

The George Washington University

**IBI - The Institute of Brazilian Business
& Public Management Issues**

Uma Proposta de Mudança na Taxa de Juros e no Índice de Variação de Preços Aplicados na Dívida Contratual entre o Estado do Rio Grande do Sul e o Governo Federal do Brasil

Luciano Lauri Flores

O autor é Agente Fiscal da Secretaria da Fazenda do Estado do Rio Grande do Sul

Advisor: Prof. William Handorf

THE MINERVA PROGRAM

Washington, DC – Fall 2011



*** Versão traduzida pelo Google e revisada pelo autor.**

INTRODUÇÃO

Quando o governo federal no Brasil, entre 1997 e 1998, colocou em curso o processo de federalização das dívidas dos estados brasileiros, ele estava tirando os estados de um buraco negro de um nível de endividamento crescente, na forma de títulos de curtíssimo prazo rolados num mercado ansioso para pedir as maiores taxas de juros que poderia. A Lei 9.496/97 Federal permitiu que ao governo brasileiro assumir as dívidas dos estados, substituindo-as por uma única dívida contratual para cada estado. De acordo com esta Lei, estas novas dívidas contratuais incluíram características especiais. Não demorou muito tempo, porém, para algumas críticas de todos os pontos de vista aparecerem.

A Lei 9.496/97 Federal, de setembro de 1997, foi projetada para resolver o problema das dívidas dos estados, ampliado pelo nível da taxa primária de juros elevadas da economia, estabelecida pelo Banco Central. Essa política de juros altos níveis estava relacionada, naquele momento, ao combate à inflação e ao programa de estabilização macroeconômica em curso como um todo. O "Plano Real", lançado em 1994, estava sendo ameaçado por uma crise internacional afetando a balança de pagamentos, e colocando pressão sobre uma âncora do programa macroeconômico - o intervalo fixo para a taxa de câmbio. Portanto, o governo decidiu manter o intervalo fixo de sistema de taxas de câmbio para evitar pressões inflacionárias, e empurrou para cima a taxa de juros. Como consequência, os juros reais se aproximou tanto quanto 40% ao ano, em 1998 e início de 1999.

Em janeiro de 1999, o Brasil foi forçado por uma crise cambial a abandonar a âncora cambial e deixar a moeda flutuar de acordo com as forças de mercado. E em junho de 1999, um sistema de metas de inflação como diretriz para a política monetária foi implementada, pelo Decreto 3.088/99. O sistema de metas de inflação foi implementado com a intenção de dar moeda brasileira - o Real - uma âncora nova inflação. Felizmente, o cenário de inflação potencial e altas taxas de juros começaram a dissipar-se algum tempo mais tarde, abrindo espaço para uma visão mais otimista sobre a tendência da economia brasileira.

Como o tempo passou, e a economia brasileira entrou em um caminho mais estável, mais críticas surgiram sobre as cláusulas gerais do contrato e mais a carga que estes trouxera sobre as finanças dos estados. Hoje, há várias vozes reivindicando uma mudança nos acordos de 1997 e 1998 que refinanciaram as dívidas dos estados. A maioria deles reconhecem a importância dos acordos para o processo de estabilização econômica que vem ocorrendo no país e que deve continuar, por isso que eles não discutem sobre as bases dos acordos, mas levantam dúvida sobre o rigor de algumas cláusulas financeiras.

Temos vindo a recolher algumas opiniões em jornais por um par de anos, de profissionais de destaque em favor de mudanças substanciais nas cláusulas financeiras dos contratos. Eduardo Augusto Guimarães, ex-diretor da Secretaria do Tesouro Nacional, argumenta em um artigo de Valor Econômico (30/06/2011), que se o índice contratual supera sistematicamente as taxas de inflação, a diferença origina um bônus em favor do credor, como um lucro inesperado. O reputado economista Paulo Rabello de Castro escreveu na Revista Época (14/02/2011), que as cláusulas rigorosas nos contratos de renegociação nunca foram mudadas, a que hoje o governo federal teria dinheiro e crédito para revê-los, que os estados ainda estão pagando as suas dívidas com base em um índice de inflação errada e mais caro, e que o governo federal poderia cobrar dos estados menos para deixá-los investir mais. Em O Estado de São Paulo (24/03/2011), Cid Heráclito de Queiroz, um ex-Procurador Geral da Fazenda Nacional, defende que estados e municípios brasileiros têm o direito de re-reativação de contratos, que o IGP-DI pode e deve ser substituído por um índice mais adequado e que a ratio legis de disposições legais foram para ajudar uma prescrição substancial para os estados e municípios altamente endividados, não para criar ganhos financeiros para o governo central.

Durante os últimos anos, várias propostas foram apresentadas na Câmara Nacional e, especialmente, no Senado, com relação a mudanças nas regras das dívidas dos estados. O Senado no Brasil, de acordo com a Constituição (artigo 52º), dispõe sobre a dívida pública, autoriza nova tomada de empréstimo, e determina os limites globais, nos três níveis governamentais: federal, estadual e municipal. A recente proposta da senadora Vanessa Grazziotin, a Proposição Lei do Senado (PLS 364/2011), autoriza que os encargos das dívidas contratuais dos estados sejam alterados para a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo). Outra proposta foi apresentada recentemente pelo senador Eduardo Braga (PLS 334/2011), que autoriza a mudança para uma indexação com base no IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), e uma diminuição na taxa de juros para 2% ao ano. Temos vindo a recolher e atenção às principais propostas no Congresso sobre ajustes nas regras das dívidas dos estados com o governo federal. Muitos deles ainda estão procedendo nos departamentos e comissões do Congresso. Alguns deles têm sido muito discutidos, mas nenhuma proposta com mudanças substanciais nas regras atuais prosperou, por isso não têm grandes mudanças ocorrido desde os contratos de refinanciamento da dívida foram lançados em 1997 e 1998.

Durante os últimos anos, um grupo de gestores das finanças dos estados brasileiros (o GEFIN), que foi formado em 2004 como um conselho consultivo do CONFAZ (Conselho Nacional de Política Fazenda), tem sido muito ativo na discussão e elaboração de propostas para o problema das dívidas dos estados. Em particular, o GEFIN desenvolveu uma proposta muito abrangente para alterar a Lei 9.496/97. Entre várias reformas, a presente proposta prevê a substituição do IGP-DI (Índice Geral de Preços da Fundação Getúlio Vargas) pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo do IBGE) como o índice de preço a ser aplicado sobre a dívida, uma substituição do cálculo das parcelas do método baseado no Sistema Price (nível) pelo método de Gauss e uma até 2 redução pontos percentuais sobre o limite de pagamentos

(de 13% para 11%) da Receita Líquida Real dos Estados, a fim de permitir que a diferença a ser aplicada exclusivamente sobre projectos de investimento de infra-estrutura.

Em uma audiência na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal, em 03 de maio de 2011, o ministro da Fazenda, Sr. Guido Mantega, fez alguns comentários surpreendentes relacionados com a questão. Em uma pergunta do senador Eduardo Suplicy sobre a persistência de um sistema de indexação na economia, ele disse que é preciso mudar o índice de preços aplicados aos contratos públicos de serviços, porque, no passado, o índice de preços escolhido foi o IGP-M, que não é um bom índice. Por quê? - Ele perguntou. Porque reflete o movimento dos preços das commodities, a inflação fora - ele respondeu. E ele acrescentou que assim, gradualmente, quando estamos a renovar os contratos de concessão do governo federal, já estamos fazendo um ajuste, estamos mudando para o IPCA, para um índice que reflete a inflação no Brasil e não a inflação fora . Em outra pergunta, do senador Luiz Henrique, o ministro disse: "A preocupação de vocês com a dívida dos Estados é legítimo, porque no passado essas dívidas foram indexados ao IGP-M mais uma taxa de juros de 6% para (...) 9% e, de fato, como as taxas de juros no país eram muito mais elevados do que nos dias de hoje, essa taxa não podia ser considerada muito alta. Agora, é para ser considerado alto (...) Então, como fazer uma mudança nesta cláusula, sem alterar a Lei de Responsabilidade Fiscal? É um dos fundamentos da solidez da economia brasileira que eu vou procurar manter. Nós vamos encontrar uma maneira para isso também ".

A partir deste discurso do ministro Guido Mantega, podemos pegar algumas idéias principais refletindo os pontos de vista da área econômica do governo brasileiro. Primeiro, o IGP não é um índice bom, porque não reflete bem a inflação no Brasil. Segundo, a preocupação com as atuais altas taxas de juros de 6% a 9% aplicados à dívida dos Estados é legítimo. Terceiro, o governo admite rever cláusulas, desde que não exija a Lei de Responsabilidade Fiscal (LFR), a ser alterada. O ministro queria se referir ao 35 ° artigo da LFR, que afirma que as entidades da federação não estão autorizados a emprestar-se, nem nas formas de refinanciamento, novação ou postergação de dívidas anteriores. A LRF teve seu termo inicial em 04 de maio de 2000, portanto após o processo de refinanciamento da dívida dos estados que tiveram lugar entre 1997 e 1998, e tem sido um marco na legislação das finanças no Brasil, especialmente devido ao seu papel na aplicação da responsabilidade fiscal na administração pública.

CAPÍTULO 1

O CONTRATO REFINANCIAMENTO DA DÍVIDA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL

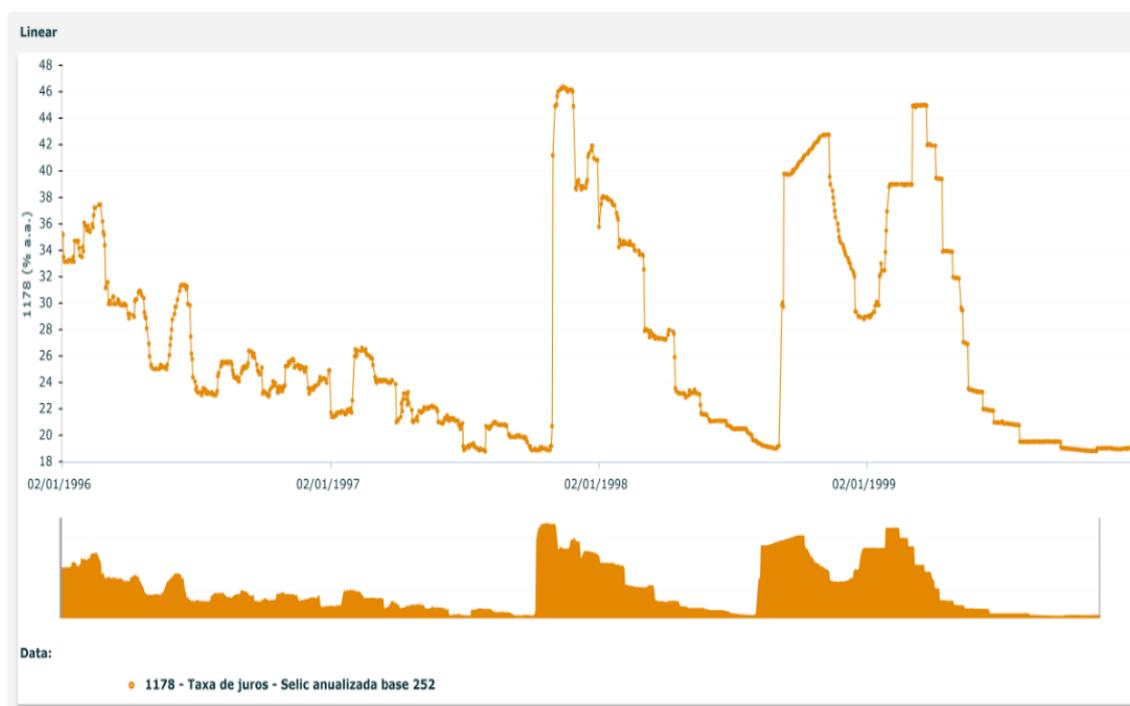
Alguns anos após o "Plano Real" ser lançado em 1994, o governo brasileiro percebeu que deveria ir mais longe em algumas reformas, a fim de ser bem sucedido no processo de estabilização macroeconômica. Um dos problemas a ser resolvido era o crescimento das dívidas estaduais e municipais. Devido à frágil situação fiscal vigente em muitos estados e alguns municípios de grande porte, e a tendência para cima das taxas de juros domésticas reais, alguns deles estavam com dificuldades em rolar suas dívidas no mercado mobiliário. O risco de inadimplência era algo a ser considerado.

Então, o governo federal liderado pelo ex-presidente Fernando Henrique Cardoso se envolveu em um mega plano para resgatar estados e municípios. Este plano consistiu na assunção da dívida dos estados em títulos e outras dívidas pelo governo federal. Essas dívidas seriam refinanciadas e substituídas por uma única dívida contratual para cada estado, em que o governo federal passaria a ser o novo credor.

Para conseguir isso, o governo federal editou a Lei Provisória (Medida Provisória) n.º 1,560, de dezembro de 1996. Esta lei foi reeditada sete vezes, e, finalmente, foi substituída pela Lei n.º 9,496, de 11 de setembro de 1997, que instituiu o chamado Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados.

É importante mencionar que neste momento as dificuldades fiscais dos Estados brasileiros foram sendo ampliadas por choques de taxas de juros internas que o Banco Central estava colocando em prática com o objetivo de conseguir a estabilização da inflação. O Gráfico 1.1 mostra a tendência da Selic (a taxa de juros nominal determinada pelo Conselho Monetário Nacional) durante o período de 1996 e 1999. É possível observar que SELIC não foi apenas mantido a um nível mínimo elevado de 18% ao ano, mas sofreu pelo menos três choques importantes que levantou-o para tão alto quanto 46% por ano. O primeiro choque foi no final de 1997, devido a um problema de câmbio que foi um reflexo da crise financeira dos países asiáticos. No final de 1998 a moeda brasileira em si foi ameaçada por movimentos especulativos que forçaram o Banco Central elevar juros nominal, na vontade de manter inalterado o regime cambial (intervalo fixo flexível) e para manter a inflação sob controle. No entanto, em janeiro de 1999, sob um novo ataque especulativo forte sobre a moeda brasileira, o governo foi forçado a abandonar o sistema de ancoragem cambial e deixar a moeda flutuar. Um novo impulso para cima na taxa de juros nominal era necessário para alcançar a estabilidade de preços no contexto muito novo de taxas de câmbio flexíveis.

Gráfico 1.1 – A evolução da taxa de juros Selic anualizada - 1996-1999



Fonte: Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

A Lei 9.496/97 estabeleceu as regras em que a transferência e o refinanciamento dos títulos de dívida e outras dívidas dos estados brasileiros pelo governo central brasileiro teria lugar. Além de estabelecer condições financeiras gerais para os contratos de refinanciamento novo, ela previu os estados a seguir um programa a ser acordado com o governo federal, contendo compromissos e metas relacionadas ao desempenho fiscal, governança e sustentabilidade da dívida.

Neste mesmo contexto brasileiro de ajustes no nível estadual, foi lançado, mais tarde, pelos Atos Provisória 1612/1997, 1900-40/1999 e 2192-70/2001, o Programa de Incentivos à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes). Por este programa, o governo federal emprestou dinheiro aos estados para a reparação, a privatização ou liquidação dos bancos estatais. Este programa teve também um impacto importante na dívida dos estados. Os empréstimos abertos pelo presente programa acabou sendo consolidada no respectivo montante da Lei 9.496/97, uma vez que estes empréstimos tinha quase as mesmas condições determinadas por este último, e os Atos Provisória permitiu aos estados computá-las no limite aplicável de pagamento de 13% da RLR.

Ao final do processo, no início dos anos 90, o montante total da dívida dos estados brasileiros refinanciado pelo governo federal sob a Lei 9.496/97 e PROES atingiu R 110,5 bilhões dólares, correspondendo a 11,7% do produto interno bruto (PIB) .

Em 20 de setembro de 1996, o Estado do Rio Grande do Sul eo governo federal do Brasil assinaram um protocolo de intenção de refinar a dívida pública em títulos ea dívida do Estado com a Caixa Econômica Federal.

Finalmente, em 15 de abril de 1998, o Contrato de Confissão, Promessa de Assunção Consolidação e Refinanciamento de Dívidas (Contrato n 014/98/STN/COAFI) foi assinado, apoiado pela Lei Federal 9.496/97, de 11 de setembro, 1997 , e pela Resolução 104/96 do Senado não. Por este contrato, o governo federal assumiu toda a dívida representada por títulos emitidos pelo Estado e os contratos entre o Estado ea Caixa Econômica Federal, totalizando R 9,427 bilhões dólares. Descontando uma subvenção de R 1,645 bilhões dólares, o total da dívida refinanciada do Estado atingiu R 7,782 bilhões dólares.

De acordo com o Contrato, o Estado deve pagar a nova dívida com o governo federal em 360 pagamentos sucessivos em uma base mensal, onde as prestações são calculadas na base do Sistema Price (nível), mas os pagamentos estão limitados a 13% receita líquida do Estado ("Receita Líquida Real"). Se as parcelas excederem o limite de 13%, o excesso deve ser separado e ser acumulado, a ser pago nos períodos a frente em que as parcelas calculadas começar a ser menos do que o pagamento limitado. Se, eventualmente, após 360 pagamentos mensais, a dívida persiste devido à aplicação do gasto limitado de 13%, a dívida pode ser refinanciada em até 120 parcelas mensais e sucessivas, incorrendo os mesmos encargos do refinanciamento inicial.

As condições específicas determinadas foram: (i) de juros real anual de 6% e (ii) um sistema de indexação da dívida com base na variação do índice de preços do IGP-DI (Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna) calculado pela Fundação Getúlio Vargas .

Junto com estas condições, a Cláusula 16 do Contrato determinou a obrigação que o Estado, até saldar a nova dívida, deve cumprir com compromissos e metas incluídas em um programa a ser estabelecido em acordo com o governo federal, o Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal (PAF). Este Programa, relacionados ao desempenho fiscal, governança e sustentabilidade da dívida deve ser reavaliado anualmente, e deve conter metas e compromissos em relação a:

- Relação da dívida sobre a Receita Líquida real (RLR);
- Saldo primário;
- Despesas com servidores públicos;
- arrecadação própria;
- reforma do Estado, ajuste patrimonial e alienação de propriedade, e
- Despesas de Investimento

No contexto do Programa de Incentivos à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), o Estado do Rio Grande do Sul e o governo federal celebraram o PROES-RS, que consiste de um empréstimo com a finalidade de limpeza e melhoria dos saldos financeiros das instituições do sistema financeiro do Estado, incluindo o banco estatal, o Barrisul SA, ea transformação da SULCAIXA em uma agência de fomento.

A Tabela 1.1 mostra os dados do estoque da dívida do Rio Grande do Sul constituído pelo refinanciamento originado pela Lei 9.496/97 e do PROES, durante o período de 1998 e 2010. A parcela denominada "resíduo" é apresentada na segunda coluna, ea relação entre "resíduo" e a dívida total, em porcentagem, é apresentado na terceira coluna. No final de 2010, a relação por cento do "resíduo" chegou a 40%.

Como mencionamos, a nova dívida do contrato de refinanciamento sob a Lei 9.496/97 apresenta uma característica especial, o da acumulação de "resíduo". Se cada parcela - calculada na base do Sistema Price (nível), uma taxa de juros de 6% ao ano e um sistema de indexação com base no IGP-DI - supera o limite de 13% da Receita Líquida real (RLR), a diferença restante vai para uma conta residual. Esta conta residual cresce sistematicamente, enquanto parcelas calculadas persistem acima de 13% da RLR, produzindo novas incorporações para essa conta. Além disso, a conta residual por si só aumenta porque acumula uma taxa de juros de 6% ao ano e variação do índice de preços do IGP-DI.

Tabela 1.1 - A Dívida do Rio Grande do Sul da Lei 9.496/97 e PROES - 1998-2010

UNITS OF R\$

YEAR*	TOTAL DEBT	RESIDUE	RESIDUE/TOTAL DEBT
1998	9,566,256,666	322,058,765	3.37%
1999	11,781,038,711	873,261,287	7.41%
2000	13,416,675,967	1,098,681,684	8.19%
2001	15,189,725,398	1,715,715,843	11.30%
2002	19,102,094,954	2,785,197,980	14.58%
2003	21,209,776,955	3,842,412,341	18.12%
2004	24,158,995,691	5,216,711,406	21.59%
2005	25,793,127,894	6,434,019,866	24.94%
2006	27,675,714,196	7,746,866,498	27.99%
2007	30,041,353,684	9,280,004,839	30.89%
2008	33,903,392,224	11,485,284,579	33.88%
2009	33,759,526,401	12,359,312,810	36.61%
2010	37,040,476,306	14,884,369,202	40.18%

* Os valores da dívida correspondem aos valores do final de cada período.

A Tabela 1.2 mostra uma imagem dos pagamentos do refinanciamento da dívida, bem como a transferência anual para a conta residual, que ocorreu nos últimos seis anos. Como as parcelas ultrapassaram o limite de pagamento, uma quantidade significativa vai para o "resíduo". Nesse meio tempo, o "resíduo" em si tem sido capitalizados por juros de 6% ao ano.

Quadro 1.2 - Pagamentos da Dívida da Lei 9.496/97 e PROES

THOUSANDS OF R\$

PARCELS / YEARS	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PRESTAÇÕES CALCULADAS	1,439,686	1,496,515	1,577,247	1,753,187	1,799,490	1,880,763
PAGAMENTOS LIMITADOS A 13% DA RLR	822,266	989,760	1,119,155	1,275,832	1,432,744	1,579,724
TRANSFERÊNCIAS PARA "RESIDUE"	617,420	506,755	458,092	477,355	366,746	301,039
JUROS CAPITALIZADOS NA CONTA "RESIDUO"	350,221	420,959	506,559	628,244	716,466	816,042

Pagamentos nesta tabela correspondem apenas à parte intralimite dessas dívidas.

No que diz respeito Tabela 1.2, observa-se dois aspectos importantes. Embora uma boa parte das parcelas ainda foram transferidos para "resíduo", a tabela mostra uma clara tendência descendente. Por outro lado, os juros capitalizados na conta de "resíduo" sobe ao longo do período, uma vez que o saldo da conta aumenta ao longo do tempo.

As causas mais importantes para o aumento nominal da dívida da Lei 9.496/97 e PROES são: (i) a variação nominal de acordo com o índice geral de preços (IGP-DI), que é aplicado mensalmente sobre a dívida, e (ii) as transferências para a conta residual, e os juros sobre essa conta, já que o juro não é pago, mas é adicionado à conta residual.

A dívida refinanciada sob a Lei 9.496/97 e PROES corresponde a aproximadamente 91% de todas as dívidas pendentes do Rio Grande do Sul. Portanto, muita atenção tem sido dada ao seu desempenho, uma vez que é decisivo em todas as análises de sustentabilidade da dívida. A mais recente análise da sustentabilidade da dívida elaborado pela Divisão da Dívida Pública do Rio Grande do Sul concentra-se na extensão da conta residual, que resultará em 2028. De acordo com o Contrato, nesse ano, o "resíduo" será refinanciado por mais dez anos, e os pagamentos serão calculados exclusivamente com base na Tabela Price. Assim, quanto maior o "resíduo" vai ficar até 2028, o maior será a parcela de pagamento da dívida, posteriormente, em relação às receitas do Estado.

Com o uso de um modelo abrangente da dívida do Estado e projeções de longo prazo para a receita do Estado, a Divisão da Dívida Pública pode prever o desequilibrar da "resíduo" naquele ponto futuro, assumindo diferentes taxas de crescimento para a RLR. Na tendência mais provável, a RLR vai crescer 3% ao ano, ea conta de resíduo será de aproximadamente R\$ 20

bilhões. Em um cenário mais pessimista, a RLR vai crescer 2,5% ao ano, ea conta de resíduo somará R \$ 23 bilhões em valor real. Nessas duas hipóteses, a parcela do serviço da dívida em relação à RLR depois de 2028 será inferior a 13%.

Em relação aos compromissos e metas do Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal (PAF), o Estado tem cumprido as suas cláusulas principais. O compromisso principais relacionadas com a dívida, que é a relação da dívida sobre o RLR, está lentamente diminuindo ao longo do tempo. Mesmo que todos os pagamentos e compromissos relacionados com o serviço da dívida foram cumpridos, a proporção da dívida sobre o RLR aumentou em alguns anos, como podemos observar no Gráfico 1.2. Isto não é por causa de uma falha na gestão da dívida ou na gestão fiscal do Estado, mas por causa de mudanças nos resultados do IGP-DI e RLR no período. De acordo com a trajetória considerados no PAF, uma relação da dívida sobre o RLR abaixo dos 2 será alcançado em 2016, e uma relação inferior a 1 será alcançada muito mais tarde em 2026.

Gráfico 1.2 - A relação dívida / Receita Líquida Real (RLR) - 1998-2010



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

CAPÍTULO 2

POR QUE AS CONDIÇÕES DO CONTRATO SE TORNARAM EXCESSIVAMENTE PESADAS E PORQUE DEVEM MUDAR

Neste capítulo, vamos tentar explicar por que algumas condições contratuais que poderiam ser considerados em um nível razoável no final dos anos 90, hoje estão excessivamente pesadas. Especificamente, é porque uma grande variedade de fatores no ambiente econômico e institucional no Brasil mudaram desde então. Além disso, vamos tentar explicar que uma mudança de algumas cláusulas são necessárias, a fim de evitar alguns desajustes, para promover uma relação mais eqüitativa entre os níveis da federação, e para encorajar um crescimento econômico mais rápido promovido pelos novos investimentos em infra-estrutura em nível estadual .

Vamos começar a mencionar o sistema de metas de inflação que foi implementado em 1999. Pelo Decreto Presidencial n ° 3,088, de 21 de junho de 1999, o sistema de metas de inflação foi estabelecido como diretriz para o regime de política monetária. Por este sistema, o Banco Central deve tomar todas as medidas necessárias na área monetária para garantir o cumprimento na economia de uma taxa predeterminada de inflação, em um intervalo especificado de tolerância, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A Resolução n ° 2.615, de 30 de junho de 1999, do Conselho Monetário Nacional (CMN) estabeleceu o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como índice de inflação a ser utilizada no sistema de metas de inflação, e fixou as metas de inflação para 1999, 2000 e 2001 da seguinte forma:

- 1999: meta de inflação de 8%, com um intervalo de tolerância de 2%
- 2000: meta de inflação de 6%, com um intervalo de tolerância de 2%
- 2001: meta de inflação de 4%, com um intervalo de tolerância de 2%

O IPCA é calculado por uma organização governamental, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), desde 1979. O IPCA mede a variação dos preços ao consumidor em 11 regiões metropolitanas (Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, Brasília e Goiânia), e reflete variações de preço em uma cesta típica de bens que as famílias com faixa de renda entre 1-40 salários mínimos consomem.

A adoção do IPCA como a meta de inflação pelo governo foi um marco para a economia. Como o IPCA passou a ser aceito como o índice "oficial", ele desempenhou um papel de ofuscar outro índice conhecido. Até então, as principais referências econômicas para os preços eram o Índice Geral de Preços (IGP) da Fundação Getúlio Vargas, um instituto privado sediado no Rio de Janeiro. O IGP-DI eo IGP-M costumavam ser as referências macroeconômicas generalizado para variações de preços e amplamente utilizado em contratos como referência para as revisões de preços.

O IGP foi concebido no final dos anos 1940 para ser uma medida ampla do movimento dos preços. Assim, eles foram projetados para compreender não só as diferentes atividades econômicas, mas as distintas fases do processo produtivo. Desta forma, o IGP poderia ser usado como um deflator da evolução atividade empresarial. O IGP é a média aritmética ponderada de três outros índices de preços: o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC). O peso de cada índice corresponde à sua contribuição na despesa bruta interna, resultando na seguinte distribuição:

- 60% para o IPA;
- 30% para o IPC;
- 10% para o INCC

Além disso, o IGP apresenta três versões com coleta de preços encadeadas, cada um dependendo do período de coleta: o IGP-DI, o IGP-M e o IGP-10.

A Tabela 2.1 mostra a evolução do IGP-DI e do IPCA desde 1998, e revela a evolução diferente, tomada por estes dois índices.

Tabela 2.1 - Variações anuais e índices Base do IGP-DI e IPCA - 1997-2011

	IGP-DI annual change%	IGP-DI (Dec. 1997=100)	IPCA annual change%	IPCA (Dec. 1997=100)
1997		100.00		100.00
1998	1.70	101.70	1.65	101.65
1999	19.98	122.02	8.94	110.74
2000	9.81	133.99	5.97	117.36
2001	10.40	147.92	7.67	126.36
2002	26.41	186.99	12.53	142.20
2003	7.67	201.33	9.30	155.42
2004	12.14	225.77	7.60	167.24
2005	1.22	228.53	5.69	176.75
2006	3.79	237.20	3.14	182.30
2007	7.89	255.92	4.46	190.43
2008	9.10	279.20	5.90	201.67
2009	-1.43	275.21	4.31	210.36
2010	11.30	306.31	5.91	222.79
2011*	4.72	320.77	5.43	234.89

* Até outubro de 2011.

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IBGE e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

O aumento muito maior no IGP-DI em relação ao IPCA é impressionante. Enquanto o IPCA aumentou 2,35 vezes, o IGP-DI aumentou 3,2 vezes no período. Além disso, o IGP-DI tem sido muito mais volátil, com um desvio padrão de 7,2%, enquanto o IPCA apresentou um desvio padrão de apenas 2,7%.

Por trás desta diferença, reside a diferença na metodologia. Enquanto o IGP-DI é fortemente influenciada pelo setor de preços no atacado, o IPCA só

incide sobre os preços ao consumidor. E algumas opiniões indicam que o IGP-DI tem sido influenciada pela tendência de aumento nos preços das commodities de exportação no período muito mais do que o IPCA.

Algumas críticas surgiram sobre o uso ainda grande do IGP em contratos, como o argumento de que o IGP não representa a inflação "real" para as famílias no mercado doméstico, mas é em grande parte influenciado pelos preços no mercado internacional.

Paulo Rabello de Castro, em um artigo na Folha de São Paulo (19/03/2003), argumentou que, especialmente após a mudança do regime cambial em 1999, os preços no atacado foram capazes de desligar-se amplamente a partir dos preços do setor de varejo. Porém, os contratos negociados desde então entre os agentes privados, ou entre particulares e governos - no caso de contratos públicos de serviços -, ou entre diferentes níveis de governo - o caso da federalização das dívidas estaduais -, têm o IGP como referência. Esta relação tem sido perversa para a parte devedora, já que o IGP carrega 60% da influência dos preços por atacado. Ele argumenta, por isso, que o IGP está a levar a uma distorção importante como uma medida da inflação geral, e assim deve ser "aposentado com glória".

Na mesma linha, Roberto Macedo, em O Estado de São Paulo (27/03/2003), opinou que é urgente reparar o IGP ou o seu emprego. Alguns bens que são medidos pelo IPCA estão sendo reajustados pelo IGP, em seguida, levando a uma maior inflação medida pelo anterior, que é o índice que orienta a política de metas de inflação do Banco Central. Posteriormente, o Banco Central eleva a taxa de juros mais do que deveria para combater a inflação. Como consequência, ocorrem ganhos indevidos, favorecendo os investidores financeiros com ativos ligados ao IGP, enquanto que as dívidas dos estados, também indexados ao IGP, aumentam mais do que o aumento das receitas fiscais. Roberto Macedo conclui, fazendo referência à superação do limite legal de endividamento do Estado de São Paulo, que não deve ser considerado um caso de irresponsabilidade fiscal do governo do Estado, mas um caso de "irresponsabilidade de indexação", em que a legislação abençoa o uso de um índice distorcido e cujo criador não repara.

Estes dois economistas de renome defendem que o IGP está distorcendo e não é mais um índice justo e, portanto, eles sugerem que seja aposentado ou reformado.

As consequências para os estados brasileiros derivados da utilização deste índice são enormes. Portanto, esta discussão deve ser muito importante em qualquer debate sobre o federalismo, os programas de ajuste fiscal e programas de desenvolvimento econômico.

Quão alto seria a dívida dos estados hoje, se o índice, desde a assinatura dos contratos, teria sido o IPCA em vez do IGP-DI? Seria certamente muito menor do que é.

De acordo com um exercício numérico feito pela Divisão da Dívida Pública do Rio Grande do Sul, se fosse o IPCA em vez do IGP-DI o índice contratual aplicada sobre a dívida, considerando os pagamentos já efectuados inalterados, haveria uma diferença de R\$ 13,4 bilhões dólares no estoque da dívida, de modo que o débito real seria 36% a menos. Isso porque o montante total da variação inflacionária seria menor e, conseqüentemente, o total de juros aplicada também.

Tabela 2.2 - Variação inflacionários e juros sobre a dívida da Lei 9,496 e PROES do Rio Grande do Sul, considerando o IGP-DI ou o IPCA - 1998-2010

MILHARES DE R\$

INFLATIONARY VARIATION + INTEREST IN THE PERIOD 1998-2010		
IGP-DI (A)	IPCA (B)	DIFFERENCE (A-B)
40,000,823	26,608,923	13,396,900

A economia brasileira tem experimentado na última década um cenário macroeconómico com muito mais estabilidade do que costumava ter no passado. O país alcançou uma taxa de inflação mais gerenciável. Durante vários anos ele foi dentro do intervalo do sistema de metas de inflação - o alvo foi de 4,5% nos últimos anos. A moeda brasileira flutua de acordo com o regime de câmbio flexível, e não sofreu nenhuma ameaça séria. Na verdade, ele vem experimentando uma ligeira apreciação gradual em relação ao dólar. Mesmo no auge da crise econômica mundial em 2008, apesar de um movimento de rotação em direção a depreciação, nenhuma ameaça de uma crise cambial foi considerado. Brasil acumulou reservas internacionais de US \$ 350 bilhões (www.bcb.gov.br, 26/09/2011), portanto, tem sido capaz de evitar ameaças significativas na moeda. Além disso, o Brasil tem sustentado bons desempenhos na balança comercial, no crescimento da actividade económica e no caminho da relação dívida / PIB.

Tudo isso tem melhorado significativamente a percepção do sistema externo sobre os fundamentos da economia brasileira. Este melhor percepção tornou possível para o Brasil a emissão no mercado externo, pela primeira vez, em setembro de 2005, títulos de dívida soberana denominada em moeda brasileira, o Real. O Tesouro Nacional realizou, desde 2005, nove emissões de sucesso de títulos brasileiros em reais. De acordo com a Tabela 2.3, o cupom foi fixado em 10,25% ao ano, e os rendimentos estimados para a maturidade foram inferiores a 9% ao ano, nos últimos três emissões no mercado externo de títulos brasileiros denominados em reais.

Como uma conquista notável, em abril de 2008, a agência Standard & Poors elevou o rating do Brasil de BB + para BBB-, sobre a dívida a longo prazo do país em moeda estrangeira, e recebeu uma classificação de crédito como de "grau de investimento" pela primeira vez. O aumento no ranking de crédito brasileiro para "grau de investimento" foi seguido pelas agências Fitch (Maio, 2008) e Moody (setembro de 2009).

Tabela 2.3 – Títulos da Dívida Externa em moeda brasileira (Reais do Brasil) - Características das Emissões Voluntárias

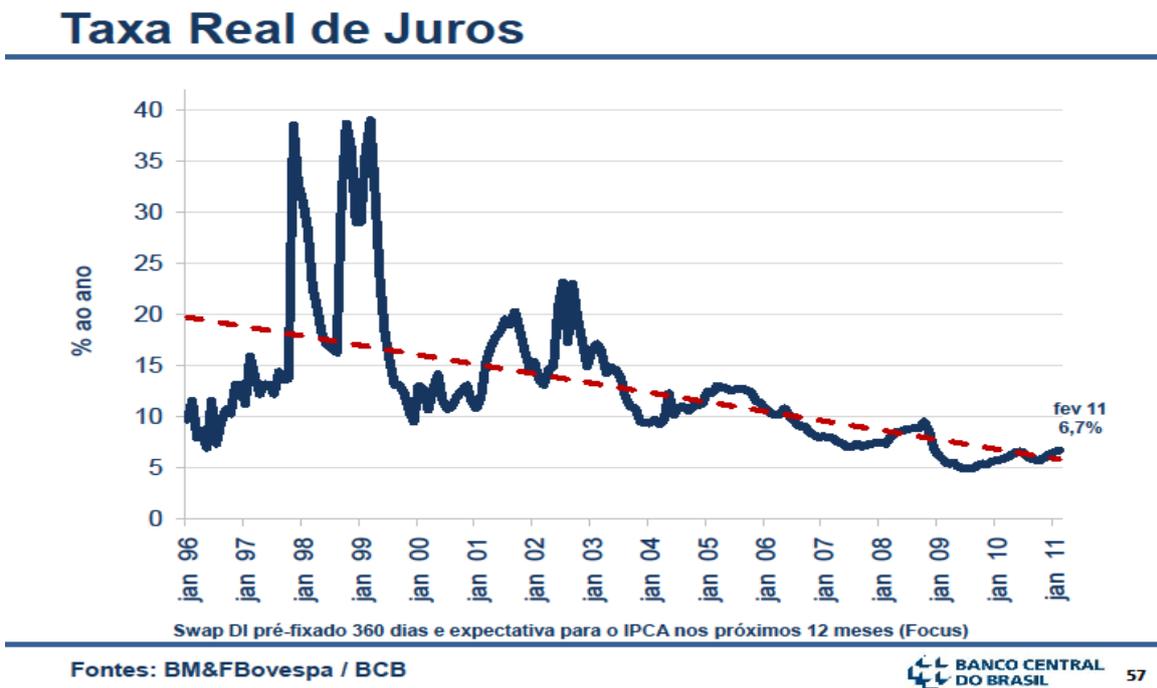
BONDS	Settlement Date	Maturity Date	Manager(s)	Volumes Original Currency	Tenor (years)	Coupon		Yield % per year
						% per year	Frequency	
Global BRL 2016	26.09.2005	05.01.2016	J.P. Morgan Securities Inc. Goldman Sachs & Co	3.400.000.000	10 anos	12,500%	semestral	12,750
Global BRL 2022	13.09.2006	05.01.2022	Citigroup Global Markets Inc. J.P. Morgan Securities Inc.	1.600.000.000	15 anos	12,500%	semestral	12,875
Global BRL 2022 (Reop.)	13.10.2006	05.01.2022	Merrill Lynch UBS Securities LLC	650.000.000	15 anos	12,500%	semestral	12,466
Global BRL 2022 (Reop. 2)	11.12.2006	05.01.2022	Morgan Stanley & Co. Goldman Sachs & Co	750.000.000	15 anos	12,500%	semestral	11,663
Global BRL 2028	14.02.2007	10.01.2028	J.P. Morgan Securities Inc. UBS Securities LLC	1.500.000.000	21 anos	10,250%	semestral	10,680
Global BRL 2028 (Reop.)	27.03.2007	10.01.2028	Citigroup Global Markets Inc. Barclays Capital Inc.	750.000.000	21 anos	10,250%	semestral	10,279
Global BRL 2028 (Reop. 2)	17.05.2007	10.01.2028	Deutsche Bank Securities Inc. HSBC Securities (USA) Inc.	787.500.000	21 anos	10,250%	semestral	8,938
Global BRL 2028 (Reop. 3)	26.06.2007	10.01.2028	J.P. Morgan Securities Inc. Credit Suisse Securities (USA) LLC	750.000.000	21 anos	10,250%	semestral	8,626
Global BRL 2028 (Reop. 4)	27.10.2010	10.01.2028	Deutsche Bank Securities Inc. Barclays Capital Inc.	1.100.000.000	17 anos	10,250%	semestral	8,850

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN) (www.tesouro.fazenda.gov.br).

Este bom quadro tem impactado o nível de taxas de juros reais domésticas também. O Banco Central do Brasil tem administrado a taxa básica de juros da economia - Selic - para conseguir baixas taxas de inflação dentro dos limites do sistema de metas de inflação. A taxa de juros real na economia é a taxa de juros nominal (Selic) menos a inflação. O presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, em uma apresentação à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado (CAE), em 22 de março de 2011, apresentou o slide abaixo (Gráfico 2.1), que mostra o caminho que a taxa de juros real em Brasil tem vindo a seguir. Como podemos observar, a taxa de juros real foi diminuindo gradualmente desde o ascendente "choques Selic" em 1998 e 1999. Este movimento é lento, mas claramente para baixo, e há uma tendência para a taxa de juros real da economia no futuro próximo para ficar abaixo de 6% ao ano. Na verdade, como iremos explorar um pouco à frente, os títulos curto e longo prazo do Tesouro já estão pagando menos do que 6% ao ano.

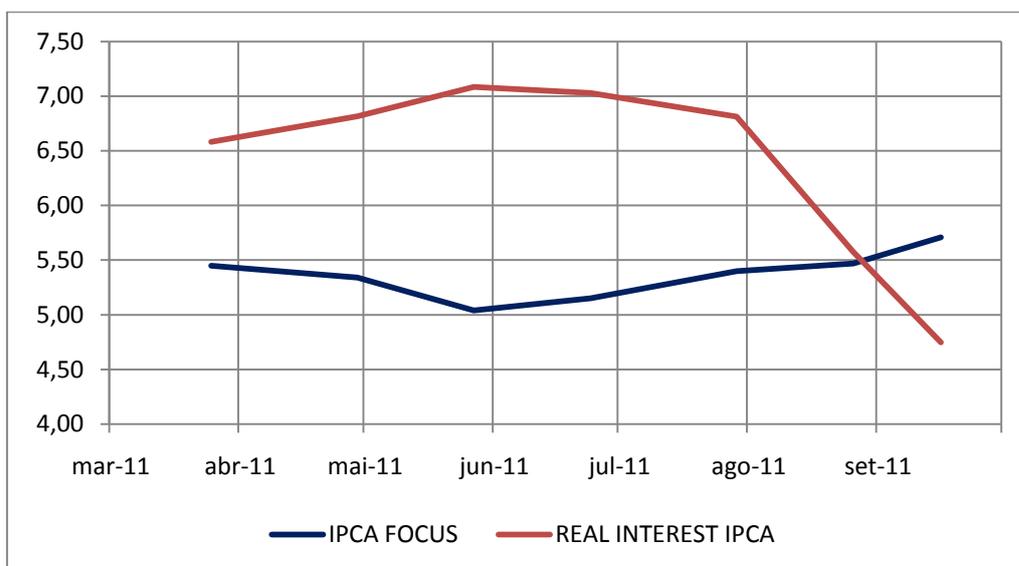
A fim de obter as informações mais recentes sobre a taxa de juros real no Brasil, comparamos os dados de expectativas para o IPCA para os próximos 12 meses a partir do Relatório Focus (www.bcb.gov.br), e os dados para swaps de contas anuais taxa de juros - DI vs pré-fixadas, de Bolsa Mercantil & de Futuros (www.bmf.com.br). Os swaps nos dão a expectativa do mercado para a taxa de juro nominal para os próximos 12 meses. Diferenças entre as taxas de swap e as expectativas para a inflação irá resultar na taxa de juros real. Os resultados são plotados no Gráfico 2.2. Os swaps de taxas de juros caíram muito recentemente e, portanto, a taxa de juros real, que resulta principalmente da decisão do COPOM (Comitê de Política Monetária) de reduzir a Selic para 12% ao ano na última reunião em 30 de agosto e 31 de 2011. De acordo com este método, hoje o Brasil apresenta taxas anuais de juros real abaixo de 5%.

Gráfico 2.1 - Trajetória da Taxa de Juros Real - Banco Central do Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil, apresentação do Sr. Alexandre Tombini na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado de 22 de março de 2011.

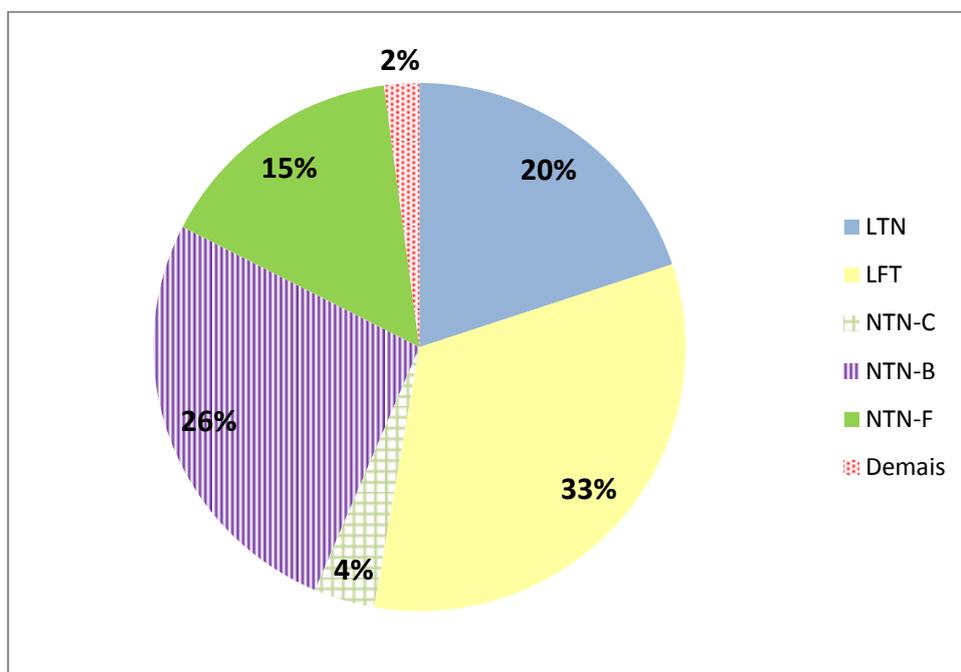
Gráfico 2.2 - Expectativas para o IPCA anual e Taxas de Juros Real em%



Esta situação esperançosos têm levado alguns autores a questionar o futuro do acordo da dívida dos estados em um cenário econômico possível para esta década de um período prolongado de taxas de juros reais de 4% ou 5% ao ano, em que os Estados estariam em uma boa condição para pedir revisão de cláusulas (Giambiagi, Blanco e Ardeo, 2008).

A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) é a entidade responsável pela gestão da dívida pública federal no Brasil. No mercado doméstico, STN gerencia um conjunto de três tipos principais de títulos. O primeiro tipo de títulos é chamado de LFT, um título vinculado à Selic, que paga juros no valor correspondente a variação da Selic até sua maturidade. O segundo tipo de títulos são os títulos prefixados e são chamados de LTN e NTN-F, que paga os juros negociados no momento da emissão desses títulos. O terceiro tipo de título é chamado de NTN-B, que é ajustado por um índice de preço - o IPCA - e paga na sua maturidade a variação do IPCA mais uma taxa de juro negociada no momento da compra. A dívida federal interna total no mercado, de R\$ 1,676 trilhões, é representada entre estes diferentes tipos de títulos conforme mostrado no Gráfico 2.3.

Gráfico 2.3 - Dívida Pública Mobiliária Federal interna total - títulos em Mercado



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN), dados de julho de 2011 (www.tesouro.fazenda.gov.br).

Cerca de 4% da dívida federal interna no mercado - R\$ 62 bilhões - ainda é representado por NTN-C, uma espécie de título ajustado pelo IGP-M, que STN emitiu até 2006. Estes títulos foram os únicos referenciado por um índice de preços, até 2004, quando a STN introduziu a NTN-B, os títulos do governo ajustado pelo IPCA. Desde então, novas emissões de NTN-C foram

gradualmente substituídos por novas emissões de NTN-B. A STN decidiu não emitir NTN-C mais, e em dezembro de 2006 eles lançaram a última série desse título. Por trás dessa decisão foi o desejo do governo federal de, depois de introduzir o IPCA como referência do sistema de metas de inflação e da política monetária, substituir o IGP para o IPCA como o índice usual para ajustar contratos e ativos financeiros. Algumas pessoas dizem que esta foi uma evidência clara de reconhecimento governamental da inadequação do IGP como uma boa medida da inflação. A adoção do índice de preços ao consumidor como referência para ajustes de títulos do governo ", a propósito, é observado pelo Tesouro dos Estados Unidos (Treasury Inflation-Protected Securities) e pelo Tesouro Inglês (Index-Linked Treasury Stock).

O que gostaríamos de destacar aqui é a diminuição da rentabilidade até o vencimento de obrigações do Tesouro ao longo deste último período. Alguém que vá consultar o site do "Tesouro Direto", um local de negociação direta do público de obrigações do Tesouro com a STN, é capaz de verificar o rendimento até o vencimento de obrigações, como se segue. Quadro 2.4 foi extraído a partir deste site em 24/11/2011. De acordo com esta tabela, o rendimento até o vencimento de NTN-B são, em geral entre 5% e 6%, chegando a até menos de 5% para obrigações de curto prazo.

Tabela 2.4 - Preços e Tarifas de Obrigações do Tesouro disponíveis para compra

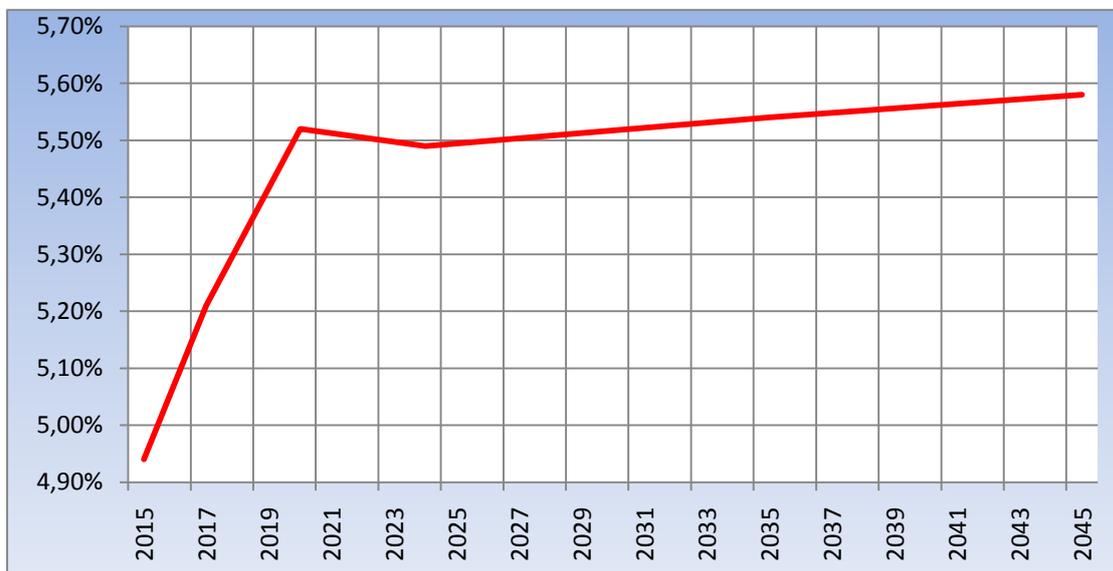
Título	Vencimento	Taxa(a.a.)		Preço Unitário Dia	
		Compra	Venda	Compra	Venda
Indexados ao IPCA					
NTNB Principal 150515	15/05/2015	4,99%	-	R\$ 1.765,67	-
NTNB 150515	15/05/2015	4,94%	-	R\$ 2.162,39	-
NTNB 150517	15/05/2017	5,21%	-	R\$ 2.171,06	-
NTNB 150820	15/08/2020	5,52%	-	R\$ 2.193,27	-
NTNB 150824	15/08/2024	5,49%	-	R\$ 2.221,97	-
NTNB Principal 150824	15/08/2024	5,54%	-	R\$ 1.055,06	-
NTNB 150535	15/05/2035	5,54%	-	R\$ 2.221,63	-
NTNB Principal 150535	15/05/2035	5,59%	-	R\$ 585,68	-
NTNB 150545	15/05/2045	5,58%	-	R\$ 2.229,40	-
Prefixados					
LTN 010113	01/01/2013	9,82%	-	R\$ 902,15	-
LTN 010114	01/01/2014	10,26%	-	R\$ 814,30	-
LTN 010115	01/01/2015	10,65%	-	R\$ 730,19	-
NTNF 010117	01/01/2017	11,06%	-	R\$ 1.000,47	-
NTNF 010121	01/01/2021	11,25%	-	R\$ 973,02	-
Indexados à Taxa Selic					
LFT 070315	07/03/2015	0,00%	-	R\$ 4.968,85	-
LFT 070317	07/03/2017	0,00%	-	R\$ 4.968,85	-

Atualizado em: **24-11-2011 18:09:37**

Source: National Treasury Secretariat (www.tesouro.fazenda.gov.br).

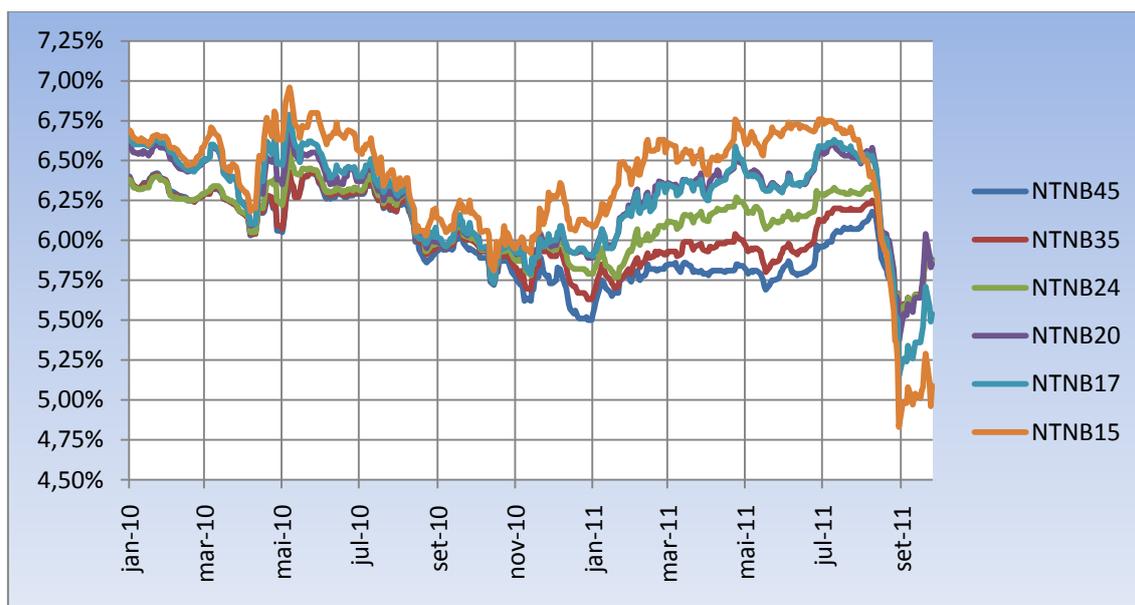
No Gráfico 2.4 foram utilizados dados da Tabela 2.4 para descrever a estrutura a termo da taxa de juros e descrever a curva de juros para os títulos ligados IPCA - a NTN-B.

Gráfico 2.4 - A curva de rendimentos das NTN-B



O Gráfico 2.5 mostra a faixa de rendimentos até o vencimento para os investidores que foi observado em títulos negociados no período de 2010 e 2011 (até setembro) para NTN-B com diferentes tempos de maturação (NTNB45, por exemplo, é uma NTN-B com vencimento em 2045).

Graph 2.5 – Yields to Maturity for NTN-B of Different Maturities – 2010-2011



Elaborado pelo autor com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (www.tesouro.fazenda.gov.br).

Nós acreditamos que a partir desta análise que o custo de títulos federais do Tesouro estão abaixo do IPCA mais 6% ao ano. Eles estavam em uma clara tendência descendente em 2010, mas sofreu um aumento em 2011, até julho, e em agosto eles caíram rapidamente especialmente devido ao corte inesperado pelo COPOM (Conselho de Política Monetária) da taxa básica de juros - SELIC - que caiu para 12% ao ano. Devemos examinar com cuidado a partir de agora os movimentos de variáveis implícitas aqui, mas temos muitas razões para acreditar que os rendimentos nos títulos do Tesouro permanecerá abaixo de 6% ao ano, e continuará a diminuir gradualmente no médio e longo prazo.

Durante essas mudanças, as taxas de juros na economia internacional têm sido notavelmente baixa. A partir da eclosão da crise financeira mundial em setembro de 2008, a Libor em dólar (taxa de juros flutuante no mercado interbancário de Londres) caiu em relação ao nível de 4% ao ano para menos de 1% ao ano, em um intervalo de poucos meses, e por mais de dois anos foi inferior a 0,5% por ano. Atualmente, a Libor para empréstimos em dólar de 1 e 3 meses são cotados em 0,24% e 0,37% ao ano.

Estas taxas de juro muito baixas resultado das políticas dos bancos centrais nos países desenvolvidos, notadamente nos Estados Unidos, para fornecer liquidez ao sistema, a fim de reagir à desaceleração da economia. A atividade econômica nos Estados Unidos ainda é muito fraco, apesar de todas as medidas tomadas. Um sinal de advertência para a Europa tem sido colocada, uma vez que o risco de inadimplência em alguns países da zona Euro tem contribuído para um prognóstico de uma recessão prolongada. O Federal Reserve dos Estados Unidos anunciou recentemente medidas importantes - "Operação Twist" - para assegurar que as taxas de juros baixas no presente continuará por longos períodos, por meio da gestão de títulos do Tesouro de curto e longo prazo, e hipotecas (The Wall Street Journal, 21 de setembro de 2011). Então, tendemos a afirmar que as baixas taxas nos principais mercados internacionais vai prevalecer para os próximos anos.

O Estado do Rio Grande do Sul, com a intenção de tirar vantagem das taxas de juros mais baixas no mercado internacional, foi bem-sucedida em setembro de 2008, na obtenção de um empréstimo internacional com o Banco Mundial de US\$ 1,1 bilhões, a fim de reestruturar a parte de sua carteira de dívida. Este foi o primeiro empréstimo tomado por qualquer Estado ou unidade subnacional no Brasil para uma operação de reestruturação da dívida após o lançamento da Lei de Responsabilidade Fiscal. Esta operação de reestruturação da dívida foi enquadrado no âmbito do 7 § °, do artigo 7 °, da Resolução do Senado 43/2001. Os principais objetivos do Rio Grande do Sul foram suavização no pagamento da dívida concentrada no período 2008-2012, a extensão do prazo médio da dívida e substituição de dívidas com alta taxa de juros por dívidas com menor taxa de juros.

Através deste processo de reestruturação da dívida, implementado entre 2008 e 2010, e composto por duas parcelas principais (USD 650 milhões lançado em setembro-outubro de 2008, e USD 450 milhões lançado em agosto 2010), Rio Grande do Sul pôde pagar, entre outros dívidas, uma pequena parte

da dívida com o governo federal sob a Lei 9.496/97. Assim, o Estado foi capaz de substituir uma dívida cara determinado pelas cláusulas financeiras da Lei 9.496/97 (IGP-DI mais 6% ao ano) por um outro determinado pela taxa Libor mais variação cambial.

Devido às diferenças nas taxas de juros, na moeda e no cronograma de reembolso, a Divisão da Dívida estima que o Estado incorreu em economia no fluxo de caixa da dívida até agora de R\$ 500 milhões com a substituição de dívidas. Este resultado até agora tem sido bastante superar as estimativas originais produzido durante o período de concepção e de negociação antes de setembro de 2008. Além disso, foi estimado um ganho de valor presente de R\$ 670 milhões, ou seja, uma análise de valor presente usando referências de mercado para os ativos financeiros aplicados sobre o calendário de pagamentos dos empréstimos estimou um ganho de R\$ 670 milhões devido à as diferenças de propriedade nestas duas dívidas, a dívida deslocadas e as novas dívidas.

Devido à natureza sem precedentes desta operação, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) emitiu a Nota Conjunto n ° 22/2008/STN, determinando as seguintes premissas básicas para a análise dos processos de reestruturação / recomposição de dívidas:

a) o montante do empréstimo para as operações de reestruturação da dívida serão utilizados exclusivamente para a redução ou o pagamento das dívidas existentes; b) o valor presente (PV) da dívida reestruturada deve ser inferior ou igual ao valor presente da dívida anterior, e um nível de risco prudente deve ser preservada; c) o processo de reestruturação deve ser usado para o pagamento do principal das dívidas; d) o novo empréstimo não terá quaisquer períodos de carência, mas um cronograma de pagamento personalizado pode ser aplicada.

A experiência bem sucedida do Rio Grande do Sul neste processo tem incentivado outros estados brasileiros e municípios de grande porte para fazer operações semelhantes, e o próprio Estado está actualmente a considerar fazer um novo desenho para um novo empréstimo de reestruturação da dívida.

Será que a STN estará disposta a concordar com a substituição da dívida dos estados com o governo federal por novas dívidas com organismos multilaterais ou bancos privados, em uma escala maior?

Giambiagi, Blanco e Ardeo (2008) discutiu uma proposta de "recriação" de uma dívida estadual e municipal com o setor privado. Eles criaram uma engenharia financeira de swaps de bônus, em que uma nova dívida de estados e municípios seriam colocados com o setor privado, permitindo um achatamento dos pagamentos da dívida dos governos subnacionais. Eles argumentam que isso permitiria ao Tesouro Nacional a reduzir, simultaneamente, partes importantes de seu ativo representado pela dívida das unidades subnacionais, e seu próprio passivo representado por títulos de dívida, reduzindo a dívida federal bruta em até 12% do PIB, favorecendo a

percepção das agências de classificação de risco de crédito como a Standard & Poors, e favorecendo novas melhorias no rating do país.

Em Blanco et alli (2008), os autores vão mais longe ao propor uma solução abrangente de mercado para a dívida pública dos Estados, em que a estes seria permitido novamente emitir seus próprios títulos, garantidos por cauções - títulos do Tesouro Nacional - em um programa de cinco anos.

A maioria das análises sobre o programa de federalização da dívida dos estados sob a Lei 9.496/97 reconhece que este programa foi muito bem sucedida, contribuindo decisivamente para a estabilidade fiscal e econômica do país durante os últimos vários anos. Este programa melhorou as práticas fiscais e, conseqüentemente, a perspectiva fiscal, uma vez que os estados começaram a, sob o patrocínio dos programas anuais de metas de desempenho fiscal e de gestão acordados com STN, engendrar consecutivos superávits fiscais. Este quadro de controle fiscal foi reforçado pela Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada em 2000, através do qual, vários objectivos e limites rígidos para a condução fiscal de estados e municípios foram criados, enquanto que para o governo federal foi atribuído o papel de controle e inspeção . Os limites e metas fiscais da Lei de Responsabilidade Fiscal estão relacionados principalmente com: a trajetória de queda da dívida pública, medida pela dívida financeira em relação as receitas, a realização dos saldos primários positivos, a manutenção da folha de pagamento dos funcionários públicos sob limites, e a melhoria do nível de coleta de receitas próprias. Sob a Lei de Responsabilidade Fiscal, o governo federal não está permitido de refinanciar a dívida de entidades subnacionais. Esta Lei também impôs regras estritas para novos empréstimos, reforçando os limites existentes muito forte sobre os estados de ser financiado via endividamento.

Gostaríamos de salientar o apoio real fornecidas pelos Estados e municípios para a realização de superávits na balança das contas nacionais e ao processo de estabilização macroeconômica no Brasil, no âmbito deste quadro.

Os estados brasileiros recuperaram da crise financeira de 90 e se mudaram para uma condição mais sólida. Depois de cinco anos (1995-1999) de saldos primários negativos, atingindo o pico em 1997-1998, o saldo primário consolidado para os 27 estados tornaram-se consistentemente positivos depois de 2000, de acordo com Piancastelli e Boueri (2008), em um documento de discussão no qual os autores produziram um balanço abrangente da renegociação da dívida dos estados, dez anos após seu lançamento.

A Tabela 2.5 mostra o resultado primário do conjunto do setor público no Brasil no que se refere ao PIB nos últimos cinco anos. Os estados e municípios contribuíram para a realização do saldo primário consolidado do setor governamental em uma média de 25%. Isto significa que o resultado primário consolidado dos estados e municípios representou 0,86% do PIB, em média, neste período, de um resultado primário total do setor governamental consolidado de 2,94% do PIB.

Tabela 2.5 - Resultado Primário como Percentagem do PIB

	2006	2007	2008	2009	2010	AVERAGE
Public Sector Consolidated	3.2	3.3	3.4	2.0	2.8	2.94
Central Government	2.2	2.2	2.4	1.3	2.1	2.04
States	0.7	1.0	0.9	0.6	0.5	0.74
Municipalities	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.12
Government Owned Companies	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.08

Source: Bulletin of Central Bank of Brazil (2010).

Os Estados também foram inquestionavelmente bem sucedido na redução do crescimento anterior de seus débitos. A relação da dívida sobre a Receita Corrente Líquida (RCL) apresenta uma redução importante ao longo do tempo (Tabela 2.6). De acordo com Piancastelli e Boueri (2008), essa proporção diminuiu de 1,70 em 2000 para 1.43 em 2006. Apenas um estado realmente apresentou um aumento dessa taxa durante este período - Minas Gerais. Enquanto esta proporção em 2000 foi superior a 2,0 em sete estados, em 2006, apenas dois permaneceram acima deste nível - Alagoas e Rio Grande do Sul. De acordo com dados de 2010, no total, os estados reduziram ainda mais a relação dívida sobre RCL, que atingiu 1,12. Vinte reduziram esse índice abaixo de 1. No entanto, para os quatro estados mais endividados - São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul - esta relação ainda está acima de 1,5. A dívida total destes quatro estados alcança atualmente R\$ 311 bilhões e corresponde a mais de três quartos da dívida dos estados brasileiros.

Tabela 2.6 - relação entre a dívida sobre Receita Corrente Líquida (RCL) nos Estados brasileiros

R\$ milhões

STATES	2000	2006	2010		
	DEBT/RCL		DEBT	RCL	DEBT/RCL
AC	1.04	0.52	1,423	2,635	0.54
AL	2.23	2.22	6,799	4,223	1.61
AM	1.00	0.33	2,007	7,433	0.27
AP	0.05	0.11	449	2,494	0.18
BA	1.64	1.02	9,057	17,417	0.52
CE	0.87	0.60	2,680	9,571	0.28
DF	0.36	0.33	2,082	11,567	0.18
ES	0.98	0.34	1,416	8,329	0.17
GO	3.13	1.82	13,680	10,523	1.30
MA	2.58	1.15	4,398	6,766	0.65
MG	1.41	1.89	60,499	33,241	1.82
MS	3.10	1.81	6,335	5,193	1.22
MT	2.50	1.10	3,928	7,142	0.55
PA	0.57	0.44	2,610	9,000	0.29
PB	1.53	0.76	1,810	5,028	0.36
PE	0.86	0.67	4,799	12,305	0.39
PI	1.73	0.85	2,443	4,524	0.54
PR	1.29	1.26	15,130	17,000	0.89
RJ	2.07	1.72	53,953	34,585	1.56
RN	0.71	0.26	1,167	5,557	0.21
RO	1.11	0.72	2,010	3,722	0.54
RR	0.31	0.10	74	1,850	0.04
RS	2.66	2.53	43,437	20,298	2.14
SC	1.83	1.09	7,464	11,848	0.63
SE	0.88	0.57	1,541	4,670	0.33
SP	1.93	1.89	152,728	99,822	1.53
TO	0.35	0.13	635	3,969	0.16
AVERAGE	1.70	1.43	14,983	13,360	1.12

Source: Piancastelli and Boueri (2008) for data of 2000 and 2006. National Treasury Secretariat for data of 2010.

Outra abordagem importante a ser examinada, a fim de sublinhar o processo de ajuste tomadas pelos estados brasileiros, é a participação da dívida líquida total do setor público. Os estados brasileiros tiveram um papel fundamental na tendência de redução da relação dívida em relação ao PIB no setor público brasileiro nos últimos dez anos. No período 2001-2011, a dívida global do setor público caiu de 52% para 39,2% do PIB, e as dívidas dos governos estaduais diminuiu de 15,6% para 9,9% do PIB (Tabela 2.7). Assim, em termos de participação no PIB, os estados brasileiros reduziram a sua dívida por cerca de um terço, neste período. Podemos observar, porém, que essa queda foi mais rápido em outras dívidas do que no dívida renegociada sob a Lei 9.496/97 e Proes.

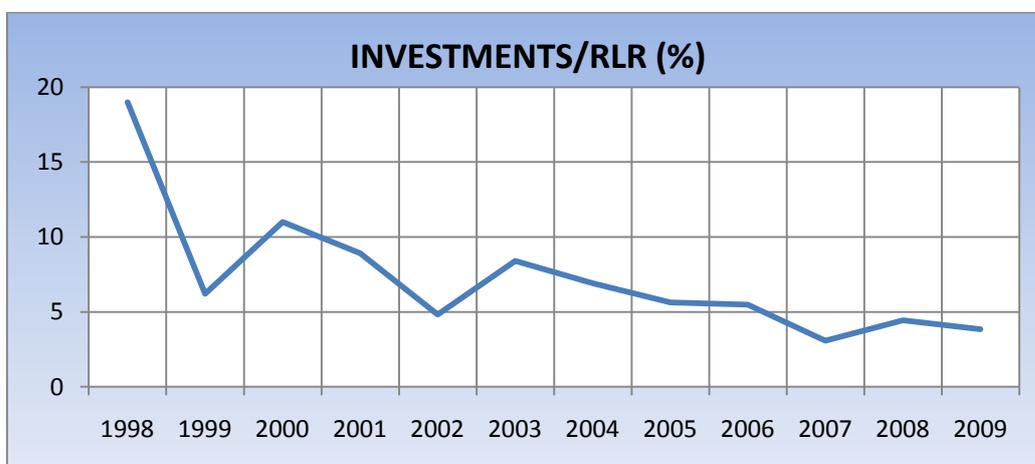
Tabela 2.7 - Dívida global do setor público no Brasil em relação ao PIB (%)

Discrimination	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 *
Total Net Debt (A)	52.0	60.4	54.8	50.6	48.4	47.3	45.5	38.5	42.8	40.2	39.2
Federal Government	32.2	38.3	34.4	31.4	30.7	30.7	30.4	25.1	30.5	28.4	28.1
Central Bank of Brazil	-0.6	-0.4	-0.3	-0.4	0.2	0.4	0.3	-1.1	-1.2	-1.2	-1.1
State Governments	15.6	17.5	16.4	15.8	14.2	13.4	12.2	11.9	11.0	10.5	9.9
Renegotiation (Law 9.496/97+Proes)	11,8	12.9	12.5	12.5	11.7	11.2	10.7	10.6	9.9	9.5	9.1
Renegotiation (Law 8.727/93)	2,0	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	0.5	0.4
Other Debts	1.7	2.7	2.2	1.8	1.2	1.0	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3
Municipalities	2.0	2.4	2.3	2.3	2.1	2.0	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
State Enterprises	2.8	2.6	2.2	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
Net Domestic Debt	42.4	44.7	43.7	42.7	45.3	48.4	53.0	49.5	52.0	49.9	50.7
Net Foreign Debt	9.6	15.7	11.2	7.9	3.2	-1.2	-7.5	-11.0	-9.2	-9.8	-11.5

* Para 2011, apresentamos os dados até agosto. Fonte: Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

De acordo com Piancastelli e Boueri (2008), todo este processo de ajuste apresentou um lado negativo que foi a expressiva redução nos investimentos dos governos estaduais. Eles foram reduzidos de 2,2% em 1995 para 0,94% do PIB em 2006. No mesmo período, a proporção das despesas de investimento e despesa total, em nível estadual, caiu de 16,62% para 9,75%. Esses autores dizem que essa redução foi devido aos esforços para a realização dos pagamentos mais elevados da dívida, e para a realização das metas fiscais, já que as despesas de investimentos foram tratados como uma variável de ajuste no processo. Nós acreditamos que isso é verdade no caso do Rio Grande do Sul, que apresentou uma tendência de queda nos gastos de investimento desde 1998, em relação à Receita Líquida Real (RLR), de acordo com o Gráfico 2.6.

Gráfico 2.6 - Despesas de Investimento em relação à Receita Líquida Real (RLR), no Rio Grande do Sul - 1998-2009



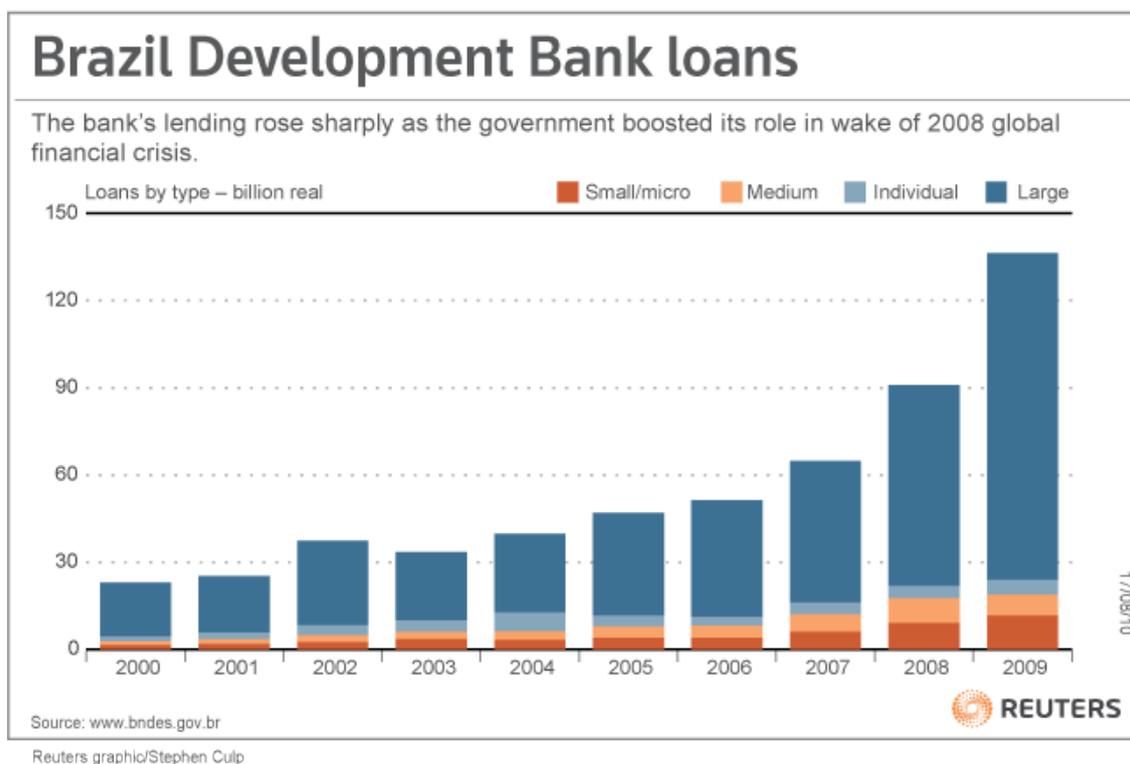
Fonte: Estado do Rio Grande do Sul, Estado da Dívida Pública, Relatório Anual de 2010.

Gostaríamos de fazer alguns comentários sobre as políticas recentes para o banco de desenvolvimento nacional do Brasil - BNDES - e do processo de capitalização recente que ocorreu. O Tesouro brasileiro capitalizou o BNDES no montante de R\$ 180 bilhões nos últimos dois anos, eo governo tem anunciado que foi um passo crucial para manter o crédito fluindo na economia durante e após a crise financeira global.

Em um empréstimo do BNDES é pago de juros, em geral, a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) mais uma margem que varia de 1 a 2%. A TJLP está cotada agora em 6% ao ano. Portanto, pode-se inferir que o custo de seu empréstimo é muito inferior ao custo de mercado e das taxas pagas pelo Tesouro para financiar a sua dívida, que pode ser grosseiramente comparado ao custo dos fundos públicos para os contribuintes. Na realidade, os empréstimos do BNDES são empréstimos subsidiados pelo governo. Além disso, as críticas surgiram sobre o fato de que seus empréstimos são direcionados para, em geral, as mesmas poucas grandes empresas. Para Geraldo Biasoto, um executivo do Governo do Estado de São Paulo, por exemplo, não deveria ser aceitável restringir a capacidade dos Estados para investir mais, enquanto o governo federal aumenta drasticamente a alocação de fundos para agências de investimento como o BNDES. Segundo ele, no período de dezembro de 2008 a setembro de 2010, o total de empréstimos dessas agências cresceu de um tamanho correspondente a 1,4% do PIB para 7,4% do PIB, e hoje corresponde a R \$ 254,4 bilhões. Em outras palavras, em apenas menos de dois anos destes empréstimos atingiu um montante equivalente a 75% da dívida total dos estados (O Estado de São Paulo, 29/11/2010).

A decisão de aumentar as linhas de crédito do BNDES em vez de aplicar esses recursos em qualquer outro lugar foi sim uma escolha política. Por que não alocar esses créditos subsidiados ou parte deste para permitir o aumento dos investimentos de infra-estrutura dos estados? Afirmamos que os investimentos de infra-estrutura em nível estadual são muito importantes para impulsionar o crescimento econômico do país. No entanto, devido à alta carga com o pagamento da dívida que os Estados se comprometem a, esses investimentos são muito menores do que deveriam ser.

Gráfico 2.7 - Empréstimos Banco de Desenvolvimento do Brasil - 2000-2009



Fonte: www.reuters.com

Para finalizar este capítulo, tentamos fechar algumas idéias mais importantes. A necessidade de substituir o IGP-DI, como o índice de inflação aplicada sobre as dívidas contratuais, é imperativo. O IPCA poderia ser um sucessor bom do IGP-DI, pois é mais aderente à Selic e menos relacionadas com os preços no atacado e os preços internacionais de commodities. Além disso, é um índice mais estável, e não flutua tanto quanto o IGP-DI. O governo federal reconheceu que o IPCA é uma medida de inflação mais adequada quando, em 1999, estabeleceu o sistema de metas de inflação. Portanto, deve-se reconhecer que a substituição do índice não é um privilégio, mas se destina a fornecer uma taxa efetiva de juros de 6%.

O país está apresentando um cenário econômico de taxas reais de juros muito abaixo dos que prevaleceram nos últimos 15 anos e o país está entrando para as taxas de juro tão baixo como 4% e 5% ao ano. O rendimento no vencimento de obrigações do Tesouro ligada ao IPCA é atualmente variando de 4,94% para 5,59% ao ano. Assim, o custo de financiamento do Tesouro Nacional está claramente abaixo do custo da dívida refinanciada dos estados. Tudo isso nos leva à convicção de que o governo federal teria os instrumentos fiscais para fornecer aos estados melhores condições de custo em relação as suas dívidas contratuais. Ao fornecer isso em um plano geral de reestruturação da dívida, o governo iria desencorajar os esforços individuais, e até mesmo impedir as pressões políticas para instituir, acidentalmente, ineficiente e não transparente soluções de curto prazo.

O programa de federalização da dívida dos estados sob a Lei 9.496/97 - Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados - foi um programa muito bem sucedido. Ele inaugurou uma nova era de práticas responsáveis fiscal, o que contribuiu decisivamente para a estabilidade econômica do país. O advento da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000 reforçou a responsabilidade fiscal e transparência no sector público. Neste contexto, os municípios e estados têm contribuído substancialmente para o excedente do saldo primário e na redução da dívida total do setor governamental.

O efeito negativo desse processo de ajuste fiscal foi a queda nos gastos de investimentos dos Estados em projetos de infra-estrutura regional. Isto configura um problema, já que o país pretende aumentar os investimentos de infra-estrutura do governo. Na verdade o governo está gerando enormes programas de investimento sob a égide do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), e parte desta se espera que vêm de programas de investimento em nível estadual. Neste contexto, é algo surpreendente os esforços do governo federal para capitalizar o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com enormes quantias de dinheiro - o Tesouro direcionou cerca de R \$ 200 bilhões para o processo de financiamento realizadas em 2008 e 2009 - a fim de proporcionar, principalmente para o setor privado, empréstimos a longo prazo abaixo da taxas de mercado, enquanto para os estados tem sido negado o espaço adicional para investir.

No próximo capítulo tentaremos elaborar um plano simples, para tornar possível a substituição do índice de preços e reduzir as taxas de juro aplicada aos contratos de refinanciamento da dívida dos estados, com base em uma substituição de obrigações do Tesouro no mercado e na concepção de um livro de conta para esta finalidade. Este projecto pretende ser, tanto quanto possível, benéfica para o governo central e benéfica para os Estados. Também vamos discutir brevemente sobre o artigo 35 da Lei de Responsabilidade Fiscal, que é visto como um impedimento para mudanças nas cláusulas dos contratos

CAPÍTULO 3

UM ESBOÇO PARA A CONVERSÃO DA DÍVIDA DOS ESTADOS

O plano que destacamos neste capítulo consiste basicamente de um programa de ajuste no cronograma de emissão dos títulos do Tesouro ligados ao IPCA, a substituição dos títulos vinculados ao IGP, e uma transferência programada para os estados de novas taxas de juros praticados no mercado de títulos, a ser aplicado sobre as dívidas contratuais com o governo federal, em substituição às tarifas actuais, que consiste em IGP-DI mais juros de 6% ao ano.

Para este fim, vamos primeiro olhar sobre um ponto de vista de gestão de ativos e passivos, sobre o saldo da dívida bruta e líquida do Tesouro Nacional. A dívida dos Estados renegociada sob a Lei 9.496/97 é um ativo importante no balanço do Tesouro Nacional. Esta dívida, juntamente com outros créditos da Fazenda - como outros débitos em que os estados e municípios são devedores, e outros empréstimos que o credor é o Tesouro - diminui a dívida bruta a resultar na dívida líquida. O montante do crédito do Tesouro Nacional relacionadas com a dívida dos estados sob a Lei 9.496/97 corresponde a R\$ 361,5 bilhões dólares, o que totaliza 9,1% do PIB. O crédito total com os governos subnacionais corresponde a R\$ 480,5 bilhões dólares. Outros créditos sob os títulos "disponibilidades doméstica", "créditos com entidades da administração indireta" e "créditos administrados pela STN" totalizam R\$ 1,053 trilhão. No lado devedor, há três grupos principais que acumulam R\$ 2,479 trilhões: "títulos de dívida em poder do público", "títulos de dívida em poder do Banco Central" e "dívida externa". A dívida bruta do Tesouro corresponde a R\$ 2,463 trilhões (62,3% do PIB), mas a dívida líquida, ou seja, a dívida bruta descontados pelo total de créditos, é muito menor, correspondente a R\$ 929,0 bilhões (23,5% do PIB). Uma visão clara disso é apresentado na Tabela 3.1, que nós projetamos com dados até agosto de 2011, fornecidos pela edição mensal do boletim Resultados do Tesouro Nacional.

Tabela 3.1 - Dívida Bruta e Líquida do Tesouro Nacional

MILLIONS OF R\$

	August, 2011
I. NET DOMESTIC DEBT	854,024.60
I.1. DOMESTIC DEBT	2,387,596.20
Federal Debt Securities held by the Public	1,692,957.50
LFT	560,437.30
LTN	347,775.00
NTN-B	432,793.10
NTN-C	61,341.70
NTN-F	256,328.20
Other Debt Securities	34,282.20
Federal Debt Securities held by the Central Bank	711,318.90
LFT	248,068.60
LTN	133,125.40
Others Securities in the Central Bank Portfolio	330,124.80
(-) Applications in Public Securities	(28,320.60)
Other Domestic Obligations	11,640.40
I.2. INTERNAL ASSETS	1,533,571.60
Domestic Availabilities	402,637.10
Credits with Subnational Governments	480,493.90
Debt Renegotiation (Law 8.727/93)	30,521.40
Debt Renegotiation - States (Law 9.496/97)	361,507.80
Debt Renegotiation - Municipalities (MP 2.185/01)	58,483.90
Others	29,980.80
Credits with Indirect Entities	244,872.30
Credits Administered by STN	405,568.40
II. NET EXTERNAL DEBT	75,012.00
II.1. EXTERNAL DEBT	75,434.50
Securities	61,024.80
Euro	4,077.20
Global US\$	45,225.70
Global BRL	11,595.60
Other Securities	126.30
Contractual Debt	14,409.70
Multilateral Organisms	10,370.70
Private Creditors and Governmental Agencies	4,039.00
II.2. EXTERNAL CREDITS	422.50
III. NET DEBT OF NATIONAL TREASURY (I+II)	929,036.60
NET DEBT OF NATIONAL TREASURY/GDP	23.50%
IV. GROSS DEBT OF NATIONAL TREASURY (I.1+II.1)	2,463,030.70
GROSS DEBT OF NATIONAL TREASURY/GDP	62.30%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional ([www.tesouro.fazenda.gov.br / hp / resultado.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/resultado.asp)).

Como em muitos balanços, neste balanço do Tesouro Nacional, as características dos activos e dos passivos não correspondem, apresentando diferentes moedas, vencimentos, cupons, períodos de carência, cronograma de bônus, etc Neste grupo especial de Títulos da Dívida Federal detidas pelo público, o Tesouro apresenta um portfólio de títulos com características

diferentes. Como nos lembramos do Capítulo 2, a STN gerencia um conjunto de três tipos principais de obrigações:

- LFT - títulos indexados à Selic (a taxa de juro de referência)
- LTN e NTN-F - títulos com juros pré-fixados
- NTN-B - títulos indexados ao IPCA (títulos vinculados à inflação)

Além destes títulos, há a NTN-C, um outro título indexado à inflação, que é ajustado pelo IGP-M.

Propomos que o Tesouro Nacional coordena os esforços na gestão da dívida mobiliária federal em um plano integrado para tornar possível a substituição da remuneração atual da dívida dos estados, do IGP-DI mais 6% ao ano, por uma remuneração de IPCA mais de 4% por ano, ou abaixo. Estes esforços consistem principalmente em um ajuste de perfil de carteira de títulos em direção a um perfil mais ligado IPCA.

Neste plano, não haveria desconto ou redução no estoque da dívida dos estados, mas uma mudança para o futuro do índice de inflação e na taxa de juros real.

No processo de reestruturação da dívida entre 1997 e 1998, o governo federal colocou em prática um programa de novas emissões de obrigações do Tesouro (LFTs), em coordenação com o Banco Central, a fim de assumir títulos e dívidas contratuais dos estados brasileiros, e substituir los em cada estado para uma única dívida contratual. Para esta finalidade, o Tesouro Nacional emitiu R\$ 115,6 bilhões em novos títulos. Um programa extra emissão de R\$ 61,9 bilhões, foi implementada para abranger o Programa de Incentivos à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária - PROES. Neste processo, o setor governamental brasileira como um todo obteve um ganho substancial, pois a dívida de risco dos estados foram substituídos por novos títulos e contratos administrados pela STN, apresentando taxas de juros mais baixas.

Desta vez, não há necessidade de qualquer programa especial de novas emissões de títulos, como em 1997 e 1998. Há a necessidade apenas de um ajuste na programação regular da emissão da STN, a fim de a carteira ser movido mais para títulos ligados IPCA, e gerar um espaço livre onde um grau de correspondência, no âmbito ativos-passivos, que seja satisfatória para o Tesouro será alcançado, em um cenário que a carga da dívida dos estados serão gradualmente convertidas em IPCA mais 4% ao ano.

Propomos a criação de um livro de contas simples, que será chamado de "Conta Conversão da Dívida dos Estados". Esta conta irá guiar a mudança do perfil da dívida dos estados ao longo de um período de cerca de 24 meses. Esta conta será constituída de uma quota de 25% do total de novas emissões de títulos da dívida pública federal no mercado interno. Assim, um quarto de cada nova emissão de títulos "federal será uma entrada nessa conta, até que o valor actual da dívida refinanciada dos estados serão cobertos. Isto irá fornecer

ao Tesouro Nacional o tempo suficiente para pôr em prática os ajustes necessários em sua carteira de valores mobiliários.

A Tabela 3.2 mostra o volume de emissão e de recompra de títulos Federal pelo Tesouro Nacional no mercado interno nos últimos doze meses. As duas primeiras colunas mostram volume total de transações, incluindo as transações com o Banco Central. As colunas seguintes mostram apenas as operações no mercado primário, compreendendo total de transações e operação com os títulos ligados IPCA - NTN-B. O total de emissão no período correspondeu a R\$ 703,6 bilhões, enquanto a emissão de NTN-B no mercado primário correspondeu a R\$ 130,2 bilhões.

Tabela 3.2 - Emissão e Recompra de títulos federais no mercado doméstico

BILHÕES DE R\$

	TOTAL includes transactions w/ Central Bank		PRIMARY MARKET			
	ISSUING	BUYBACK	TOTAL		NTN-B	
			ISSUING	BUYBACK	ISSUING	BUYBACK
Sep./10	114.1	104.6	103.7	107.0	6.9	5.5
Oct./10	47.1	42.9	47.1	42.9	6.3	1.4
Nov./10	21.9	18.7	21.9	15.6	5.2	9.7
Dec./10	48.1	36.1	48.1	36.1	19.2	16.3
Jan./11	72.7	160.6	36.8	113.6	6.6	2.4
Feb./11	40.8	15.2	39.0	11.7	10.8	7.7
Mar./11	70.8	67.6	48.9	40.0	10.7	0.9
Apr./11	58.2	26.8	52.7	26.8	12.5	2.5
May./11	47.3	63.1	42.3	48.4	9.8	45.7
Jun./11	75.3	37.5	71.2	22.6	19.2	2.4
Jul./11	73.8	176.1	41.0	125.0	12.9	1.3
Aug./11	33.5	13.9	26.5	10.2	10.1	7.6
TOTAL	703.6	763.1	579.1	600.0	130.2	103.2
AVERAGE	58.6	63.6	48.3	50.0	10.9	8.6

Fonte: www.tesouro.fazenda.gov.br

Com base na média dos últimos doze meses, podemos projetar para a frente o volume de novas emissões de títulos no mercado doméstico e, conseqüentemente, o tempo necessário para formar uma conta com fundos suficientes para cobrir uma conversão integral da dívida dos estados sob a 9.496/97 lei. Considerando uma contribuição de 25% do total de novas emissões de títulos da dívida federal para a Conta de Conversão da Dívida Estados, o valor exigido correspondente à dívida seria coberta em 24,67 meses, como pode ser demonstrado como segue:

$$T = \text{SOD} / (\text{AVISSUES} * \% S)$$

T = tempo em meses

SOD = dívida dos estados pendentes em bilhões de Reais

AVISSUES = emissões média em bilhões de Reais

% S = contribuição à Conta

$T = 361,507 / (58,6 * 0,25) = 24,67$ meses

Como pode ser observado, a contribuição percentual sugerido de 25% para a Conta está perto da participação de novas emissões de NTN-B no total das emissões de títulos no mercado interno, cuja média dos últimos 12 meses foi de 22,5%.

Sugerimos alguns esforços conjuntos que poderiam ser tomadas para a realização deste esquema:

- fazer um programa de recompra agressiva de IGP-M títulos (NTN-C), já que os vencimentos desses títulos são: julho, 2017 (R\$ 9,06 bilhões), abril de 2021 (R\$ 18,14 bilhões) e janeiro de 2031 (R\$ 34,14 bilhões);
- orientar os fundos de investimentos do Fundo Soberano do Brasil, criado pela Lei 11.887/08, em direção a uma carteira mais ponderada de NTN-B. De acordo com o Relatório de Gestão de 2010, os investimentos do Fundo, que totalizam R\$ 18,7 bilhões, estão concentradas em Títulos da Dívida Federal (NTN-B e NTN-F) e ações de empresas controladas pelo governo (Banco do Brasil e Petrobrás). Os investimentos em ativos financeiros no Brasil deve ter rentabilidade mínima equivalente à TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo).

No final deste processo, o Tesouro Nacional irá apresentar uma carteira de dívida mais ponderado em títulos ligados IPCA, abrindo espaço seguro para a mudança proposta nas condições contratuais da dívida dos estados brasileiros, que representam para o Tesouro Nacional um ativo muito importante em seu balanço. Não obstante, nenhuma mudança no saldo nominal terá lugar, porque não haverá alteração no valor nominal da dívida dos estados.

Ao contrário do lançamento da renegociação das dívidas no final dos anos 90, nenhum programa especial de emissão será necessário este tempo, afetando o tamanho ou a qualidade da segurança da dívida federal. Ao mesmo tempo, ninguém pode postular que o processo irá produzir qualquer deterioração no balanço do Tesouro, uma vez que o Tesouro é capaz de obter novos fundos com taxas de juros muito perto as condições de substituição proposta para a dívida dos estados, e fazer qualquer ajuste necessário em seu portfólio de títulos.

Porque nenhuma outra mudança está sendo proposta, os estados devem continuar a cumprir com todas as suas obrigações em relação aos contratos, incluindo os pagamentos com base em um percentual de sua receita eo cumprimento das metas fiscais e de governança acordado no Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal (PAF), incluindo a obtenção de excedentes primários e uma taxa de declínio da dívida sobre a receita.

Assim, uma visão geral concluiria que não haverá desvio no processo de responsabilidade fiscal. Os estados serão beneficiados pelas condições de menor custo que terá impacto, para muitos deles, em menor pagamentos no longo prazo, mas tudo isso é devido a uma transferência de custos que o governo federal pode fazer, por causa do melhor ambiente nos mercados de capitais. Isto não implica qualquer desconto, nenhuma mudança em dívidas nominal, nenhuma mudança nos pagamentos de curto prazo e, especialmente, no desvio das metas fiscais e de governança acordado nos contratos. Consideramos esse plano de acordo com a linha de responsabilidade fiscal que o país tem seguido nos últimos anos, porque entre outras coisas, nenhum ônus está sendo transferido. Portanto, por causa disso, nenhuma ameaça deve ser considerada na percepção de risco da dívida do país, principalmente por investidores estrangeiros e agências de notação de crédito.

Quando propomos um livro de contas e sugerimos um tempo para essa conta ser completada, queremos dizer um tempo suficiente para o governo federal para fazer os ajustes desejáveis em sua carteira de dívida. Na verdade, a fim de fazer a mudança mencionada no contrato da dívida dos estados, o governo federal pode implementar um programa para fazer essa mudança gradualmente, ou implementá-lo de uma só vez também. Pode aplicar um programa de mudança gradual ao longo deste período de tempo estimado em 24 meses, em que haveria uma programação que ao longo do tempo cada estado teria refeito seu contrato, em uma ordem predeterminada. Ou até poderíamos ter um período de mudanças parciais no estoque da dívida em cada estado, até que a dívida global seria coberto. No entanto, o governo federal poderia implementar a conversão dos contratos em uma única vez, mesmo antes de iniciar o programa de ajustes no perfil de títulos de dívida, porque não há nenhuma ligação formal entre eles, isto é, não há nenhuma ligação formal entre a dívida contratual dos estados (crédito) e da carteira de títulos de dívida (dívida) do governo federal, exceto o que o artigo 12 da Lei 9.496/97 afirma: "Os reembolsos de refinanciamento da dívida dos estados e do Distrito Federal, nos termos desta Lei, deve ser utilizada para a redução da dívida federal de responsabilidade do Tesouro Nacional. Assim, nenhum impedimento existe para o governo federal a aplicar a conversão da dívida dos estados, e promover os ajustes em sua carteira de títulos de dívida no período imediatamente seguinte.

Através deste plano de conversão da dívida contratual dos estados, está subjacente a idéia de que o governo federal pode transferir melhores taxas de juros para os estados com base nos custos de financiamento atual do Tesouro, indicado pelo atual custo de financiamento de novas emissões de valores mobiliários, em particular, o emissão de NTN-B. Subjaz também a suposição de as taxas de juros vai manter a sua tendência descendente nos próximos anos, que é uma hipótese muito plausível. Portanto, o governo federal fornecendo os estados o custo representado pelo IPCA mais 4% ao ano, está fornecendo um custo muito próximo ao seu custo de financiamento real ou, pelo menos, um custo que poderá enfrentar em breve.

Na caixa abaixo descrevemos algumas características dos títulos ligados IPCA, conforme descrito no site da Secretaria do Tesouro Nacional (STN),

seção "Tesouro Direto". Existem dois principais tipos de NTN-B: um paga o principal mais juros somente no vencimento (bullet), e o outro paga cupom semestral e o principal na maturidade.

1) Características da Nota do Tesouro Nacional, série B (NTN-B) – Principal

- Ajuste do Valor Nominal pelo IPCA (IBGE).
- Resgate do principal na data de vencimento.
- Não há pagamento de cupom.
- Os preços de NTN-B Principal observada no site "Tesouro Direto" refletem o ágio ou deságio sobre o valor nominal atualizado (ANV) do título, na data de liquidação, portanto, a rentabilidade deste título vai depender do IPCA mais este prêmio ou desconto.

Método de cálculo da rentabilidade:

$$\text{Cotação} = (\text{Preço} * 100) / \text{ANV}$$

$$\text{Taxa} = [(100 / \text{Cotação}) ^ (252 / \text{WD})] - 1$$

onde: cotação reflete o ágio ou deságio sobre o título, a taxa é a rentabilidade anual do título, ANV é o valor nominal ajustado pelo IPCA entre a data base e a data de liquidação, e WD é o número de dias úteis entre a data da liquidação e a maturidade.

Exemplo:

Bond: NTN-B 150515

Data de compra: 14/07/2005

Data de liquidação da venda: 15/07/2005

Valor na data base (15/07/2000): R \$ 1.000,00

Data de vencimento: 15/05/2015

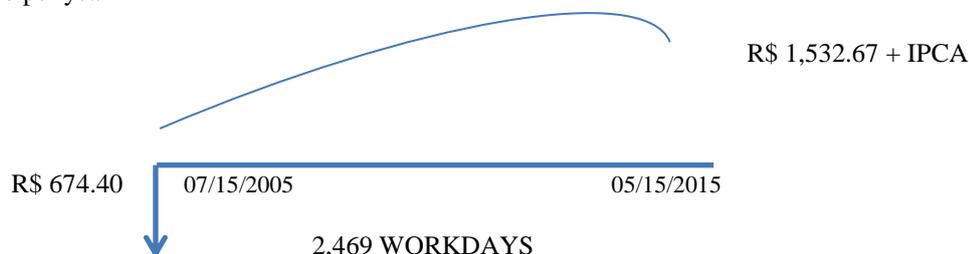
Compra de preço: R \$ 674,40

Valor nominal ajustada em 2005/07/15: R \$ 1,532.670225

Cotação = $(674,40 * 100) / 1,532.670225 = 44,0016377$

Taxa = $[(100 / 44,0016377) ^ (252/2469)] - 1 = 0,0874 = 8,74\%$

8.74% per year



2) Características da Nota do Tesouro Nacional, série B (NTN-B)

- Ajuste do Valor Nominal pelo IPCA (IBGE).
- Resgate do principal na data de vencimento.
- Os pagamentos de cupom de 6% ao ano em uma base semestral.
- O valor de NTN-B é ajustado pela taxa de inflação IPCA, acrescido de uma taxa de juros estabelecida no momento da compra.
- Os preços de NTN-B observada no site "Tesouro Direto" refletem a taxa interna de retorno do fluxo de caixa de cupons eo ágio ou deságio sobre o valor nominal atualizado (ANV) do título, na data de liquidação.

Método de cálculo da rentabilidade:

Cotação = (Preço * 100) / ANV

$$COTAÇÃO = \left[\frac{(1,06)^{0,5} - 1}{(1 + TIR)^{\frac{DU1}{252}}} \right] + \left[\frac{(1,06)^{0,5} - 1}{(1 + TIR)^{\frac{DU2}{252}}} \right] + \dots + \left[\frac{(1,06)^{0,5} - 1}{(1 + TIR)^{\frac{DU_n}{252}}} \right] + \left[\frac{1}{(1 + TIR)^{\frac{DU_n}{252}}} \right]$$

onde: cotação reflecte o prémio ou desconto sobre o valor de títulos, ANV é o valor nominal ajustado pelo IPCA entre a data base ea data de liquidação de vendas, 1,06 é 1 mais o cupom de taxa de juros, TIR é a taxa interna de retorno (anual) e Dui é o número de dias úteis entre a data de liquidação e as datas de pagamento de cupom.

exemplo:

Bond: NTN-B 150806

Data de compra: 09/12/2003

Data de liquidação da venda: 2003/09/15

Valor na data base (2000/07/15): R\$ 1.000,00

Data de vencimento: 2006/08/15

Compra de preço: R\$ 1,207.74

Valor nominal ajustada em 2003/09/15: R \$ 1,354.492078

Cotação = (Preço * 100) / ANV = (1,207.74 * 100) / 1,354.492078 = 0,891662

1 data de cupom: 2004/02/15, dias úteis: 108

Data de cupom 2: 2004/08/15, dias úteis: 233

Data de cupom 3: 2005/02/15, dias úteis: 358

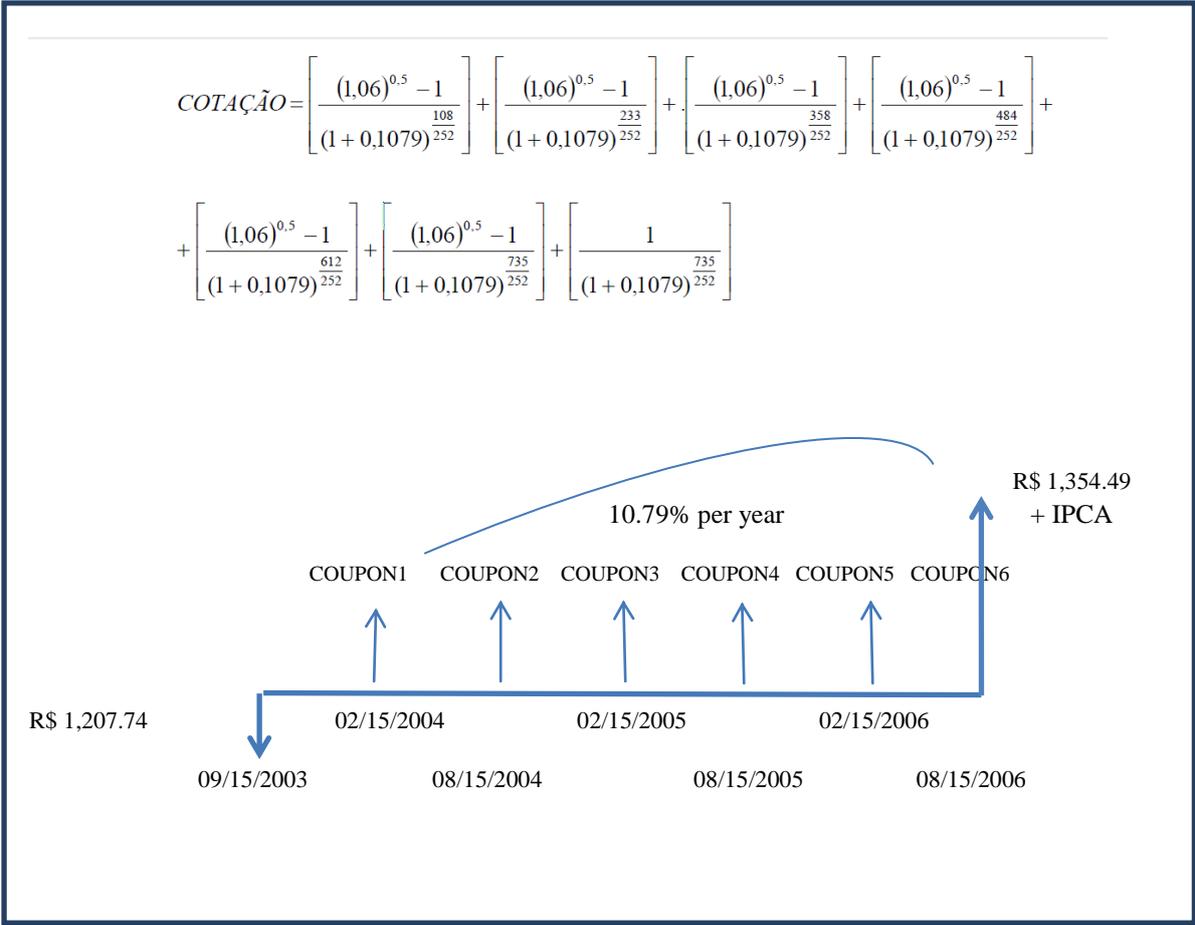
Data de cupom 4: 2005/08/15, dias úteis: 484

Data de cupom 5: 2006/02/15, dias úteis: 612

Data de cupom 6: 2006/08/15, dias úteis: 735

A fim de obter a TIR a partir da cotação, o investidor pode utilizar as funções financeiras do Excel.

TIR = 0,1079 ou 10,79% ao ano



A caixa acima fornece uma visão geral do método de cálculo do rendimento e dos fluxos de caixa dos títulos do Tesouro vinculados ao IPCA. Quando comparamos o rendimento das NTN-B e as taxas de juros da dívida contratual dos estados estamos simplificando, porque os fluxos de caixa da dívida dos estados são peculiares. Além disso, eles podem ser muito diferentes entre os próprios Estados. À medida que essas dívidas são pagas com base no Sistema Price, são amortizadas durante toda a sua vida, não só na maturidade. Mas como a conta residual pode tornar-se uma parte significativa dessas dívidas, e como inerentes ao sistema Price, os pagamentos de amortização tendem a se concentrar mais na segunda metade da vida da dívida. Uma abordagem razoável para comparar as taxas de juros dos títulos do Tesouro e da dívida dos estados envolveria o cálculo do tempo médio da dívida do estado, e uma comparação com o rendimento de um título com prazo correspondente. Por exemplo, a dívida do Estado do Rio Grande do Sul apresenta um tempo médio de maturidade estimada em 17,8 anos. A melhor taxa comparável, neste caso, seria a de uma obrigação com um prazo de vencimento próximo daquele tempo.

Alguém poderia argumentar que títulos do Tesouro não vai cair a uma

taxa de juros de 4% acima do IPCA tão cedo, assim, o governo federal poderia estar fornecendo um subsídio para os estados com este plano. Consideramos que o governo federal poderia exigir dos estados, como forma de compensar esse subsídio eventual no curto prazo, maiores investimentos em projetos conjuntos como os do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), o principal programa de desenvolvimento de infra-estrutura do governo federal conduzida pelo presidente Dilma Roussef. Para este fim, sugerimos um ajuste nas revisões do Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal (PAF), a fim de redefinir a meta sexta como um intervalo, com mínimos e máximos, em vez de um valor limite máximo. Nesse intervalo o Estado iria assumir o compromisso de investir um valor mínimo em programas de infra-estrutura do PAC.

Fazendo um balanço deste plano de conversão da dívida dos estados, consideramos que ela irá beneficiar o perfil das finanças dos estados, no curto prazo, mas, principalmente, no longo prazo, proporcionando-lhes uma melhor perspectiva da sustentabilidade da dívida, favorecendo o governo federal em alguns aspectos.

Primeiro de tudo, este plano irá permitir os estados se livrar de uma alta taxa de juros sobre a dívida que pode levar a um caminho insustentável, com algumas suposições particulares. Quando o crescimento das receitas projetadas é baixa o suficiente, por exemplo, pode levar a um caminho de dívida insustentável, devido a um acúmulo excessivo na conta residual. Assim, o primeiro benefício será uma melhoria na sustentabilidade da dívida, possibilitando a redução no valor residual esperado e um encurtamento no tempo esperado para saldar a dívida. Em segundo lugar, o perfil da dívida em si será muito melhor, devido à redução em dois pontos percentuais na taxa de juros, ea mudança para um índice de inflação mais estável e menos dispendioso. Isso irá refletir em uma diminuição significativa no valor presente da dívida total, calculada como o fluxo de caixa total descontado pela curva de estrutura a termo das taxas de juro. Finalmente, a velocidade em que a dívida será pago vai aumentar, abrindo mais espaço no médio prazo à contracção de empréstimos para novos investimentos, porque a relação dívida sobre a receita vai diminuir mais rápido. Uma capacidade de endividamento ampliado é esperado neste processo e, portanto, uma maior capacidade de investimentos.

O governo federal se beneficiaria em alguns aspectos importantes. Primeiro, será possível para o governo federal mudar o índice de um ativo importante em seu balanço para outro mais alinhado com suas preferências, e adotado como índice oficial de inflação. Segundo, ele pode ajudar a fomentar o novo ciclo de investimentos que o governo federal está patrocinando no país. Pela fórmula que acabamos de mencionar três parágrafos atrás, de compensação através de programas de investimento conjunto, significativas despesas de investimento adicional viria dos orçamentos dos Estados. Finalmente, este plano seria um plano satisfatório que o governo federal poderia apresentar para enfrentar pressões crescentes entre os governadores de estado, que reivindicam uma mudança em uma situação que é considerada injusta, mantendo a responsabilidade fiscal no setor público do Brasil.

Para encerrar este capítulo, vamos comentar sobre o debate em relação

à Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), em particular, a cláusula que é dito ser um impeditivo para qualquer renegociação ou alteração nos contratos entre entidades governamentais. O artigo 35 estabelece: "Art. 35 ° - É proibida a realização de operação de crédito entre um ente da federação, diretamente ou por fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração direta, mesmo sob a forma de refinanciamento, novação ou postergação de dívida contraída anteriormente. § 1 ° É excluído da proibição de que trata o caput as operações entre instituição financeira estatal e outra entidade da Federação, inclusive suas entidades da administração indireta, que não se destinam a: I - financiar, direta ou indiretamente, despesas correntes; II - refinarciar dívidas não contraídas junto a instituição financeira ".

Os contratos de dívida entre o governo federal e os estados ou municípios, que foram assinados antes do lançamento da LRF, em maio de 2000, são de refinanciamento de dívida contraída anteriormente. Uma espécie de programa implementado no final dos anos 90, não poderia ser implementado mais, porque não é permitido pela LRF.

O Ministério da Fazenda brasileiro entende que, hoje, qualquer nova alteração nos contratos de refinanciamento da dívida só poderia ser possível se a LFR for alterada neste artigo. Em um discurso durante uma audiência na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal, em 03 de maio de 2011, o ministro Guido Mantega mostrou abertura para as discussões sobre uma possível mudança nas taxas de juros e no índice de inflação aplicada sobre os contratos dos estados da dívida, mas ele indicou que para este objetivo, primeiramente a LRF deve ser alterada. Para o governo federal, a LRF como é hoje impede qualquer nova renegociação da dívida.

Há, no entanto, algumas pessoas que entendem a LFR não precisaria ser alterada para permitir que uma alteração contratual no índice de inflação. Algumas pessoas acreditam simplesmente que uma mudança no índice de inflação não constituiria uma novação em contratos, mas um simples ajuste e necessário. Cid Heráclito de Queiroz, um ex-Procurador Geral da Fazenda Nacional, aponta ("O Estado de São Paulo", 2011/03/24) que a Lei 9.496/97 determinou a correção monetária pelo "IGP-DI ou outro índice variação que venha a substituir este ". Portanto, o art 3 °, da Lei 9.496/97, permite a substituição do índice, se as partes concordarem. O economista José Roberto Afonso, que ajudou na elaboração da LRF, acredita que não há necessidade de mudar a Lei para uma mudança no índice de inflação de contratos, simplesmente porque a legislação permite. Segundo ele, o governo federal já alterou alguns documentos, por exemplo, através da Lei Provisória da Copa do Mundo, sem qualquer mudança na LRF ("O Estado de São Paulo", 2011/06/14). Paulo Rabello de Castro ("Folha de São Paulo", 2003/03/19) defende que a Fundação Getúlio Vargas deve "aposentar" o IGP e terminar sua publicação, neste caso, todos os agentes teriam que fazer um pacto em cima de um índice substituto . A maioria dos contratos são fornecidos de cláusulas indicando um índice substituto. No contrato da dívida do Rio Grande do Sul, em caso de extinção do IGP, o novo índice será "outro que virá para substituir"

(Cláusula 8 de Refinanciamento Contrato entre Rio Grande do Sul eo Governo Federal).

No entanto, há também a variação da taxa de juros, o que é muito importante no plano delineado neste trabalho, e isso não pode ser visto como um simples ajuste, por isso pode realmente depender de uma mudança na LRF.

Em nossa opinião, para a implementação do plano, a LRF deve ser alterado anteriormente, para apoiar uma novação de contratos que permitam a conversão específica dos contratos da dívida dos estados. O governo federal está declaradamente reticente sobre qualquer mudança na LRF, porque têm medo de que um processo revisional no Congresso pode alterar não só as partes do LFR envolvidos com esse problema específico de mudar o índice de inflação ea taxa de juros, mas também partes que não deve mudar. Uma mudança em uma lei que representa um marco histórico nas finanças públicas país é considerado um tabu. Diz-se que há o risco de que o governo apresente uma proposta ao Congresso e os parlamentares aproveitem a oportunidade para promover uma mudança em outras partes da lei. Economistas como Fábio Giambiagi, especialista do BNDES, compartilha essa preocupação. Ele disse que é temerário tocar esta Lei, porque todo mundo sabe como começa, mas não como irá terminar.

No entanto, a alteração da LFR é um ponto que inevitavelmente terá que ser enfrentado em frente. É porque, acreditamos, o governo federal está considerando dentro de uma cesta de escolhas políticas, a concessão de um pequeno alívio da carga da dívida dos estados, sem prejudicar o desempenho fiscal do País e sem negar o comportamento de responsabilidade fiscal, a fim para atender pressões de governadores e obter o seu apoio ao projeto de reforma tributária. Este é, naturalmente, parte de um jogo político, onde quanto mais os governadores, em particular os dos Estados mais endividados - São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul - se engajar em um trabalho de convencimento junto à Presidência e ao Poder Legislativo, mais serão as chances de sucesso de uma mudança benéfica a respeito do peso das dívidas.

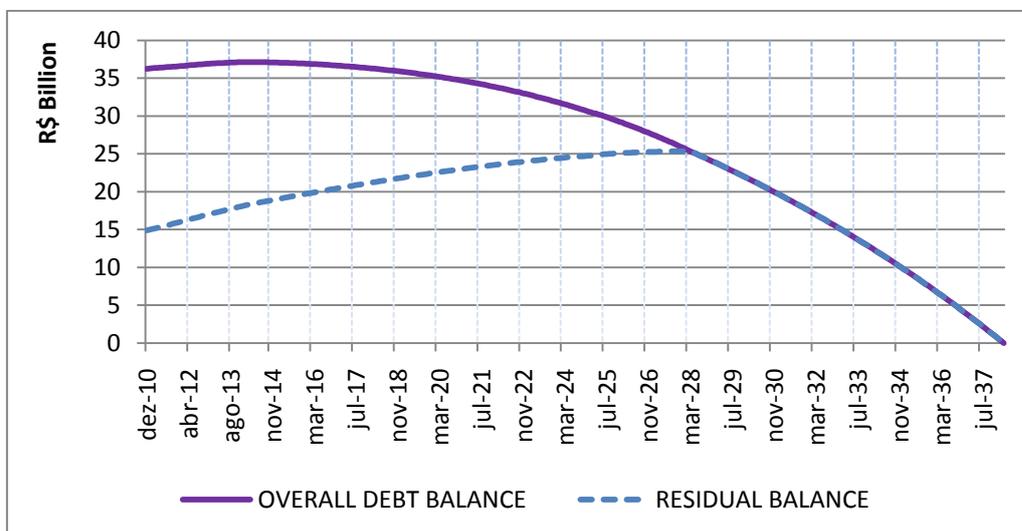
CAPÍTULO 4

UMA NOVA PERSPECTIVA PARA A DÍVIDA DO RIO GRANDE DO SUL

A conversão de dívidas com o governo federal, conforme descrito no capítulo anterior, permite ao Estado do Rio Grande do Sul obter uma melhor forma na sua gestão da dívida. Vai melhorar a sustentabilidade da dívida, em um ponto de vista longo prazo, e melhorar um pouco mais rápido a capacidade de pedir novos investimentos para infra-estrutura. Nenhum espaço fiscal adicional importante no curto prazo será criado, exceto o possível por empréstimos de investimento extra que o estado será permitido obter por causa de uma queda mais rápida da relação dívida sobre a receita que será esperado. Devido à diminuição na taxa de juros ea manutenção dos pagamentos em uma base de 13% da Receita Líquida real (RLR), o estado vai antecipar pagamentos ao longo do tempo e evitar uma grande concentração de pagamentos da dívida no período 2028-2038.

Projeções atuais para a dívida do Estado do Rio Grande do Sul, sob a Lei 9.496/97, feita pela Divisão da Dívida Pública, indicam que o saldo da conta residual eo saldo devedor total vai rastrear linhas como mostrou o Gráfico 4.1, até o pagamento completo em abril de 2038. A conta residual irá aumentar até abril de 2028, quando, neste ponto, como esperado pelo contrato, o saldo global será refinanciado por mais dez anos. O saldo global apresenta um aumento a partir de agora até 2014, porque os pagamentos limitados em 13% da Receita Líquida Real (RLR) ainda estão em um ponto insuficiente para cobrir todos os juros devidos. Assim, esta parte dos juros devidos não abrangidos pelos pagamentos mensais está sendo adicionado ao saldo residual. A partir de 2014, a RLR deve chegar a um ponto suficiente para gerar um pagamento que irá abranger todos os juros devidos, e começam a permitir uma amortização real da dívida. Assumimos nessas projeções uma taxa anual de crescimento da RLR de 3%.

Gráfico 4.1 – Projeção do saldo devedor total e do saldo do resíduo da Lei 9.496/97



No cenário em que o índice de inflação e a taxa de juros são deslocadas para IPCA mais 4% ao ano, conforme proposto no último capítulo, a figura muda significativamente. A dívida será paga de volta mais rápida, como indicado pelas linhas vermelhas e alaranjadas no Gráfico 4.2. Este gráfico reúne as faixas mostradas no Gráfico 4.1 e as linhas de nova projeção para a conta residual (laranja) e para o saldo devedor total (vermelho), considerando o novo cenário onde o IPCA é o índice de inflação novo e a taxa de juros é de 4% ao ano. Neste novo cenário o saldo da conta residual aumenta no curto prazo, mas estará em um caminho descendente, em abril de 2028. O saldo global apresenta um caminho diminuindo muito mais rápido do que anteriormente, e o total da dívida que será refinanciado em abril 2028 é muito menor, dessa forma gerando pagamentos mais baixos no período 2028-2038.

Projeções para os pagamentos da dívida do Estado do Rio Grande do Sul são plotados no Gráfico 4.3. De acordo com as regras em vigor, o Estado aloca 13% da RLR para o pagamento da dívida da Lei 9.496/97. Este resultado não vai mudar no novo cenário da dívida convertida, ou seja, o Estado continuará pagando 13% da RLR em uma base mensal, até 2028. Devido ao crescimento real dessa receita ao longo do tempo, os pagamentos anuais devem aumentar em um movimento ascendente, como mostrado no Gráfico. No entanto, um resultado bem diferente é esperado a partir de 2028. Por causa de um saldo significativamente menor em 2028 sob o cenário de dívida convertida, o refinanciamento da dívida irá gerar pagamentos menores até 2038. Assim, no pressuposto de que as cláusulas de custo financeiro será transferido para IPCA mais 4% ao ano, os pagamentos esperados serão próximos de R \$ 1 bilhão por ano, em comparação com pagamentos perto de R \$ 3,5 bilhões por ano, que irá ocorrer de outra forma, se cláusulas não mudam.

Gráfico 4.2 – As trajetórias do saldo devedor total e do saldo devedor residual da Lei 9.496/97

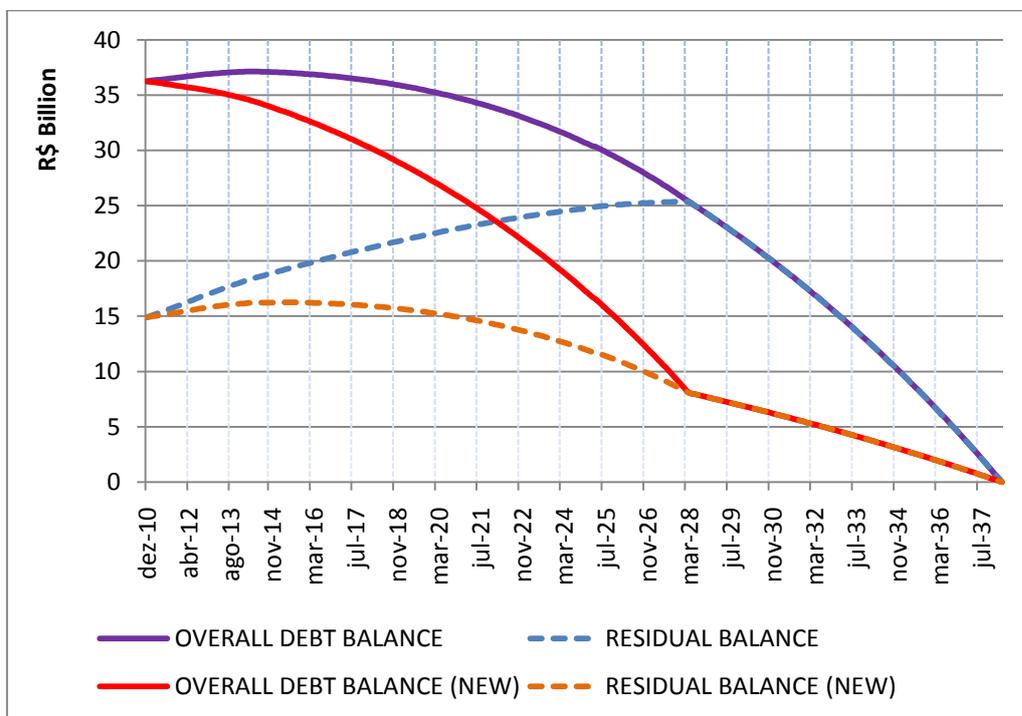
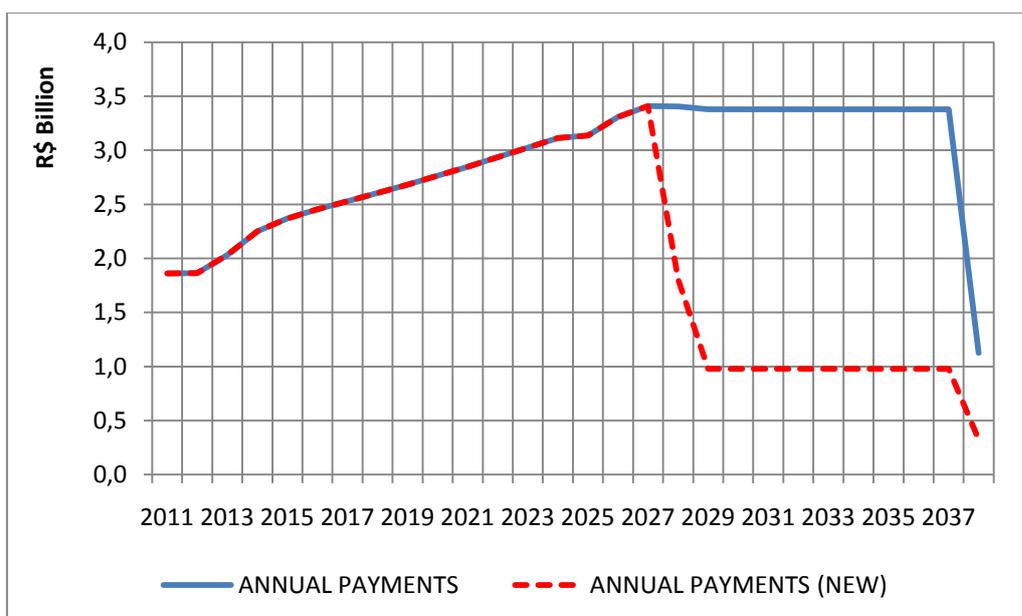
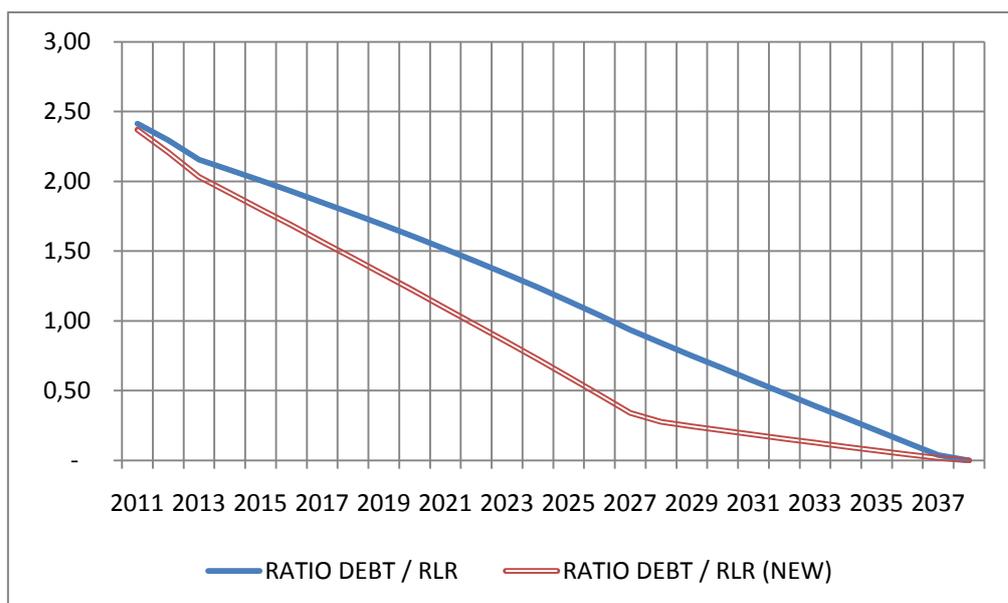


Gráfico 4.3 - Pagamentos anual projetada da Dívida Lei 9.496/97



No novo cenário da dívida convertida, a relação dívida sobre receita líquida real (RLR) vai diminuir mais rapidamente, como mostrado no Gráfico 4.4. A linha azul mostra a projeção atual desta relação para o período de 2011 a 2038. A linha vermelha representa a projeção no cenário da dívida convertida. Nesta projeção, uma relação dívida / RLR que é equivalente a 1 ou menos é atingido em 2022, enquanto na projeção atual uma relação dívida / RLR equivalente a 1 ou menos só é alcançado em 2027.

Gráfico 4.4 - A relação dívida / receita real líquida (RLR) - 2011-2038



Uma importante consequência da diminuição mais rápida da relação dívida sobre a receita é uma ampliação dos limites de endividamento. Limites importantes estabelecidas pelas Resoluções do Senado estão relacionados com o desempenho do Estado sobre o saldo devedor e ao pagamento da dívida sobre a receita líquida. A Resolução do Senado 40-2001 determina que o estado ou município com uma relação dívida / receita acima de 2,0, ou acima de uma trajetória descendente projetada para reduzir o excesso em 1 / 15 avos ao ano é proibido de contratar uma operação de crédito. A Resolução do Senado SR 43-2001 estabelece outras condições restritivas e os limites para estados e municípios para contratar operações de crédito.

Portanto, no novo cenário, um espaço pouco maior nos próximos anos para novos empréstimos é esperado, em comparação ao cenário atual. Este espaço crescente de novos empréstimos ao longo do tempo, porém, ainda estará sob os limites estritos dada pelas Resoluções do Senado. No entanto, qualquer autorização de empréstimos específicos depende da inclusão deste empréstimo em um quadro específico no Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal (PAF), e depende do estado ou município apresentar uma relação dívida sobre a receita descendente.

Apesar de limitado, este espaço para novos empréstimos é muito importante, porque permite aos estados ou municípios aumentar seus programas de investimentos. Este é um ponto muito importante, dado que muitas vezes os programas de investimentos nesses entes federados foram espremidas para acomodar as despesas correntes, a fim de atingir os objetivos mínimos do saldo primário. Outro aspecto importante é as condições vantajosas que podem ser encontrados no mercado de crédito hoje em dia. Programas estaduais de investimentos em um amplo espectro de finalidades pode ser financiado pelo banco de desenvolvimento brasileiro - BNDES - ou por instituições multilaterais como Banco Mundial ou o Banco Interamericano de Desenvolvimento. O custo médio dos empréstimos do BNDES é TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) mais 1% ou 2% ao ano. A carga típica de um empréstimo do Banco Mundial ou do Banco Interamericano de Desenvolvimento é Libor mais um spread de até 3%. As taxas de juros, nesses casos, são muito menos do que o IGP-DI mais 6% aplicado sobre a dívida com o governo federal.

Por causa da observância obrigatória do PAF, eo trabalho de monitoramento da STN, a quantidade de empréstimos autorizados novo não pode piorar a relação entre dívida e receita, e partindo desse pressuposto, todos os novos empréstimos tomados neste espaço ampliado, criado no novo cenário, tendem a trazer dois importantes resultados favoráveis:

- a) o estado ou município vai ter uma quantidade alargada de fundos para colocar em investimentos de infra-estrutura ou outros programas de investimento que de outra forma não seria possível;
- b) o perfil do portfolio da dívida terá melhorado, considerando-se que novas dívidas tomadas hoje em dia tendem a ser menos caro do que o parâmetro IGP-DI mais 6%.

Uma análise do valor presente indica que os ganhos no novo cenário são muito importantes. A conversão da dívida do Rio Grande do Sul proporcionaria uma redução no valor presente da dívida de R\$ 7,8 bilhões, correspondendo a 22% do seu valor de face atual. Isso significa que o fluxo de pagamentos no novo cenário, descontado pela "curva de cupom" do índice adequado - o IPCA - resultará o montante mais baixo indicado acima, em relação ao fluxo de pagamentos no cenário atual descontado pela curva "coupon "do IGP-DI. As curvas de cupom representam o prêmio de mercado que um investimento expresso em IPCA ou IGP-DI - como obrigações indexadas à inflação ou qualquer outro tipo de valores representados por esses índices - paga. Estas curvas de cupom pode ser construído com informações baseadas nas operações realizadas na Bolsa Brasileira de Futuros.

Um resumo da análise de valor presente é apresentado na Tabela 4.1. As diferenças de valor presente são devido principalmente às diferenças no valor presente do fluxo de pagamentos após 2028. O fluxo de pagamentos durante o período de 2011-2018 não apresenta qualquer redução em termos de valor presente devido à mudança do IGP-DI pelo IPCA. A duration, uma medida de risco habitual da dívida, que indica o tempo médio até à maturidade,

é reduzido de 12 anos para 9,7 anos no novo cenário. Comparado com o valor de face, atualmente o valor presente da dívida do Rio Grande do Sul representa 118%. Esta razão maior que 100% pode indicar que a dívida está em condições supervalorizadas e, provavelmente, o nível de serviço da dívida está a causar ao devedor pagamentos acima do prémio de mercado. No novo cenário, a relação de valor presente para valor de face é reduzido para 96%.

Tabela 4.1 - Resumo da análise de Valor Presente

MILLIONS OF R\$

	ACTUAL SCENARIO (IGP-DI+6%)	NEW SCENARIO (IPCA+4%)	DIFFERENCE
PRESENT VALUE (PV)	42,663	34,842	7,821
PRESENT VALUE/FACE VALUE	118%	96%	22%
PV OF RESIDUAL BALANCE REFINANCING (2028-2038)	11,520	3,388	8,132
DURATION	12 years	9.7 years	2.3 years

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste trabalho, demonstramos que o ambiente econômico e institucional mudou substancialmente no Brasil desde que o refinanciamento da dívida dos estados com o governo federal foi realizado, durante a presidência de Fernando Henrique Cardoso, entre 1997 e 1998, no âmbito da Lei 9.496/97. Em geral, estas mudanças foram muito positivas. O desempenho fiscal melhorou em todos os níveis do governo, a inflação é monitorado e controlado com sucesso por um sistema de metas de inflação, a classificação de risco de crédito da nação foi atualizado para grau de investimento pelas principais agências de rating e a taxa de juros real da economia caiu de elevados padrões vigentes no passado.

Esta melhoria das perspectivas da economia brasileira, juntamente com mais responsáveis práticas fiscais que a Lei de Responsabilidade Fiscal tem patrocinado, está abrindo um espaço relevante para o Tesouro Nacional reduzir o custo de financiamento do governo representados por títulos de dívida. A maioria dos títulos no mercado doméstico hoje está pagando uma taxa real de juros entre 5% e 6% ao ano, e títulos brasileiros colocados no exterior estão pagando até menos. A maioria dos economistas acreditam que as taxas de juros reais no Brasil provavelmente continuará esta tendência de queda nos próximos anos. Como já desenhado, o governo federal pode implementar um plano para transferir esse condições de menor custo, prevalentes no mercado de títulos do governo, para a dívida contratual dos estados. Este plano permitiria um ajuste nos contratos das dívidas dos estados, a fim de mudar o índice de inflação para o IPCA e diminuir a taxa de juros real para 4% ao ano.

De acordo com o plano que traçamos neste trabalho, de uma "conversão" da dívida dos estados, os estados poderão aproveitar o novo cenário de taxas de juros mais baixas na economia nacional e internacional. A responsabilidade fiscal será preservada e haverá benefícios para a nação como um todo. Em um médio e longo prazo, os estados terão espaço ampliado para os programas de investimentos "financiado por novos empréstimos, dentro dos limites estabelecidos pelas Resoluções do Senado. Investimentos infraestrutura regional executada por governos estaduais ou investimentos locais executadas pelos municípios são tão importantes para o desenvolvimento econômico da nação como os programas de investimentos do governo federal. Uma participação efetiva dos estados e municípios no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), liderado pelo governo federal, é chave no futuro crescimento econômico das regiões brasileiras.

A partir de alguns pronunciamentos do Ministério das Finanças, o governo federal parece estar muito mais aberto para discutir mudanças nas dívidas dos estados do que era antes. Em um recente discurso no Senado, o ministro Guido Mantega reconheceu que o IGP não é um índice adequado, e

que algumas taxas que eram apropriados no passado não são mais apropriadas. No entanto, uma mudança na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), seria necessário, porque do ponto de vista do governo federal, o artigo 35 da LRF impede qualquer renegociação da dívida.

Uma mudança geral nos contratos das dívidas dos estados é tecnicamente possível, como tentamos mostrar neste artigo, sem prejuízo do comportamento de responsabilidade fiscal no país. O ajuste fino na variação do índice e das taxas de juro que propomos neste trabalho abriria um espaço importante para a ampliação dos gastos de investimentos "no país, gerando mais desenvolvimento económico, em benefício do país como um todo.

A forma como os estados podem alcançar uma mudança benéfica nos contratos da dívida é a via política, porque é uma decisão política do governo federal tem de tomar. No entanto, governadores de estado não estão suficientes engajados em um movimento organizado para mudar os contratos de dívida, como seria de esperar, até agora. Talvez seja porque os principais ganhos possíveis neste jogo seria apenas no longo prazo. É imperativo, no nosso ponto de vista, que os representantes dos Estados reforcem agora os esforços conjuntos políticos, nas comissões como CONFAZ, para colocar pressão sobre os representantes do governo e representantes no Congresso, em favor de um debate e em favor de mudanças reais na contratos de dívida que deverá ser realizado, porque vai beneficiar toda a nação. Em um certo ponto de vista, depende de este tipo de esforços se o governo federal vai continuar a dirigir bilhões de reais para financiar um banco de desenvolvimento - BNDES - por exemplo, ou a conceder um alívio razoável da dívida dos estados. Como comentamos no capítulo 3, o governo federal pode considerar um acordo em relação a uma mudança dos contratos da dívida dos Estados, a fim de atender a pressão de governadores e obter o seu apoio ao projeto de reforma tributária. É naturalmente um jogo político, onde mais os governadores, em especial, os governadores dos estados entre os quatro primeiros mais endividados - São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul - se engajar em um trabalho de convencimento para a Presidência e o Legislativo, mais serão as chances de sucesso de uma mudança benéfica sobre a carga atual da dívida.

Para o Rio Grande do Sul, as alterações propostas no índice de preços e da taxa de juros seria muito importante. A dívida será pago de volta mais rápido, e mais rapidamente diminuir a relação dívida sobre a receita. Uma importante consequência de uma queda mais rápida da relação dívida sobre a receita é uma ampliação dos limites de empréstimos para programas de investimento. Não haverá redução dos pagamentos da dívida no curto e médio prazo, mas a sustentabilidade da dívida irá aumentar significativamente. Isso permitiria ao Estado evitar saldo residual grande e grande concentração de pagamentos da dívida no longo prazo, melhorando, em geral, as perspectivas das finanças.

REFERÊNCIAS

- Agência Estado, 14/06/2011. **Governo decide alterar indexador de dívida de Estados.**
- Ata da Décima Segunda Reunião da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, realizada em 03/05/2011 (www.senado.gov.br/atividade).
- BLANCO, Fernando, e equipe do Banco Mundial. Endividamento Sub-Nacional no Brasil (draft) (2008).
- BRIGHAM, Eugene F. and HOUSTON, Joel F. Fundamentals of Financial Management (2009).
- CALAZANS, Roberto Balau e FLORES, Luciano Lauri. A Reestruturação da Dívida como Instrumento de Gestão Fiscal no Rio Grande do Sul. Indicadores Econômicos FEE, vol. 37, nº 3, 2009. Fundação de Economia e Estatística do Rio Grande do Sul.
- Dívida Pública Estadual, Relatório Anual 2010, Estado do Rio Grande do Sul (State Public Debt, Annual Report 2010).
- Folha de São Paulo, 19/03/2003. **Extingam o IGP.** Paulo Rabello de Castro.
- GIAMBIAGI, Fábio, BLANCO, Fernando e ARDEO, Vagner. Proposta de Recriação de uma Dívida Estadual e Municipal com o Setor Financeiro Privado. Revista do BNDES, v. 14, n. 29 (2008).
- O Estado de São Paulo, 17/03/2009. **Queda da Selic pode forçar revisão de acordos de dívidas dos Estados.** Ribamar Oliveira.
- O Estado de São Paulo, 24/03/2011. **Novo ataque à Lei de Responsabilidade Fiscal.** Cid Heráclito de Queiroz.
- O Estado de São Paulo, 27/03/2003. **Por um novo IGP.** Roberto Macedo.
- O Estado de São Paulo, 29/11/2010. **Estoque da Dívida de Estados com União Reproduz Financiamentos Impagáveis.** Lu Aiko Otta, Renato Andrade.
- PIANCASTELLI, Marcelo e BOUERI, Rogério. Dívida dos Estados 10 anos depois. Texto para Discussão nº 1366. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA (2008).
- Revista Época, 14/02/2011. **Como Dilma pode ganhar os governadores.** Paulo Rabello de Castro.
- The Wall Street Journal, 21/09/2011. **Fed Announces \$400 Billion in Operation Twist, Matching Market Forecast. Market Sell Off.**
- Valor Econômico, 05/05/2011. **Mudança de indexador das dívidas em negociação.** Ribamar Oliveira.
- Valor Econômico, 30/06/2011. **O Indexador da Dívida dos Estados.** Eduardo Augusto Guimarães.