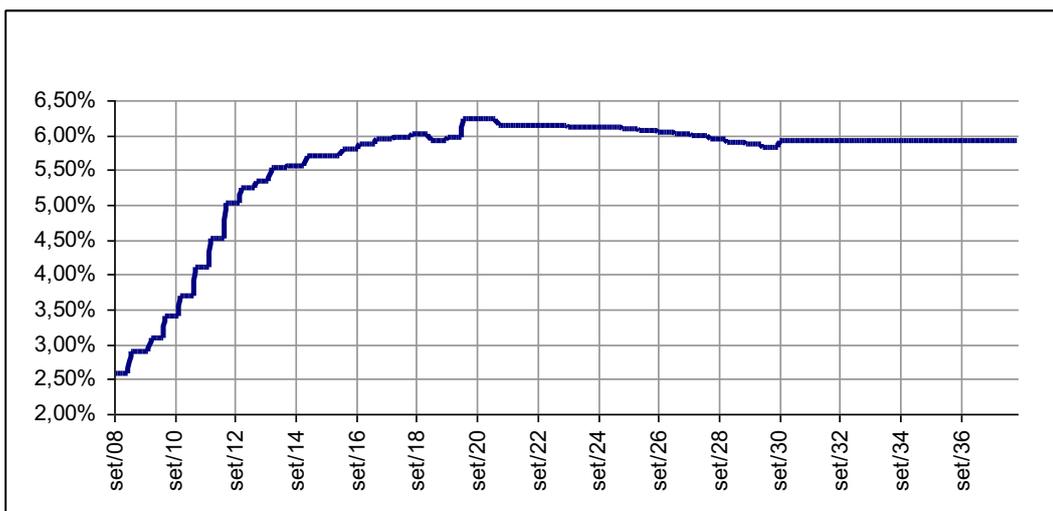
O cenário utilizado está representado pela curva do Gráfico 8, na qual constam taxas crescentes que partem de 2,45% ao ano no início da operação, até atingirem 6,25% ao ano em 2020, e, a partir de então, se estabilizam ao redor de 6% ao ano até o final da operação em 2038. Por esse cenário, ao longo dos 30 anos da operação, e até que o empréstimo seja inteiramente amortizado, serão despendidos US\$ 992 milhões de juros, incorrendo-se numa Libor média anual de 5,4%.

O efeito do acréscimo de 1 ponto básico percentual (0,01%) nos juros aplicados ao empréstimo, nesse cenário, é um acréscimo nos pagamentos anuais de

juros de US\$ 61,517 mil, ou um acréscimo de 0,088% nas prestações. O acréscimo no pagamento total de juros é US\$ 1,846 milhão.

Através de nossa modelagem, pode-se dimensionar o custo, associado ao risco de uma explosão das taxas de juros, num cenário bem mais pessimista da projeção da taxa Libor. Se, por exemplo, forem acrescidos 400 pontos básicos percentuais (4%) a toda a curva Libor do cenário, o efeito total no empréstimo é um aumento na prestação média anual de 35%, que sobe de US\$ 69,7 milhões para US\$ 94,3 milhões. Este aumento médio, considerando o nível atual do serviço da dívida total do Estado, representaria um aumento de apenas 2% no serviço anual total.

Gráfico 8 – Projeção do dólar 2008-2038



FONTE: Cálculo dos autores.

3.5 As condições de conversão do Acordo de Empréstimo

De acordo com o Artigo 2º, item 2.08, do Acordo de Empréstimo, o Estado poderá requerer a qualquer momento do período do empréstimo, as seguintes conversões:

- a) mudança de moeda do total ou parte do empréstimo, liberado ou a liberar, para uma outra moeda acordada;

- b) mudança na taxa de juros aplicável a todo ou parte do empréstimo, liberado ou a liberar, de uma taxa de juros variável para uma taxa de juros fixa, ou vive-versa;
- c) o estabelecimento de limites para a taxa de juros variável aplicável a todo ou parte do empréstimo, liberado ou a liberar, mediante a fixação de um teto ou de bandas de variação.

Cada conversão tem um custo expresso pelas correspondentes *conversion fees*. Estas taxas podem ser *one-time fees* (pagamento único), expressas como um percentual do montante envolvido, ou podem ser um percentual acrescido ao serviço anual da dívida. O custo de uma conversão de moeda, de montantes não-liberados, tem um custo de 0,125%. Se a conversão de moeda se aplicar sobre parcelas já liberadas, a taxa de conversão é 0,01% a.a., na modalidade automática, ou 0,02% a.a., na modalidade *ad hoc*. Para a fixação da taxa de juros, para um período até a total maturidade do empréstimo, no montante até o total do valor total do empréstimo a liberar, não há taxa de conversão, mas adicionais conversões ou desconversões são taxadas em 0,01% a.a. Para o estabelecimento de teto ou bandas para a taxa de juros aplicada ao empréstimo, o Banco Mundial cobra uma taxa de comissão de 0,125%, para a realização desta operação, junto ao mercado, em benefício ao tomador.

O contrato permite que o Estado solicite a opção de taxa de juros fixas, para um período de até a maturidade do empréstimo, sobre parte ou o total do empréstimo. A primeira operação de conversão para taxa de juros fixa não apresenta custo para o Estado, mas conversões adicionais ou desconversões de taxas variáveis para taxas fixas têm um custo de um ponto básico percentual (0,01%), a ser acrescido ao juro do empréstimo.

De acordo com as condições do mercado no momento, seria possível fixar a taxa de juros do nosso empréstimo ao redor de 4,8% ao ano. Adotando esta conversão para taxa fixa, o Estado afastaria o risco de flutuação da taxa de juros, mas deixaria de aproveitar os juros historicamente baixos do momento atual.

Conforme o cenário previsto para a taxa Libor em dólar, o Estado incorre, ao longo dos 30 anos da operação, numa taxa de juros média de 5,4% ao ano. Adotando-se a conversão para taxa fixa de 4,8% ao ano, o Estado teria uma redução de US\$ 2,9 milhões (-4,2%) nas prestações médias anuais, em relação às prestações médias anuais do cenário. Sendo assim, e considerando que não há custo para solicitar a primeira conversão de taxas no empréstimo, há vantagem na conversão para taxa fixa, considerando as condições de oferta no mercado para o travamento da taxa e o cenário que projetamos para a taxa Libor para toda a duração do empréstimo.

Outra possibilidade de conversão é o estabelecimento de banda de flutuação da taxa de juros. Nossa análise será sobre duas opções, pelas quais temos custos estimados, para estabelecer teto e piso (banda) de taxa de juros, sobre os US\$ 650 milhões do primeiro desembolso do empréstimo, por um prazo de 10 anos. Na primeira opção, a banda de flutuação teria um teto de 5,4% e um piso de 3,8%. Para esta opção não há custo, ou seja, o mercado oferece a custo zero, incorrendo o Estado somente em uma taxa de conversão única (*one-time fee*) cobrada pelo Banco, equivalente a 0,125% do montante envolvido. Na segunda opção, a banda de flutuação teria um teto de 5,4% e um piso de 2,55%. Para esta opção haveria um custo de mercado de US\$ 44,3 milhões, além da taxa de conversão de 0,125% cobrada pelo Banco.

Na primeira opção de bandas, a taxa de juros a ser paga é de 3,8% desde o início da operação, em vez da taxa atual de mercado de 2,46%. Haveria uma economia no pagamento de juros, em relação ao do cenário projetado para a Libor, de apenas US\$ 325 mil, para o período coberto de 10 anos. Esta economia é inferior ao custo da conversão, de 0,125% do montante envolvido, equivalente a US\$ 812,5 mil. Na segunda opção de bandas, haveria uma economia no pagamento de juros, em relação ao do cenário projetado para a taxa Libor, de US\$ 14,4 milhões, para o período coberto

de 10 anos. No entanto, esta economia é inferior ao custo de mercado (US\$ 44,3 milhões), mais o custo da conversão (US\$ 812,5 mil).

Bandas de Juros, <i>tranche</i> US\$ 650 milhões, 10 anos	US\$ mil				
	Piso	Teto	Taxa de Conversão	Custo de Mercado	Custo Total
Opção 1	3,80%	5,40%	812,5	0 -	812,5
Opção 2	2,55%	5,40%	812,5	44.300,0	45.112,5

FONTE: Banco Mundial.

As opções de estabelecimento de bandas de flutuação da taxa de juros analisadas, embora eliminem o risco de um crescimento exagerado das taxas de juros, no período de 10 anos a partir do início de empréstimo, em que fornecem cobertura, apresentam custos em relação ao cenário inicial. Na primeira opção, o custo se associa mais à taxa maior a ser aplicada desde o início do contrato. Na segunda opção, há um custo de contratação significativo.

Já a possibilidade de conversão para taxa fixa, compreendido todo o período de duração do contrato, apresenta vantagem, pela redução de 4,2% no valor das prestações médias anuais, em relação ao cenário inicial. Todavia há um custo de oportunidade no curto prazo, ao se abdicar das atuais taxas correntes baixas.

A fixação de bandas de flutuação da taxa de juros parece ser a alternativa de redução de risco mais condizentes com o desejável objetivo de não se abdicar, pelo menos não muito, das taxas correntes atuais. Parece-nos recomendável agregar ao modelo outros cenários de taxas Libor que incorporassem previsões mais otimistas ou pessimistas, para comparação, e verificar os resultados.

Por fim, as condições de custo de conversão (exceto as taxas de conversão do Banco Mundial, que são fixas) dependem do momento e variam diariamente conforme as condições do mercado. As estimativas de custos utilizadas são recentes,

mas o custo real depende do momento da contratação dos produtos financeiros que permitirão a conversão.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Uma das contribuições deste trabalho é demonstrar que o resultado primário pode ser um indicador limitado do desempenho fiscal para um ente federado. O esforço fiscal para alcançar o equilíbrio das contas estaduais é muito maior do que se supõe para o caso do Rio Grande do Sul, já que a redução do resultado nominal vem acompanhada por baixos níveis de investimentos públicos e por uma contenção acentuada das despesas de custeio.

Verificou-se que a atualização monetária pelo IGP-DI e a capitalização de juros não-pagos são fontes significativas para o aumento da dívida estadual e isso deve ser motivo para preocupação dos gestores públicos do Estado do Rio Grande do Sul. Por fim, a troca de indexador do contrato da Lei n.º 9496/97 para o IPCA/IBGE reduziria as variações da dívida se os seus efeitos fossem retroativos ao ano de 1998.

O equilíbrio econômico-financeiro⁸ do contrato da Lei 9496/97 foi alterado, trazendo uma lógica perversa que onera, sobremaneira, o devedor. Na renegociação da dívida, supunha-se que a relação dívida/RLR fosse decrescente até 2012, ano que essa relação atingiria a unidade. O deslocamento dessa relação para 2027, na última revisão do programa de ajuste fiscal, demonstra que é lento o ajuste da relação DCL/RLR no caso do RS, devido ao baixo crescimento da receita líquida real e da expansão da atualização monetária do IGP-DI. Será difícil manter a sustentabilidade da política fiscal para alguns estados, sem que a União proponha alterações das regras contratuais da Lei 9496/97, sob o risco de imposição de enormes custos sociais e de

⁸. Segundo Santos (2007), o contrato de renegociação da dívida apresenta um desequilíbrio econômico-financeiro, justificando a revisão de suas cláusulas. Para ele, os resíduos estão impedindo que o saldo devedor da dívida decresça. O crescimento excessivo do IGP-DI, provocado pelas maxidesvalorizações cambiais ocorridas em 1999 e em 2002, decorrentes da política econômica do Governo Federal, não estavam previstas quando do acordo em 1998. Ocorreram, então, circunstâncias estranhas às existentes quando da assinatura do contrato, que foram provocadas por um dos contratantes, em prejuízo do outro, portanto um caso típico de *desequilíbrio econômico-financeiro*. Uma das premissas básicas do acordo da dívida era reduzir a relação dívida/receita, o que não está ocorrendo, exatamente por esse fato. Então, a concessão de um desconto no estoque da dívida pela União, com vistas a atingir esse objetivo, torna-se um imperativo. Isso não ofende o acordo, pelo contrário, é exatamente isso que fará com que as partes cumpram o que foi ajustado.

forçar programas de ajuste fiscal cuja lógica recorrente é o controle de gastos públicos, o que está a impedir que os Estados possam tocar seus programas de investimentos indispensáveis ao crescimento.

A operação de reestruturação de dívida realizada pelo Estado do Rio Grande do Sul com o empréstimo do Banco Mundial, embora sobre uma pequena parcela da dívida do Estado, é uma importante experiência no sentido da retomada pelo Estado de uma maior autonomia na gestão de sua dívida, dado o objetivo de melhorar o perfil, com o melhoramento da composição e das condições da dívida pública, bem como o seu alongamento, sempre que possível e vantajoso.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARBOSA, Fernando H. (1987). Ensaio sobre Inflação e Indexação. Rio de Janeiro, Editora FGV.

BLANCHARD, Olivier. (1999). Macroeconomia: teoria e política econômica. Rio de Janeiro, Campus.

CALAZANS, Roberto B. (1999). Déficit Primário no RS – 1985-97. Indicadores Econômicos FEE. Porto Alegre, Fundação de Economia e Estatística, V. 25 n.º 4, Março/98, p. 249-277.

GIAMBIAGI, Fábio, BLANCO, Fernando e ARDEO, Vagner. (2008). Proposta de Recriação de uma Dívida Estadual e Municipal com o Setor Financeiro Privado. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.14, N.29.

IANCHOVICHINA, Elena; LIU, Lili; NAGARAJAN, Mohan. (2006). Subnational Fiscal Sustainability Analysis. World Bank. Policy Research Working Paper n.º 3947. June 2006.

LEY, Eduardo. (2008). Fiscal (and External) Sustainability. World Bank. Mimeo (Version: April, 19).

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. (1999). Finanças Públicas: teoria e prática. Rio de Janeiro. Campus.

MENSAGEM N.º 128, de 2008. Senado Federal. 20/07/2008. mimeo.

PIANCASTELLI, Marcelo; BOUERI, Rogério. (2008). Dívida dos Estados: 10 anos depois. Mimeo.

RAMALHO, Valdir. (1997). Revendo a variedade de conceitos de déficit público. In: MEYER, Arno, org. Finanças Públicas: ensaios selecionados. Brasília: IPEA: FUNDAP, p. 39-150.

ROCHA, Fabiana. (2005). Déficit Público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações. In: Economia do Setor Público no Brasil. Rio de Janeiro, Editora Campus. p.493-507.

ROSSI, José. (1992). A equação da restrição orçamentária do governo: uma resenha dos usos e interpretações. Brasília: IPEA. (Texto para Discussão, n.254).

SANTOS, Darcy Francisco Carvalho. (2007). Finanças Estaduais: Verdades e Mitos. Porto Alegre. Editora AGE Ltda.

WORLD BANK. (2008). Rio Grande do Sul: Fiscal Sustainability for Growth. *Program Document for Proposed Development Policy Loan. Report* n.º 42862-BR. July 2, 2008.

5 APÊNDICE

5.1 Deduções básicas a partir da taxa de inflação

Seja taxa de inflação, π_t , é definida abaixo, onde P_t é o índice de preço em t e $t-1$ expressa a defasagem temporal:

$$(1) \pi_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

A expressão acima também pode ser assim escrita:

$$(2) \frac{P_t}{P_{t-1}} = 1 + \pi_t$$

$$(3) \frac{P_{t-1}}{P_t} = \frac{1}{1 + \pi_t}$$

Diminuindo-se a unidade em ambos os termos a equação (3), deduzem-se as seguintes igualdades, as quais foram amplamente utilizadas no artigo:

$$(4) \frac{P_{t-1} - P_t}{P_t} = -\frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \quad \text{ou} \quad \frac{P_t - P_{t-1}}{P_t} = \frac{\pi_t}{1 + \pi_t}$$

A expressão $\frac{P_{t-1} - P_t}{P_t} = -\frac{\pi_t}{1 + \pi_t}$ expressa a perda inflacionária⁹.

5.2 Deflacionamento de variáveis reais

A variação real de duas grandezas nominais, no caso da dívida pública, assume duas expressões distintas conforme se processam os critérios de deflacionamento das variáveis. No primeiro caso, consideram-se os estoques de dívida

$\frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$ divididos pelos índices de preços respectivos. No segundo caso, procede-se

à diferença do incremento nominal da dívida entre t e $t-1$, $\frac{D_t - D_{t-1}}{P_t}$, ajustado pelo índice de preço t .

⁹ . Suponha que em $t-1$ o índice de preço seja 80, passando para 90 em t . A inflação no período é 12,5%. Por sua vez, a perda inflacionária é de $(80-90)/90 = -11,1\%$, ou ainda: $-(0,125/1,125) = -11,1\%$.

Há uma relação entre ambos os casos acima, sendo que a primeira expressão é uma função da segunda (Ramalho, 1997). Na primeira expressão, somando-se e subtraindo-se a expressão $\frac{D_{t-1}}{P_t}$, tem-se que:

$$(5) \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_t} + \frac{D_{t-1}}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Reescrevendo-se o terceiro termo da expressão (5):

$$(6) \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_t} + \frac{P_{t-1}}{P_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Reagrupando-se os dois últimos termos da expressão acima em função de $\frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$, chega-se à nova expressão:

$$(7) \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_t} + \left[\frac{P_{t-1}}{P_t} - 1 \right] \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Como $\frac{P_{t-1}}{P_t} - 1 = -\frac{\pi_t}{1 + \pi_t}$, substituindo-se em (7):

$$(8) \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

O primeiro termo da igualdade representa o montante do incremento real da dívida deflacionado a preços t , e o segundo termo é a erosão inflacionária da dívida. A relação que se estabelece entre as duas formas de deflacionamento acima citadas pode ser expressa por:

$$(9) \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t} - \frac{\pi_t}{1 + \pi_t} \cdot \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}}$$

A expressão (9) também é igual a:

$$(10) \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t} - \pi_t \cdot \frac{D_{t-1}}{P_t}$$

$$(11) \frac{D_t}{P_t} - \frac{D_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{D_t}{P_t} - \left[(1 + \pi_t) \cdot \frac{D_{t-1}}{P_t} \right]$$