

ESTUDO ESPECIAL • MAIO DE 2017 • N° 2

METODOLOGIAS PARA A AVALIAÇÃO DA CAPACIDADE DE PAGAMENTO DOS ESTADOS ¹

Josué Alfredo Pellegrini²

Gabriel Leal de Barros³

RESUMO

Este estudo aborda o tema da capacidade de pagamento dos estados. Na primeira parte, apresenta-se um diagnóstico do quadro fiscal dos estados, com a evolução dos principais indicadores disponíveis. Na segunda parte, após uma visão geral da metodologia utilizada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) para avaliar a capacidade de pagamento dos estados, detalham-se as duas etapas pelas quais os estados devem passar para obter a garantia da União, nas operações de crédito externo e interno. A terceira parte traz as avaliações que os estados receberam nos últimos anos com base na aplicação da metodologia da STN. Verifica-se que metade dos estados não conseguiu a nota mínima requerida para obter a garantia. Considerando-se a gravidade do quadro fiscal desses entes em 2016, é possível que aumente o tamanho desse grupo de estados, caso haja nova rodada de avaliações com a mesma metodologia. A quarta parte analisa a metodologia da STN. Essa metodologia é essencialmente quantitativa e retrospectiva, tendo em vista as restrições da STN e a sua relação com os estados. A quinta parte descreve e analisa a proposta de nova metodologia da STN, atualmente exposta à consulta pública. A proposta é bem mais simples, com três indicadores e apenas uma etapa. Com isso, foram eliminadas correlações e redundâncias. Na nova proposta, o indicador de endividamento recebe papel secundário, o que não é adequado quando se avalia capacidade de pagamento. Observa-se ainda a ausência de uma escalada gradual de notas e situações fiscais, o que dá margem à abrupta passagem de uma situação considerada boa para uma ruim e vice-versa, assim como a perda ou ganho repentino da autorização para recebimento de garantia da União. A sexta parte, por fim, trata da metodologia das agências de classificação de risco de crédito, em particular da Moody's e da S&P. Sem as restrições da STN, a metodologia das agências é preponderantemente qualitativa, o que permite abarcar um conjunto bem mais amplo de fatores.

¹ O presente Estudo Especial atende à solicitação feita pelo Senador Tasso Jereissati, na condição de Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal, por meio do Ofício N°16/2017/CAE/SF, de 4 de abril de 2017.

² Analista da IFI.

³ Membro da diretoria da IFI.

COMISSÃO DIRETORA DO SENADO FEDERAL

PRESIDENTE

Senador Eunício Oliveira (PMDB-CE)

1º VICE-PRESIDENTE

Senador Cássio Cunha Lima (PSDB-PB)

2º VICE-PRESIDENTE

Senador João Alberto Souza (PMDB-MA)

1º SECRETÁRIO

Senador José Pimentel (PT-CE)

2º SECRETÁRIO

Senador Gladson Cameli (PP-AC)

3º SECRETÁRIO

Senador Antonio Carlos Valadares (PSB-SE)

4º SECRETÁRIO

Senador Zeze Perrella (PMDB-MG)

SUPLENTE DE SECRETÁRIO

1º SUPLENTE

Senador Eduardo Amorim (PSDB-SE)

2º SUPLENTE

Senador Sérgio Petecão (PSD-AC)

3º SUPLENTE

Senador Davi Alcolumbre (DEM-AP)

4º SUPLENTE

Senador Cidinho Santos (PR-MT)

Secretário-Geral da Mesa

Luiz Fernando Bandeira de Mello

Diretora-Geral

Ilana Trombka

Secretaria de Comunicação Social

Angela Brandão

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Felipe Scudeler Salto

Diretor

Gabriel Leal de Barros

Analistas

Carlos Eduardo Gasparini | Daniel Veloso Couri |

Josué Alfredo Pellegrini | Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

Sumário

I – DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO FISCAL SUBNACIONAL	4
I.1 – RESULTADO PRIMÁRIO SUBNACIONAL DESDE 1994.....	5
I.2 – COMPOSIÇÃO DO RESULTADO FISCAL SUBNACIONAL	8
I.3 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E SEUS COMPONENTES	12
I.4 – INDICADORES DA LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL (LRF)	15
II – METODOLOGIA DA SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL.....	19
II.1 – A PRIMEIRA ETAPA	20
II.2 – A SEGUNDA ETAPA	22
III – APLICAÇÃO DA METODOLOGIA DA STN AOS ESTADOS	23
IV – AVALIAÇÃO DA METODOLOGIA DA STN	26
V – PROPOSTA DE NOVA METODOLOGIA DA STN	32
VI- A METODOLOGIA DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO	37
VI.1 – MOODY’S.....	38
VI.2 – STANDARD & POOR’S.....	42

Introdução

Este estudo analisa a capacidade de pagamento dos estados, pré-requisito para que a União conceda garantia às operações de empréstimos externos ou internos pleiteados por esses entes. A solicitação foi feita pelo Senador Tasso Jereissati, na condição de Presidente da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, por meio do Ofício Nº16/2017/CAE/SF, de 4 de abril de 2017.

A proposta temática é oportuna, pois o assunto é pouco abordado na literatura especializada⁴. Ademais, diz respeito às operações de crédito requeridas pelos estados, em um contexto de extrema restrição fiscal.

O estudo está dividido em seis partes. A primeira faz um diagnóstico do quadro fiscal dos estados, com avaliações dos principais indicadores disponíveis. A segunda descreve a metodologia de avaliação da capacidade de pagamento dos estados, utilizada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A terceira mostra as avaliações recebidas pelos estados com base na aplicação desta metodologia. A quarta analisa os pontos positivos e potenciais oportunidades de melhoria da metodologia da STN. A quinta trata da proposta de nova metodologia, recém colocada em consulta pública pela STN. A sexta, por fim, aborda as metodologias utilizadas pelas agências de classificação de risco de crédito, com o fim de subsidiar a melhor compreensão do tema.

I – DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO FISCAL SUBNACIONAL

Esta primeira seção do estudo analisa a evolução das contas fiscais subnacionais, desde 1994, de modo a contextualizar o restante do estudo, dedicado ao tema da capacidade de pagamento dos estados.

A frequência, metodologia e cobertura dos dados fiscais subnacionais são inferiores àquelas verificadas para o governo central, cuja frequência dos dados divulgados tanto pela Secretaria do Tesouro Nacional quanto pelo Banco Central, é mensal. Para os estados e municípios, apesar da coleta e divulgação mensal pelo Banco Central, a metodologia, cobertura e tempestividade diferem das informações divulgadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (bimestral ou quadrimestral), de tal maneira que a fonte primária de acesso aos dados subnacionais é mais complexa e requer maiores tratamentos para o seu estudo e análise.

A despeito da maior restrição e complexidade para acesso aos dados subnacionais, esta sessão dedica-se a explorar de forma integrada as principais informações disponíveis. O objetivo é ter uma radiografia representativa da situação fiscal dos governos regionais. Nesse sentido, o objetivo do estudo é analisar: a) a composição dos resultados fiscais primários de estados e municípios (inclusive suas empresas estatais); b) a contribuição dos entes de cada unidade federativa (estados, capitais e principais municípios) para o esforço fiscal subnacional ; c) o reflexo dos resultados fiscais na trajetória de endividamento desses governos, levando-se em conta os diferentes tipos de

⁴ Ver, por exemplo, Afonso, J. R. e Fajardo, B. G. *Rating de Governos Brasileiros: Peculiaridades*. Fundação Getúlio Vargas (FGV) / Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), junho de 2014.

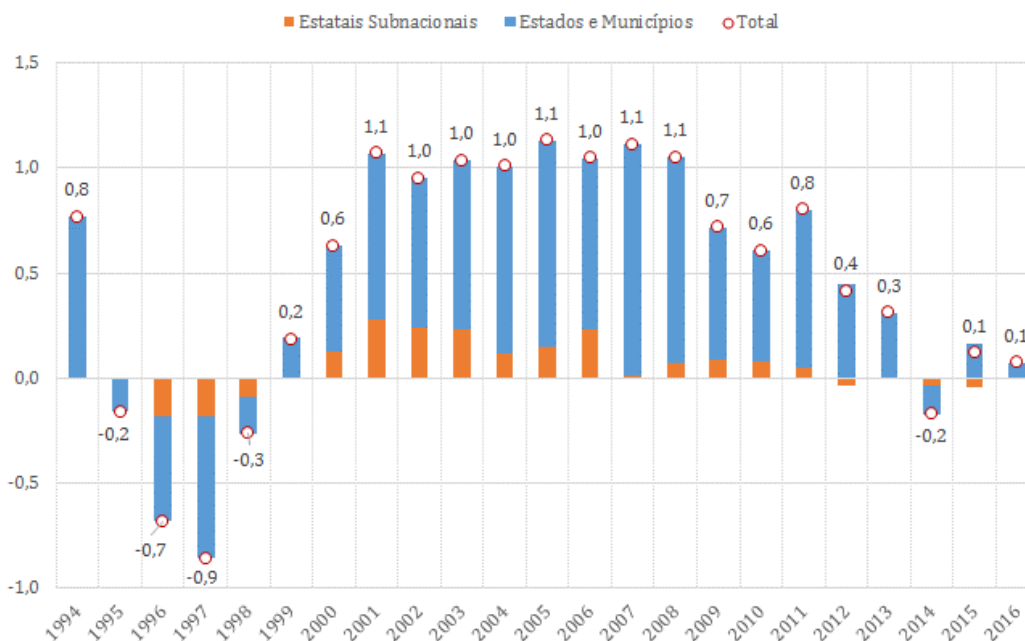
dívida; e, d) o desempenho dos dois principais indicadores da LRF, dívida e gasto com pessoal (por poder: executivo, legislativo e judiciário), para cada estado.

I.1 – RESULTADO PRIMÁRIO SUBNACIONAL DESDE 1994

Em linha com o esforço de alongar o horizonte dos resultados fiscais do setor público consolidado, empreendido no relatório de acompanhamento fiscal (RAF) de Maio, o Gráfico X abaixo mostra a evolução do resultado primário de estados, municípios e suas respectivas estatais, no período 1994-2016. As informações relativas ao período de 1994 a 2001 consistem em uma aproximação fiscal com base em dados individualizados para cada ente, coletados pelo Banco Central. Para 2002 em diante, trata-se de dados oficiais reportados pela mesma instituição na metodologia abaixo-da-linha*. A adição de mais oito anos à série histórica (de 1994 a 2001), deve-se à possibilidade de qualificar em que medida o atual desafio fiscal dos governos subnacionais é maior (ou menor) que o verificado no final da década de 1990.

De acordo com os dados compilados e expostos no gráfico 1 abaixo, é possível identificar claramente o período de aprofundamento do déficit fiscal subnacional, de 1995 a 1998, bem como o período de reversão e sustentação de superávit no patamar de 1% do PIB, em média, de 2001 a 2008. No terceiro período, de 2009 a 2016, houve uma tendência continuada (à exceção de 2011) de enfraquecimento dos resultados fiscais, com um agravante: a contribuição positiva das empresas estatais de estados e municípios verificada no início do processo de consolidação fiscal, em fins da década de 90, foi revertida, o que adicionou pressão às contas subnacionais que já vinham apresentando piora por parte de seus respectivos poderes executivos.

Gráfico 1: Evolução dos Resultados Fiscais Subnacionais (% do PIB)

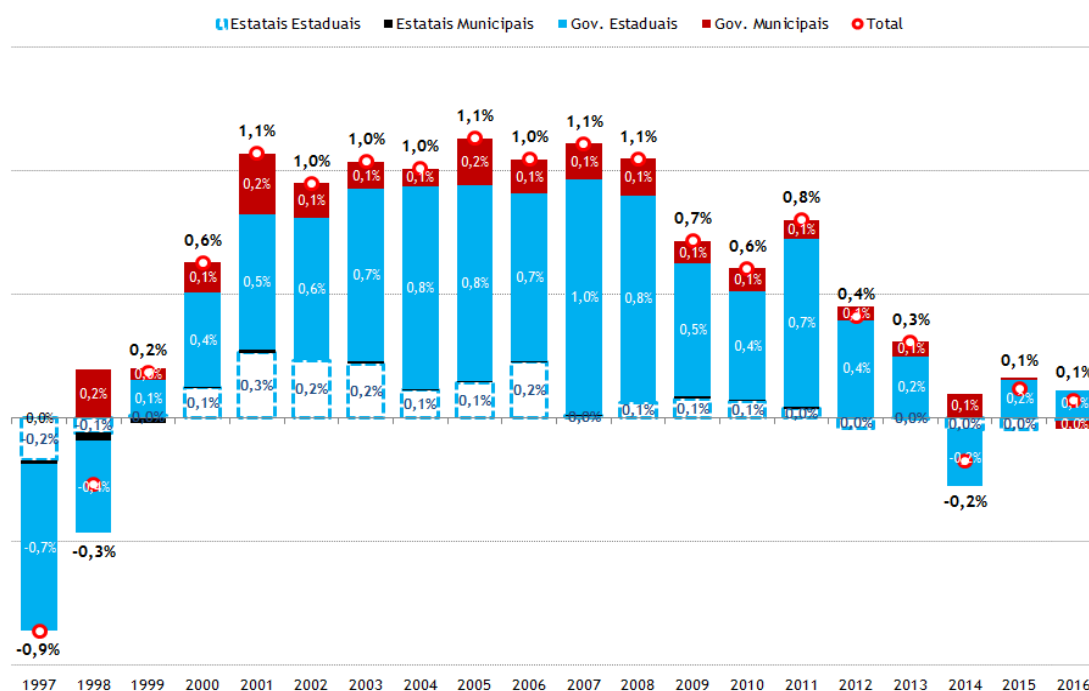


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

A respeito da contribuição das empresas estatais, o gráfico 2 permite-nos uma leitura ainda mais detalhada a partir de 1997. Dentre as empresas estatais com maior relevância na composição do resultado primário subnacional, chama atenção as estatais estaduais, que chegaram a contribuir com 1/3 (0,3% do PIB, em 2001) do esforço fiscal

estadual. No período seguinte, de 2002 a 2006, o superávit das estatais estaduais continuou em patamar elevado, de 0,2% do PIB, tendo convergido à zero em 2013 e, em seguida, registrado sucessivos déficits. A deterioração dos resultados, portanto, foi crescente e continuada ao longo do tempo. Nos municípios, apesar da menor contribuição relativa, é possível identificar o mesmo movimento de reversão de déficit para superávit de suas empresas estatais.

Gráfico 2: Evolução Desagregada dos Resultados Fiscais Subnacionais (% do PIB)

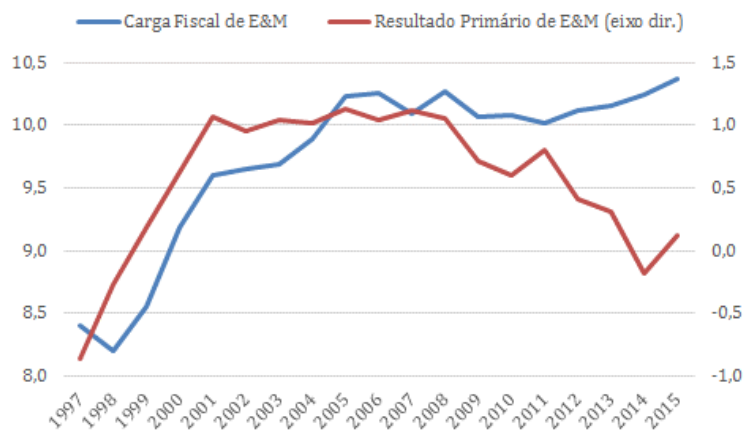


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Importa notar ainda que o movimento de recuperação do saldo fiscal subnacional deu-se, em grande medida, através da elevação da carga tributária desses governos. Tomando dados da Secretaria da Receita Federal do Brasil, dispostos no gráfico 3, é possível identificar uma elevação de 0,4 pontos de porcentagem do PIB na carga tributária de 1998 para 1999, mesmo período em que houve relevante reversão da situação fiscal, de déficit de 0,3% para superávit primário de 0,2% do PIB. Nos anos seguintes, quando o resultado primário foi elevado para cerca de 1% do PIB (até 2008), é igualmente possível verificar importante elevação da carga tributária para 10,3% do PIB (ante 8,6% em 1999).

A estabilização da carga tributária subnacional entre 10% e 10,5% do PIB de 2009 a 2015, juntamente com o robusto avanço tanto do gasto com pessoal, quanto das renúncias fiscais federais (cujos tributos como o IPI e o IR são compartilhados com estados e municípios), levaram à deterioração dos resultados fiscais primários desses governos. Ademais, houve gradual e contínua perda de participação da principal arrecadação própria dos estados: o ICMS.

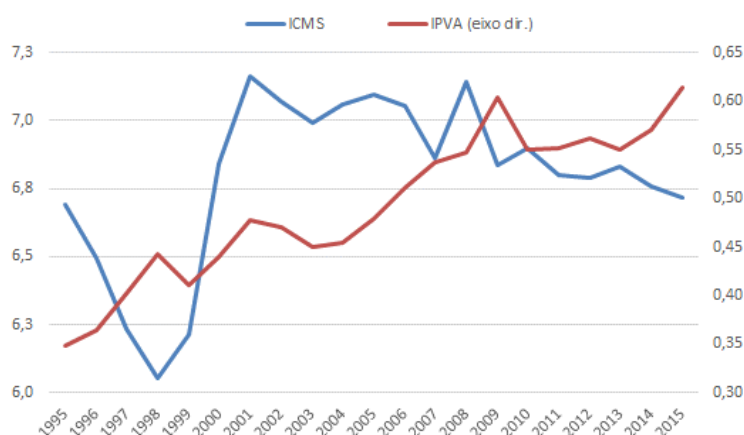
Gráfico 3: Evolução da Carga Tributária e do Resultado Primário de Estados e Municípios (% do PIB)



Fonte: Receita Federal e Banco Central. Elaboração: IFI

Quer seja pelo importante volume de isenções e incentivos fiscais concedidos no âmbito da guerra fiscal durante um longo período de tempo por parte de diversos estados, quer seja pelo recuo de receitas em resposta às inovações tecnológicas, o ICMS perdeu importância na composição da arrecadação estadual, conforme mostra o gráfico 4. Enquanto a receita com esse imposto recuou para o nível de 1995, de 6,7% do PIB, o IPVA tornou-se uma espécie de “seguro” em decorrência de sua menor sensibilidade à economia, e quase dobrou sua importância ao atingir 0,6% do PIB em 2015 (ante 0,35% do PIB em 1995). Do mesmo modo, a perda de fôlego do ICMS foi sendo gradativamente compensada pelo avanço de outros tributos, como o ITCD.

Gráfico 4: Dinâmica do ICMS e do IPVA dos Estados (% do PIB)



Fonte: Receita Federal e Banco Central. Elaboração: IFI

Ainda no âmbito da perda de participação do ICMS para outros tributos de competência tributária estadual, vale notar o recuo das receitas de ICMS do setor de telecomunicações, que retrocedeu para menos de 5% de toda arrecadação própria estadual (ante cerca de 7% em média de 2000 a 2010). Já a participação das receitas de ICMS com energia elétrica e petróleo e derivados registraram menor variância, situando-se em torno de 8% e 13%, em média de 2000 a 2015, respectivamente.

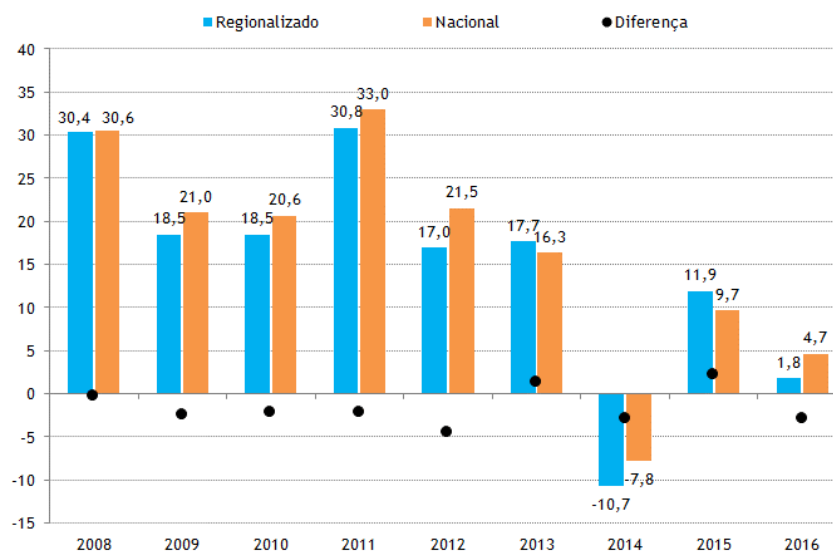
De forma simplificada, há basicamente três momentos na trajetória dos resultados fiscais primários dos governos subnacionais: O primeiro, no final da década de 90, quando a reversão de déficit para superávit teve o suporte da elevação da carga tributária e da contribuição das estatais estaduais; o segundo, de 2001 a 2008, período de robusto crescimento econômico (de 3,7% em média) no qual estados e municípios sustentaram elevado resultado primário, também com importante contribuição de suas estatais, e; o terceiro momento, a partir de 2009, quando a combinação de isenções fiscais federais e subnacionais reduziram o fôlego da arrecadação que, combinadas com o robusto crescimento da folha de salários, produziu continuado enfraquecimento do resultado primário. É neste ponto de partida, de superávit próximo de zero, que se coloca o atual desafio de consolidação fiscal subnacional.

1.2 – COMPOSIÇÃO DO RESULTADO FISCAL SUBNACIONAL

Os resultados fiscais primários, detalhado nos parágrafos acima, apesar de importantes para qualificar o tamanho do desafio fiscal subnacional, não viabilizam uma leitura individualizada de cada unidade federativa, pois são dados agregados a nível nacional. Diante da heterogeneidade e relevância do resultado fiscal de determinadas regiões, em particular do Sudeste que historicamente responde por cerca de 2/3 do resultado primário subnacional, é importante conhecer a composição de cada UF, desagregada para cada ente (estadual, capital e principais municípios).

Nesse sentido, serão analisados os resultados compilados pelo Banco Central para os estados, capitais e principais municípios de cada região, cuja série histórica tem início em 2008. Antes de prosseguir, importa notar duas questões relevantes: A primeira, de que (a) as empresas estatais de estados e municípios, consideradas até o momento, não fazem parte da presente cobertura de dados e, a segunda, de que (b) estão incluídos apenas os municípios considerados economicamente mais representativos. Ou seja, o dado fiscal regionalizado não é exatamente igual ao nacional, ambos reportados pelo Banco Central. As diferenças nos últimos 9 anos são estáveis (em módulo), porém não desprezíveis e giram, em média, a R\$ 2,3 bilhões por ano, conforme denotados no gráfico 5.

Gráfico 5: Diferenças entre o resultado primário nacional e regionalizado para os estados, capitais e principais municípios (R\$ bilhões)

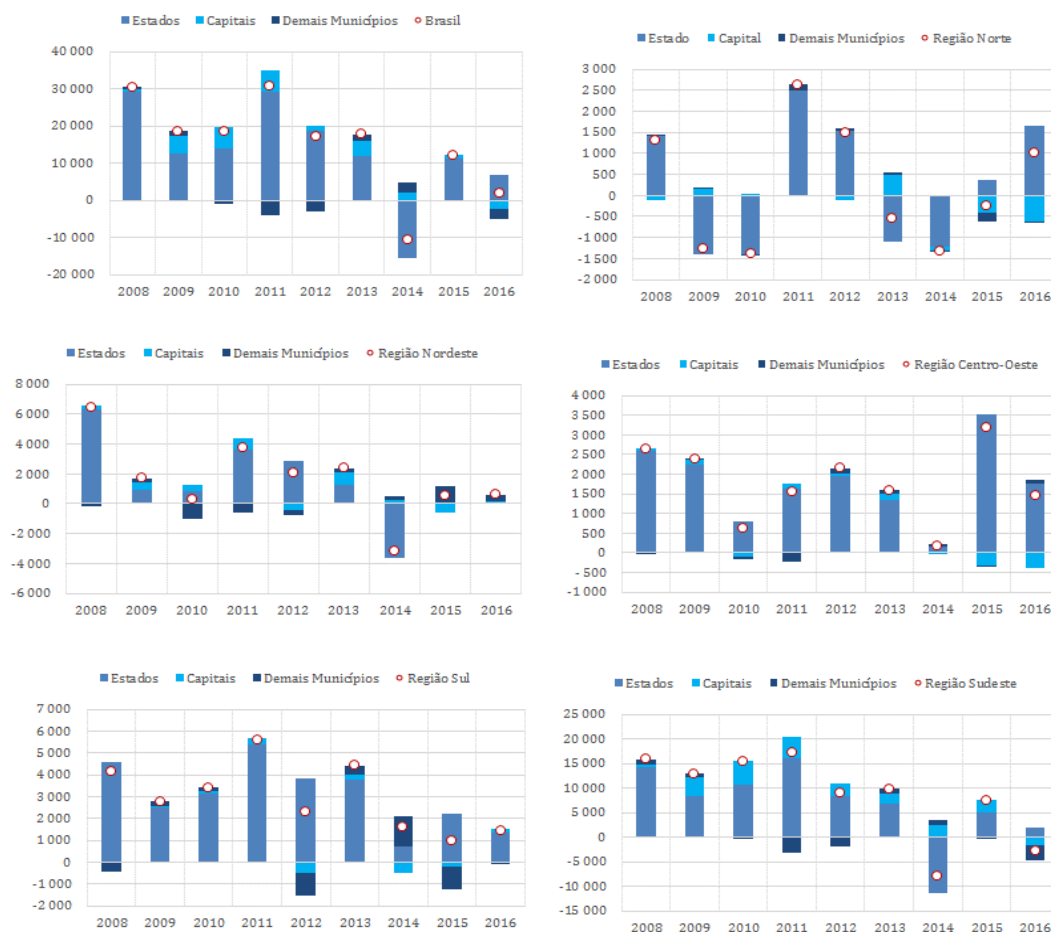


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Contudo, apesar das diferenças entre o resultado populacional e o amostral, os dados são de grande relevância e suficientes para analisar o resultado sob o ponto de vista da evolução das contas fiscais de estados e municípios. Antes de avaliar esses resultados a nível de cada UF, importa notar que o resultado primário dos estados, capitais e principais municípios é determinado, principalmente, pela dinâmica observada nos estados. A âncora do resultado estadual na determinação do saldo fiscal subnacional (vale lembrar, excetuadas suas empresas estatais) é verificada não só para o consolidado Brasil como em todas as cinco regiões do país, conforme gráfico 6. De todo modo, o gráfico também revela que o processo de deterioração fiscal nas capitais e demais municípios é preocupante, uma vez que após a redução continuada de seus resultados positivos, algumas regiões já têm operado em déficit primário.

Do ponto de vista regional, a maior redução do resultado primário nos últimos 9 anos ocorreu na região Sudeste (-R\$ 18,6 bilhões), seguida pelo Nordeste (-R\$ 5,8 bilhões), Sul (-R\$ 2,7 bilhões), Centro-Oeste (-R\$ 1,2 bilhão) e Norte (-R\$ 0,3 bilhão). Apesar da série histórica reduzida limitar inferências mais robustas a respeito da dinâmica desses resultados, é possível identificar um padrão sazonal: o resultado fiscal primário é melhor em anos ímpares do que nos pares, quando há encerramento de ciclos políticos. Como nesse curto período há uma série de eventos afetando o resultado subnacional, alguns endógenos (como, por exemplo, redução do crescimento econômico e ampliação da folha de salários e do endividamento) e outros exógenos (como, por exemplo, a redução dos termos de troca), não é possível, neste momento, determinar o principal fator desse padrão sazonal.

Gráfico 6: Resultado Primário Regionalizado por ente subnacional (R\$ milhões)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Conforme mencionamos acima, os estados são mais decisivos do que os municípios na determinação do resultado subnacional. Na região Sudeste, ao longo dos últimos 9 anos, os estados do Rio de Janeiro e São Paulo foram os principais vetores do resultado primário, enquanto no Nordeste há 5 estados em destaque: Alagoas, Bahia, Ceará, Maranhão e Pernambuco. Na região Sul, há uma alternância grande entre os três estados e, no Centro-Oeste, todos são relevantes com exceção do governo do Distrito Federal, que influencia marginalmente o resultado primário regional. Os estados do Acre, Amazonas, Pará e Rondônia, são destaques na região Norte. Esse diagnóstico revela, portanto, que há 17 (dos 27) estados (aproximadamente 63%) com maior relevância e necessidade de monitoramento para efeito de análise dos resultados subnacionais.

A despeito dos resultados regionais serem majoritariamente influenciados pelos estados, o saldo fiscal primário de estados, capitais e demais municípios revela que em determinadas ocasiões a deterioração (melhoria) dos resultados podem variar bastante. Na região Sudeste, por exemplo, a piora do resultado primário das capitais (-R\$ 4 bilhões) em 2016 foi superior ao verificado nos estados (-R\$ 3,2 bilhões) e, mesmo os demais municípios (-R\$ 3 bilhões), experimentaram uma redução quase proporcional a dos estados. Na outra direção, por exemplo, as capitais da região Nordeste (+R\$ 0,7 bilhão), tiveram melhora bastante superior ao verificado nos governos estaduais (+R\$ 65 milhões). Como se percebe, a heterogeneidade na composição do saldo fiscal das UFs por ente subnacional é relevante. A tabela 1, abaixo, resume essas informações para cada ente, por UF e região.

Tabela 1: Resultado Primário Regionalizado por ente subnacional (R\$ Milhões)

Ano/ Ente Subnacional	2015				2016				2016-2015			
	Gov. Estadual	Capital	Demais Munic.	Total	Gov. Estadual	Capital	Demais Munic.	Total	Gov. Estadual	Capital	Demais Munic.	Total
Região Norte	373	-406	-221	-254	1.658	-621	-24	1.013	1.285	-215	196	1.267
Principais UFs	645	-342	-133	169	1.474	-750	48	772	829	-408	182	603
Acre	238	20	1	260	204	-147	16	73	-35	-168	15	-187
Amazonas	13	-188	-36	-211	512	-498	36	51	499	-310	72	262
Pará	254	-210	-36	8	493	-36	5	462	239	175	41	454
Rondônia	139	36	-63	113	265	-69	-9	186	125	-105	54	74
Demais UFs	-272	-64	-88	-423	185	130	-73	242	456	193	15	665
Região Nordeste	43	-599	1.124	568	108	40	439	588	65	639	-685	19
Principais UFs	839	-278	1.202	1.763	-59	-173	195	-37	-898	105	-1.007	-1.800
Alagoas	474	-104	48	419	419	26	50	495	-55	130	2	77
Bahia	1.094	225	452	1.771	-1.615	-24	-105	-1.744	-2.709	-249	-557	-3.515
Ceará	-679	-26	207	-498	305	-216	50	138	984	-191	-157	636
Maranhão	-596	-175	184	-587	-45	62	140	158	552	238	-44	745
Pernambuco	547	-198	310	659	877	-21	60	916	330	178	-250	257
Demais UFs	-797	-321	-78	-1.195	167	213	244	624	964	534	322	1.819
Região Centro-Oeste	3.532	-309	-50	3.173	1.774	-402	85	1.457	-1.758	-93	135	-1.716
Principais UFs	4.135	-309	-50	3.776	1.439	-402	85	1.121	-2.696	-93	135	-2.654
Goiás	1.423	-174	65	1.314	1.099	-198	-16	884	-324	-24	-81	-430
Mato Grosso do Sul	1.386	-115	63	1.334	231	-84	71	218	-1.154	31	8	-1.115
Mato Grosso	1.326	-20	-178	1.128	108	-120	31	19	-1.218	-100	208	-1.109
Distrito Federal		-603		-603		335		335		938		938
Região Sudeste	5.102	2.401	-43	7.459	1.908	-1.572	-3.064	-2.728	-3.193	-3.973	-3.020	-10.187
Principais UFs	4.156	2.366	-330	6.192	1.972	-1.839	-2.487	-2.353	-2.184	-4.205	-2.157	-8.546
Rio de Janeiro	-868	-1.966	-1.341	-4.175	-1.742	-2.927	-1.030	-5.699	-874	-960	311	-1.524
São Paulo	5.024	4.332	1.011	10.368	3.714	1.088	-1.457	3.345	-1.310	-3.245	-2.468	-7.022
Demais UFs	945	35	286	1.267	-64	267	-577	-374	-1.009	232	-863	-1.641
Região Sul	2.215	-179	-1.084	953	1.378	159	-76	1.461	-837	338	1.008	509
Paraná	899	151	-273	778	1.551	221	-356	1.416	652	69	-84	638
Rio Grande do Sul	712	-133	-68	511	-344	-33	-53	-430	-1.056	100	15	-941
Santa Catarina	604	-197	-743	-336	171	-29	334	476	-434	168	1.077	811
Total Regionalizado	11.265	909	-274	11.900	6.827	-2.395	-2.640	1.791	-4.438	-3.304	-2.366	-10.108

Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

A redução de R\$ 10,1 bilhões no resultado fiscal subnacional de 2015 para 2016 contou, além da deterioração nos estados (-R\$ 4,4 bilhões ou 44% do total), com destacada piora no resultado dos municípios, em particular das capitais (-R\$ 3,3 bilhões ou 33% do total). Do ponto de vista dos governos estaduais, importa notar a contração no saldo

fiscal da Bahia (-R\$ 2,7 bilhões), Mato Grosso (-R\$ 1,2 bilhão) e Mato Grosso do Sul (-R\$ 1,2 bilhão), Rio de Janeiro (-R\$ 0,9 bilhão), São Paulo (-R\$ 1,3 bilhão) e Rio Grande do Sul (-R\$ 1,1 bilhão). Nos municípios, chama atenção a destacada piora tanto da capital (-R\$3,2 bilhões), quanto dos demais municípios de São Paulo (-R\$ 2,5 bilhão).

Na medida em que esses resultados são calculados através da variação do saldo da dívida líquida (DL) e da apropriação do ônus com a conta de juros (J) desses governos, o resultado primário (RP) não é igual àquele apurado acima-da-linha (apurados pelo Tesouro Nacional), ao qual se chega pela subtração de receitas (RP) e despesas não financeiras ou primárias (DP). Além da diferença metodológica explicar alguns desvios na apuração desses resultados, há também o impacto das renegociações de dívida realizadas entre os Estados e a União no âmbito do plano de auxílio aos estados e ao Distrito Federal, que alterou os termos das dívidas contraídas sob o amparo da lei 9.496/ 97 em 20 anos e concedeu descontos extraordinários nas prestações da dívida renegociada.

A referida renegociação, ao alongar os prazos da dívida em vinte anos e conceder descontos na parcela mensal devida, reduziu o ônus dos governos subnacionais abaixo-da-linha (apurados pelo Banco Central) ou, de outra forma, abreviou o superávit primário requerido para pagar as dívidas anteriormente contraídas. Este efeito, em particular, fez com que os resultados apurados pelo Banco Central e utilizados na métrica de resultado primário do setor público consolidado no tocante à meta fiscal, tivessem suas discrepâncias ampliadas em relação aqueles compilados pelo Tesouro Nacional.

Há estados onde a situação fiscal piora ou melhora, quando se comprara os resultados abaixo e acima da linha. No caso do estado do Rio de Janeiro, por exemplo, enquanto os números reportados pelo estado no relatório resumido de execução orçamentária (RREO) - cujos dados são coletados pelo Tesouro Nacional - revela déficit primário de R\$ 12,3 bilhões em 2016, ele é de apenas R\$ 1,7 bilhões no Banco Central. A mesma situação ocorre nos estados de Minas Gerais e Bahia, por exemplo, onde os déficits primários são de R\$ 2,1 bilhões e R\$1,96 bilhões nos dados do Tesouro Nacional, respectivamente, enquanto no Banco Central o saldo negativo é menor e de R\$ 241 milhões e R\$ 1,6 bilhões. Nesses casos, portanto, o resultado abaixo-da-linha é “melhor” que o apurado acima-da-linha.

Por outro lado, os estados de São Paulo e Rio Grande do Sul apresentam saldo fiscal melhor nos dados do Tesouro Nacional do que no Banco Central. Enquanto o resultado primário coletado no RREO para o estado de São Paulo é positivo em R\$6,4 bilhões, ele é menor na estatística do Banco Central (R\$ 3,7 bilhões). Até o momento, apesar das relevantes diferenças, a tendência do resultado primário na passagem de 2015 para 2016 tem sido a mesma em ambas as metodologias. Essa situação, contudo, é alterada para o Rio Grande do Sul, que registra déficit no Banco Central (-R\$ 0,3 bilhão) e superávit no Tesouro Nacional (+R\$ 2,6 bilhões).

De maneira simplificada, apesar da quantidade de dados existentes, é restrita a qualidade da informação que se pode retirar direta e precisamente dos relatórios supracitados (RREO e notas para imprensa de política fiscal), quer seja por questões metodológicas, ainda que potencialmente afetados pela renegociação extraordinária das dívidas (efeito abaixo-da-linha), quer pela intensificação do uso do expediente de acumular dívidas não financeiras (efeito acima-da-linha). Essas discrepâncias devem ser levadas em conta não apenas no momento de avaliação e estudo das contas fiscais subnacionais, mas também na reflexão de medidas que afetem o arcabouço institucional fiscal do país.

I.3 – EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E SEUS COMPONENTES

A evolução da dívida de estados e municípios (excetuadas suas empresas estatais) é determinada pelo tamanho do esforço fiscal realizado por seus governos, bem como pela dinâmica do indexador de suas dívidas. Como parte significativa da dívida subnacional refere-se a duas renegociações feitas na década de 90 e mais uma concluída em 2001, sua trajetória possui uma inércia importante denotada pela dinâmica de seus indexadores.

Antes de analisar os números propriamente ditos, vale rapidamente revisitar as três principais renegociações de dívida entre a União e os estados, Distrito Federal e municípios desde a década de 1990. Em 1993, a lei nº 8.727 instituiu o refinanciamento pela União do saldo de dívidas existentes em 30/06/1993, decorrentes de operações de crédito internas feitas por estados e municípios. Naquela ocasião, houve adesão de 25 estados (exceto Amapá e Tocantins) e 112 municípios no alongamento de até 20 anos das dívidas contraídas e cujo volume alcançou quase US\$ 21 bilhões a preços correntes. Os juros foram estabelecidos de 3% a 12% ao ano, definidos individualmente, a cada contrato.

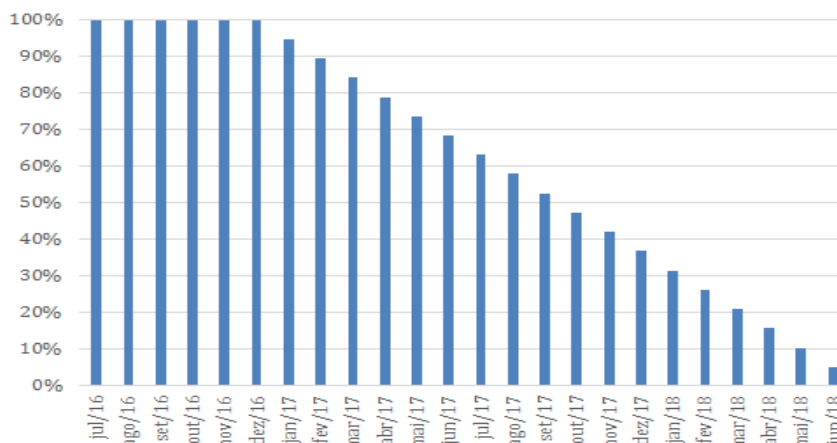
A renegociação seguinte, instituída pela lei nº 9.496 de 1997, refinanciou dívidas de estados e do Distrito Federal constituídas até 31/03/96 com a União, bem como empréstimos tomados junto à Caixa Econômica Federal. A adesão contou com 25 estados (apenas o Amapá e Tocantins não aderiram), cujo prazo era de até 30 anos e juros de 6% a 7,5% ao ano, mais a variação do IGP-DI. A concessão de um subsídio inicial por parte da União, além do alongamento e redução dos encargos financeiros, teve como contrapartida o cumprimento pelos estados dos programas de reestruturação e ajuste fiscal (PAF's). Estes programas têm por objetivo definir metas anuais, para um triênio, de uma série de indicadores fiscais estaduais como, por exemplo, dívidas financeira e gastos com o funcionalismo público.

O terceiro grande programa de renegociação foi instituído pela Medida Provisória nº 2.185 de 2001, que permitiu o refinanciamento de dívidas financeiras contratadas até 30/01/1999, inclusive as decorrentes de antecipação de receita orçamentária (ARO) pelos municípios. O prazo era de 30 anos e juros de 6% a 9% ao ano mais a variação do IGP-DI, podendo ser reduzido para o intervalo de 6% a 7,5% ao ano caso houvesse amortização extraordinária de 10% ou 20% do montante refinanciado pela União. O refinanciamento contou com a adesão de 180 municípios.

Além dos três referidos principais programas de refinanciamento das dívidas subnacionais supracitados, houve recentemente mais uma renegociação envolvendo os estados, conforme mencionamos na seção anterior. A lei Complementar nº 156 de 2016 (que alterou a lei Complementar nº 148/14), renegociou o saldo de dívidas celebradas entre os estados e o distrito federal com a União no âmbito da Lei nº 9.496/97, bem como aqueles celebrados até 31 de dezembro de 2015, com o BNDES.

Adicional ao alongamento das dívidas, foi concedida uma redução extraordinária, limitada a R\$ 500 milhões por mês e por estado, de 100% da prestação mensal nos primeiros seis meses, de julho a dezembro de 2016. Nos 18 meses seguintes, de janeiro de 2017 a junho de 2018, a redução extraordinária da parcela mensal é linearmente decrescente e tem como ponto de partida uma redução de 94,7% até que a prestação volte a ser paga integralmente. O gráfico 7, revela a mecânica dos descontos concedidos nos 24 meses, a contar de julho de 2016.

Gráfico 7: Dinâmica dos descontos concedidos na renegociação amparada pela Lei Complementar nº 156/16



Fonte: Diário Oficial da União. Elaboração: IFI

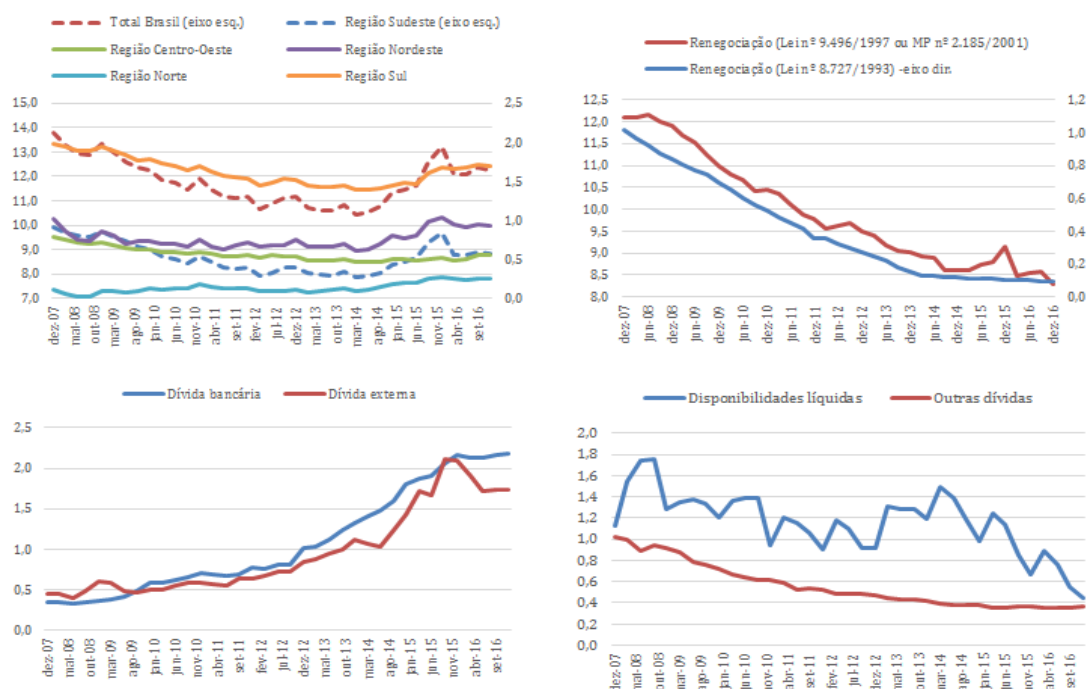
Na medida em que a principal renegociação das dívidas dos estados e do Distrito Federal, feita com base na Lei nº 9.496, de 1997, criou uma série de instrumentos fiscais de verificação do cumprimento das metas anuais definidas nos programas de reestruturação e ajuste fiscal - dos quais destacam-se os limites para a dívida e gastos com pessoal - cabe perguntar porque foi necessária nova rodada de renegociação dessas dívidas. Tentamos responder a essas e outras questões na próxima seção.

De volta a evolução dos componentes da dívida pública subnacional, como as renegociações de 1993, 1997 e 2001 constituem-se nas principais assumpções de dívidas desses governos, sua dinâmica é principalmente datada pela evolução de seus indexadores, contratualmente definidos. A esse respeito, importa notar que a lei complementar 148/14, alterada pela lei complementar 151/15, substituiu o IGP-DI pelo IPCA nos contratos de dívida celebrados entre a União, estados, Distrito Federal e municípios sob amparo da lei nº 9.496, de 1997 e da Medida Provisória nº 2.185 de 2001.

Adicionalmente, houve redução das taxas de juros contratuais que passaram a ser definidas por IPCA mais 4% ao ano (ante taxas entre 6% e 7,5% ao ano) ou pela taxa Selic, a que for menor, além da concessão de descontos equivalentes a diferença do saldo devedor existente em janeiro de 2013 e aquele apurado pela variação da taxa Selic desde o início dos contratos. De acordo com estimativas realizadas pelo governo, naquela ocasião, o impacto da LC 148/14 reduziria o saldo de dívidas dos estados em R\$ 43,3 bilhões. De maneira conclusiva, é fundamental ter todas essas alterações em vista no momento de avaliar a dinâmica dos indicadores de dívida pública subnacionais.

Nesse sentido, tomando por base os dados de dívida líquida de estados e municípios compilados pelo Banco Central (gráfico 8), houve redução de 1,6 pontos de porcentagem do PIB na dívida líquida na última década, de 2007 (13,8% do PIB) a 2016 (12,2% do PIB). Dentre os principais componentes da dívida subnacional, chama atenção justamente àqueles decorrentes das três principais renegociações: de 1993 (lei nº 8.727), 1997 (lei nº 9.496) e de 2001 (Medida Provisória nº 2.185), cujo saldo somado caiu em 4,7 pontos de porcentagem do PIB. Na direção oposta, houve expansão das dívidas bancária (1,8 p.p) e externa (1,3 p.p) em 3,1 pontos de porcentagem do PIB. Vale notar ainda a tendência de gradual recuo das disponibilidades líquidas de caixa.

Gráfico 8: Indicadores para Dívida Líquida de Estados e Municípios (% do PIB)

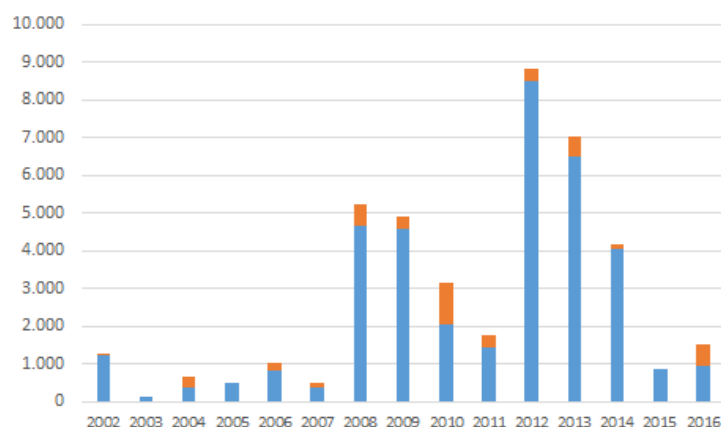


Fonte: Diário Oficial da União. Elaboração: IFI

No tocante à dívida externa, em particular, importa notar que conforme previsão constitucional, suas operações de crédito deverão ser deliberadas pelo Senado Federal. Conforme destacado na seção dedicada à avaliação da “crise dos estados e o novo acordo com a União” no relatório de acompanhamento fiscal (RAF) de março, o saldo das operações de crédito externo aprovadas para os estados registrou destacado avanço de R\$ 45 bilhões no período de 2012 a 2014.

Tomando dados do Tesouro Nacional para operações de crédito externo deferidas nos últimos 15 anos, o volume em dólar para estados e municípios foi de US\$ 41,6 bilhões. O gráfico 9 revela que houve expansão acelerada em dois períodos: de 2008 a 2011 e de 2012 a 2014, com destaque para as operações em nível estadual que responderam por 86%, em média, do volume deferido.

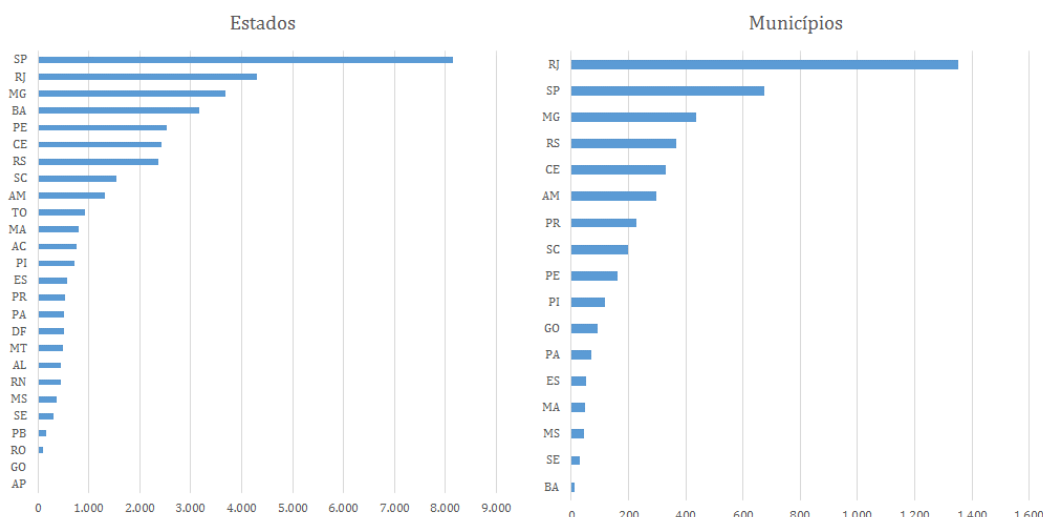
Gráfico 9: Operações de crédito externo deferidas nos últimos 15 anos (US\$ milhões)



Fonte: Sadipem/Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Do ponto de vista estadual, 10 estados concentram 82% destas operações, com destaque para os estados de São Paulo (US\$ 8,2 bilhões), Rio de Janeiro (US\$ 4,3 bilhões), Minas Gerais (US\$ 3,7 bilhões), Bahia (US\$ 3,2 bilhões) e Pernambuco (US\$ 2,5 bilhões). Já nos municípios, Rio de Janeiro (US\$ 1,4 bilhão), São Paulo (US\$ 0,7 bilhão), Minas Gerais (US\$ 0,44 bilhão), Rio Grande do Sul (US\$ 0,37 bilhão) e Ceará (US\$ 0,33 bilhão) concentram 72% das operações nos últimos 15 anos. O gráfico 10, abaixo, sumariza as operações por UF de 2002 a 2016.

Gráfico 10: Operações de Crédito Externo deferidas para Estados e Municípios (US\$ milhões)



Fonte: Sadipem/Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Conforme notamos na primeira seção deste estudo, o início do recuo contínuo do resultado primário dos governos subnacionais deu-se em 2009, mesmo período de importante retração na arrecadação do principal tributo dos estados (o ICMS), do avanço da política de desonerações fiscais, bem como das operações de crédito externo, conforme depende-se dos dois gráficos acima. A combinação desses fatores e da robusta elevação dos gastos com pessoal, aprofundou o processo de piora das contas fiscais subnacionais, conforme revelado no gráfico 3.

I.4 – INDICADORES DA LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL (LRF)

O arcabouço institucional fiscal do país, traduzido, principalmente, na Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000) e nas resoluções nº 40 e nº 43, de 2001, do Senado Federal, instituíram uma série de limites anuais para as contas públicas subnacionais, como:

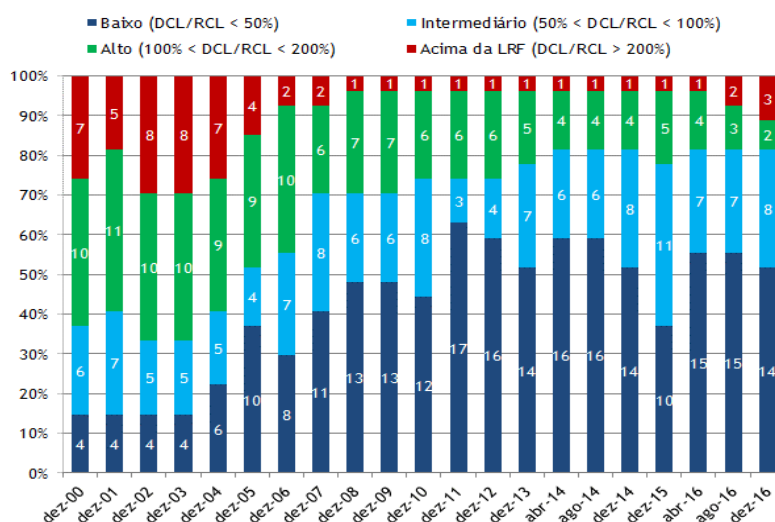
1. (DCL/RCL): Dívida consolidada líquida (DCL) dividida pela Receita corrente líquida (RCL) de, no máximo, 2 vezes;
2. (Pessoal/RCL): Gasto com pessoal dividido pela receita corrente líquida de, no máximo, 60%, individualizado da seguinte forma:
 - a. Executivo: 49% da RCL;
 - b. Legislativo (inclusive os Tribunais de Conta Estaduais): 3% da RCL;

- c. Judiciário: 6% da RCL; e
- d. Ministério Público: 2% da RCL;
- 3. (Serviço da dívida/RCL): Comprometimento da receita corrente líquida com o serviço da dívida de, no máximo, 11,5%;
- 4. (Operações de Crédito/RCL): Volume de operações de crédito como proporção da receita corrente líquida de, no máximo, 16%, sendo vedadas operações cerca de 6 meses antes do final do mandato;
- 5. (Garantias/RCL): Concessões de garantias sob a receita corrente líquida de, no máximo, 22%;
- 6. (ARO/RCL): Volume de operações de antecipação de receita orçamentária como proporção da receita corrente líquida de, no máximo, 8%; e
- 7. (RP/Disponibilidades): Vedação de contratação de despesa nos últimos 2 quadrimestres sem que haja disponibilidade de recursos suficientes para seu atendimento.

Conforme mencionamos na seção anterior, se a institucionalidade fiscal possui tantos instrumentos de apuração e controle das contas públicas, porque estes não atuaram plenamente a ponto de limitar o tamanho da deterioração verificada a partir de 2009?

Na realidade, os mecanismos de controle e fiscalização de uma postura fiscal responsável exerceram seus pesos e contrapesos durante longo período do tempo. Desde o princípio do processo estabelecido na LRF, os maiores problemas fiscais subnacionais (dívida e gasto com pessoal) foram sendo gradativamente equacionados, de tal maneira que não seria verdadeiro apontar falta de efetividade do principal arcabouço fiscal do país. O gráfico 11, abaixo, revela que até 2010 houve significativa convergência do número de estados para níveis baixos (de 4 para 12) de endividamento.

Gráfico 11: Quantidade de Estados por nível de endividamento (DCL/RCL)



Fonte: Siconfi/Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Conforme destacado na sessão anterior, os sucessivos processos de renegociação denotam que o principal problema na década 90, início dos anos 2000, era relacionado ao elevado nível de endividamento. Após a LRF, conforme denotado no gráfico

acima, a frequência de estados com nível acima dos limites legais estabelecidos, de duas vezes a RCL anual, recuou para apenas 1 (ante 7) em 2010. A mesma dinâmica é verificada no intervalo de estados com patamar elevado de dívida, que recuou de 10 para 6.

Mais recentemente, houve uma piora nesses indicadores. Além do Rio Grande do Sul (212,9%), estado que desde o início do processo não logrou ficar abaixo dos limites legais, os estados do Rio de Janeiro (233,8%) e Minas Gerais (203,1%) superaram os 200% de DCL/RCL ao final do ano passado. Como a situação fiscal desses estados já era particularmente delicada antes da violação do teto da LRF, parece possível inferir que os limites tenham se tornado mais elevados que pretendido. De outra forma, significa dizer que, afora questões técnicas relacionadas ao critério de contabilização dos componentes da RCL, os limites máximos e de alerta da frágil situação fiscal estadual poderiam ser revistos para baixo como forma de captar com maior tempestividade potenciais desequilíbrios ou trajetórias insustentáveis de endividamento.

Assim como no tocante ao nível de endividamento, o nível máximo legal de concessão de garantias, AROs e tomada de operações de crédito podem parecer elevadas e acima de nível prudencial. Contra intuitivamente, o mesmo não parece ocorrer com as despesas de pessoal, cujo fragilidade parece ser mais uma questão de *compliance* e entendimento diverso do que rege a Lei de Responsabilidade Fiscal, do que propriamente os níveis legais definidos em 2000. Ambas as questões parecem ser a principal razão para que os diversos limites (máximo, alerta e prudencial) do gasto de pessoal não tenham funcionado.

Ainda no tocante aos gastos com o funcionalismo público, além do limite máximo de 60% da RCL para os estados, a LRF prevê que, uma vez atingido o limite prudencial (equivalente a 95% do limite máximo), ficam vedadas ao poder ou ao órgão:

- a. Admissão ou contratação de pessoal a qualquer título, ressalvada reposição por falecimento ou aposentadoria de servidores da saúde, educação e segurança;
- b. Criação de cargo, emprego ou função;
- c. Contratação de hora extra, salvo em determinadas situações;
- d. Alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; e
- e. Conceder aumento, vantagem, reajuste ou adequação de remuneração a qualquer título, salvo aquelas decorrentes de sentença judicial ou de determinação legal ou contratual.

Para o caso de as despesas com pessoal ultrapassarem o limite máximo definido, sem prejuízo das medidas listadas de “a” a “e”, o gasto excedente terá que ser eliminado em até 8 meses, sendo pelo menos 1/3 nos primeiros 4 meses. Ou seja, a LRF prevê limites e instrumentos relevantes para que estados e ou municípios se enquadrem no limite legal.

A despeito dessas previsões, entendimentos diversos do rege a LRF e de *compliance* por parte de alguns órgãos de controle estaduais, impossibilitaram a contabilização correta dessas despesas estaduais o que, por sua vez, inviabilizou a aplicação dos gatilhos previstos na LRF. O caso mais emblemático é o estado do Rio de Janeiro que, em 2015, reportou comprometimento de apenas 41,7% da RCL com gastos de pessoal, quando na realidade o dado corrigido pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) apontava 62,8%.

Apesar de pronunciado, o exemplo do estado do RJ não é o único com esse tipo de problema. Diversos outros estados como o Rio Grande do Sul, Minas Gerais, Mato Grosso do Sul, Distrito Federal, Goiás e Paraná chamam atenção pelo tamanho do desvio entre o dado reportado no relatório de gestão fiscal (RGF) e o corrigido pela STN. Outros estados também têm inconsistências importantes, apesar da magnitude ser relativamente menor. Em resumo, a contabilização do gasto com pessoal em desacordo com a definida na LRF, é uma realidade em praticamente todos os estados.

Os contratemplos são diversos e relacionam-se tanto à contabilização do gasto com pessoal terceirizado no total do gasto com pessoal para efeito legal, quando relacionados a substituição de servidores e empregados públicos, quanto à contabilização do gasto com inativos e pensionistas por poder. Neste último caso, problemas na contabilização do gasto com pessoal por poder dificultam a leitura fidedigna de quais poderes estão, efetivamente, dentro ou fora dos limites legais. A título de exemplificação, é possível identificar essas questões em 3 estados: Rio de Janeiro, São Paulo e Espírito Santo.

Através de extrações realizadas no site da Secretaria do Tesouro Nacional (no sistema Siconfi), não é possível identificar apontamentos para o gasto com pessoal inativo e pensionistas do poder Judiciário e do Ministério Público do estado do Rio de Janeiro. A mesma impossibilidade ocorre na Defensoria Pública do estado de São Paulo e no Ministério Público do Espírito Santo. Estas dúvidas, associadas as questões relativas a contabilização do gasto com terceirizados, dificulta o diagnóstico do tamanho do problema fiscal subnacional, bem como adoção de medidas pormenorizadas para sua solução.

Apesar desses distúrbios na fonte primária dos dados de pessoal, é possível identificar uma série de violações aos limites legais, sem promover quaisquer ajustes. Conforme sintetizado na tabela 2, há diversos poderes, de diversos estados, com níveis preocupantes de gasto com pessoal. Houve, contudo, uma melhora na passagem de 2015 para 2016. Enquanto em 2015 haviam três estados acima do limite máximo, sete no limite prudencial e seis no nível de alerta, esse quantitativo caiu para dois, quatro e manteve-se estável, respectivamente, para 2016.

Tabela 2: Limite do Gasto com Pessoal por poder (% da RCL)

Ano/ Poder	2015					2016				
	Executivo	Judiciário	Legislativo	Ministério Público	Total Geral	Executivo	Judiciário	Legislativo	Ministério Público	Total Geral
Alerta	44,10	5,40	2,70	1,80	54,00	44,10	5,40	2,70	1,80	54,00
Prudencial	46,55	5,70	2,85	1,90	57,00	46,55	5,70	2,85	1,90	57,00
Maximo	49,00	6,00	3,00	2,00	60,00	49,00	6,00	3,00	2,00	60,00
AC	48,8	4,5	3,1	1,7	58,2	45,2	4,1	2,9	1,6	53,9
AL	48,4		1,5	1,7	51,5	46,0			1,5	47,4
AM	48,0	3,8	2,7	1,6	56,0	47,2	3,7	2,8	1,5	55,2
AP	43,4	4,7	2,9	1,9	53,0	39,0	4,4	2,5	1,6	47,5
BA	47,6	5,5	2,8	1,5	57,5	46,3	5,1	2,6	1,5	55,5
CE	45,9	5,7	2,5		54,1	40,7	5,1	2,2	1,7	49,7
DF	46,8		2,5		49,3	46,8		1,5		48,3
ES	43,4	6,3	2,1	1,8	53,5	43,3	6,1	2,1	1,8	53,3
GO	48,4			2,0	50,4	46,7	4,8	1,5	1,9	54,9
MA	42,9	5,5	2,9	1,8	53,0	39,0	4,8	2,6	1,7	48,0
MG	47,9	5,2	2,4	1,8	57,3	49,3	5,3	2,5	1,9	58,9
MT	49,7	5,2	2,5	1,7	59,1	45,3	5,3	2,4	1,6	54,6
PA	47,3	4,2	2,8		54,3	44,6	4,4	1,4		50,4
PB	51,5	5,6	2,8	1,9	61,9	48,6	5,5	2,8	1,5	58,3
PE	46,2	5,2	2,8	1,6	55,8	45,8	5,3	2,6	1,5	55,2
PI	42,7	5,5	2,7	1,7	52,5	41,6	4,7	2,5	1,7	50,4
PR	46,2	4,6	1,6	1,6	54,0	45,4	4,9	1,8	1,6	53,7
RJ	33,5	5,5	1,1	1,7	41,8	61,7	6,0		1,9	69,6
RN	52,5	5,6	3,1	2,2	63,4	54,1	5,4	2,9	2,1	64,5
RO	44,4	5,3	2,7	1,9	54,3	41,7	5,1	2,7	1,8	51,3
RR	47,3	4,3	3,7	1,9	57,2	42,7	4,1	2,0	1,7	50,5
RS	49,2	5,1	2,1	1,7	58,1	44,1	4,8	1,9	1,6	52,4
SC	48,4	5,2	2,8	1,9	58,2	47,4	5,2	2,8	1,9	57,2
SE	47,8				47,8	47,2				47,2
SP	46,3	4,9	1,0	1,3	53,4	46,4	5,3	1,2	1,3	54,2
TO	52,3	5,8	3,2	1,8	63,0	48,3	5,3	2,7	1,7	58,0
MS	45,8				45,8					0,0

Fonte: Siconfi/Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Houve melhora ainda nos indicadores do poder executivo de diversos estados como, por exemplo, Acre, Alagoas, Amapá, Bahia, Ceará, Goiás, Maranhão, Mato Grosso, Pará e Rondônia. Na direção oposta, os estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Norte registraram piora de um ano para outro. Para o Poder Judiciário, também houve melhora de 2015 para 2016 em diversos estados, inclusive no Espírito Santo. Na contramão, o estado do Rio de Janeiro registrou piora.

De forma sintética, apesar do avanço dos indicadores para o gasto com pessoal por poder nos estados, o quadro ainda é preocupante tanto em função da quantidade importante de estados em situação delicada quanto pela sua composição por poder. Não obstante, há questões de primeira ordem relacionadas a qualidade das estatísticas fiscais reportadas pelos estados em seus RGFs, que demandam ajustes mais profundos. A qualidade e uniformidade das informações subnacionais, a propósito, é uma agenda que precisa avançar como forma de minimizar problemas na tempestividade do diagnóstico fiscal.

II – METODOLOGIA DA SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL

A avaliação da capacidade de pagamento dos estados é feita pela STN. Inicialmente, a avaliação ocorria apenas durante a instrução dos pleitos de operação de crédito dos estados, com garantia da União, exigência do art. 23 da Resolução do Senado Federal nº 43, de 2001⁵.

Art. 23. Os pedidos de autorização para a realização de operações de crédito interno ou externo de interesse dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, que envolvam aval ou garantia da União deverão conter:

I - exposição de motivos do Ministro da Fazenda, da qual conste a classificação da situação financeira do pleiteante, em conformidade com a norma do Ministério da Fazenda que dispõe sobre a capacidade de pagamento dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios;

A partir de 2015, a avaliação passou a ser feita independentemente da existência de pleito. A atual metodologia aplicada pela STN está na Portaria do Ministério da Fazenda nº 306, de 10 de setembro de 2012, detalhada pela Portaria da Secretaria do Tesouro Nacional nº 543, de 18 de setembro de 2012.

Essa metodologia é bastante complexa, dividida em duas etapas. É na primeira etapa que os estados recebem notas que variam de A+ a D-, de acordo com a

5 A Resolução do Senado Federal nº 43, de 2001, dispõe sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e condições de autorização, e dá outras providências. Essa resolução tem como base os incisos V, VII e VIII do art. 52 da Constituição Federal, dispositivo que lista as atribuições privativas do Senado Federal, o art. 32 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal. Na Resolução, estão contidas as regras relativas a vedações, limites e procedimentos para aprovação de operações de crédito externo e interno de interesse dos entes subnacionais. O Ministério da Fazenda é o órgão responsável pela verificação do atendimento das exigências. No caso de operações de crédito externo, há necessidade ainda de aprovação pelo Senado Federal, depois de análise do referido ministério.

respectiva situação fiscal, sendo A+ a melhor situação e D-, a pior. Já na segunda etapa, se levam em conta as informações da operação de crédito propriamente dita.

O estado só terá a capacidade de pagamento atestada pela unidade da STN responsável pela avaliação se passar pelas duas etapas. Só estão habilitados a ingressar na segunda etapa os estados com avaliação de A+ a B-. Em caso de não aprovação na segunda etapa, o estado recebe a avaliação C*, independentemente da nota recebida na primeira fase, e o pronunciamento acerca da capacidade de pagamento do estado dependerá de manifestação favorável do secretário do Tesouro Nacional.

É importante destacar que a União não recusa automaticamente a concessão de garantia para operação de crédito pleiteada por estado que não tenha sua capacidade de pagamento atestada pela unidade responsável da STN ou pelo secretário. A garantia pode ser concedida mesmo assim, desde que a operação seja contratada para: a) financiar projetos que visem aprimorar a gestão fiscal, financeira e patrimonial, no âmbito de programas do governo federal, junto a organismos multilaterais de crédito ou instituições oficiais federais de crédito ou de fomento; ou b) reestruturar e recompor o principal da dívida.

Se a operação não se enquadrar em uma das duas situações, a garantia só poderá ser concedida a critério do ministro da Fazenda e, ainda assim, se atender a três condições simultaneamente: a) o estado ofereça contragarantias suficientes à União; b) os recursos sejam direcionados a projetos considerados relevantes para o governo federal; c) o estado demonstre ter recursos compatíveis com sua situação fiscal para o atendimento das contrapartidas a seu cargo. Note-se que os itens *a* e *c* são bastante objetivos, mas o item *b* confere ampla margem à discricionariedade.

A contragarantia recebe um tópico à parte na portaria do Ministério da Fazenda. As exigências aí previstas valem para qualquer operação com garantia da União. A contragarantia obedece às seguintes exigências: a) ser suficiente para atender ao serviço da operação de crédito em análise e das operações já contratadas; b) consistir de receitas próprias dos estados e transferências recebidas da União, ambas previstas constitucionalmente; c) ser aprovada na respectiva assembleia legislativa; e d) ser automaticamente transferida à União pelo banco depositário no montante necessário à liquidação dos valores devidos e não pagos pelo estado.

II.1 – A PRIMEIRA ETAPA

Cabe agora detalhar um pouco mais as duas etapas da avaliação da capacidade de pagamento, segundo a metodologia da STN. A primeira etapa utiliza oito indicadores fiscais para avaliar a situação fiscal de cada estado, em termos do risco de crédito oferecido. Considera-se a média dos últimos três anos para cada indicador, com peso maior para o último ano. Já a média dos oito indicadores requer duas providências. A primeira é dar um peso para cada indicador de acordo com a sua importância; e a segunda é padronizá-los, de tal modo que possam ser somados no cálculo da média. Por fim, a média ponderada resultante é enquadrada em letras de A+ a D-, respectivamente, a melhor e a pior situação fiscal.

A Tabela 3 abaixo apresenta, na primeira coluna, os oito indicadores utilizados pela STN, na segunda e terceira, respectivamente, a considerada melhor e pior valor para cada indicador e, na última coluna, o peso de cada um. Por exemplo, o primeiro indicador corresponde à relação entre a dívida pública consolidada e a receita corrente líquida (RCL), com peso 10, o maior peso dentre as oito variáveis. O melhor resultado para

esse indicador é 50%, vale dizer, dívida de até a metade da receita. O pior resultado, por sua vez, é 130%, ou seja, dívida igual ou superior a 1,3 vezes a receita corrente líquida. Vale observar que o melhor e o pior resultado para cada indicador foram arbitrados pela STN. Ao assim proceder, todos os estados com indicador de até 50% são enquadrados na melhor situação possível, e todos com indicador igual ou superior a 130% compõem o grupo dos que estão na pior situação possível.

Tabela 3 – Metodologia da STN: indicadores para avaliar a situação fiscal dos estados

Indicador	melhor (%)	pior (%)	peso
1. Endividamento			
Dívida Pública Consolidada / RCL	50	130	10
2. Serviço da Dívida			
Serviço da Dívida / RCL	8	15	9
3. Resultado Primário			
Resultado Primário / Serviço da Dívida	100	0	8
4. Despesa com Pessoal e Encargos Sociais			
Despesa com Pessoal / RCL	40	70	7
5. Capacidade de Geração de Poupança Própria			
(Receita corrente – despesa corrente) / receita corrente	25	5	4
6. Participação dos Investimentos na Despesa Total			
Investimentos / Despesa Total	20	5	3
7. Participação das Contribuições do RPPS na Despesa Previdenciária			
Contribuição previdenciária / despesa previdenciária	90	40	2
8. Receitas Tributárias nas Despesas de Custeio			
Receita tributária / Despesa de Custeio	80	30	1

Fonte: Portaria do Ministério da Fazenda nº 306, de 2012. Elaboração IFI.

Já a Tabela 4 associa a média ponderada dos indicadores às respectivas notas que vão de A+ a D-. A primeira coluna aponta a nota, a segunda indica o intervalo de valores assumidos pela média associado a cada nota, e a última coluna descreve a situação fiscal e o risco de crédito correspondente. A média ponderada nessa tabela já está padronizada para valores de zero a seis. Se o estado apresentar a melhor situação possível em cada um dos oito indicadores, conforme visto na Tabela 3, a sua média final será zero; se apresentar a pior situação, sua média será seis. Caso o estado se posicione exatamente na situação intermediária, em todos os indicadores, sua média será três. É claro que cada estado pode apresentar indicadores mesclados, com desempenhos bons e ruins, obtendo como resultado a mesma média equivalente a três. De acordo com a Tabela 4, se o estado tiver média equivalente a 1,7, sua nota será B+, situação fiscal forte e risco de crédito baixo; se tiver média 3,75, sua nota será C, situação fiscal fraca e risco de crédito muito alto.

Antes de detalhar a segunda etapa, cabe observar que a situação fiscal do estado e o respectivo risco de crédito são inteiramente definidos na primeira etapa. Essa avaliação pode ser feita independentemente da existência de um pleito de operação de crédito. Tanto é que a STN passou a avaliar os estados automaticamente a partir de 2015. Assim, se a preocupação do analista se restringe a conhecer a situação do estado, a segunda

etapa não é relevante. A sua importância reside em balizar a decisão da STN a respeito da conveniência ou não de conceder garantia à operação de crédito pleiteada⁶.

Tabela 4 – Metodologia da STN: classificação da situação fiscal dos estados

Nota	Faixas	Descrição da situação fiscal
A+	0,0 0,5	Situação fiscal excelente - risco de crédito quase nulo
A	0,5 1,0	Situação fiscal muito forte - risco de crédito muito baixo
A-	1,0 1,5	Situação fiscal muito forte - risco de crédito muito baixo
B+	1,5 2,0	Situação fiscal forte - risco de crédito baixo
B	2,0 2,5	Situação fiscal forte - risco de crédito baixo
B-	2,5 3,0	Situação fiscal boa - risco de crédito médio
C+	3,0 3,5	Situação fiscal fraca - risco de crédito relevante
C	3,5 4,0	Situação fiscal muito fraca - risco de crédito muito alto
C-	4,0 4,5	Situação fiscal muito fraca - risco de crédito muito alto
D+	4,5 5,0	Situação de desequilíbrio Fiscal
D	5,0 5,5	Situação de desequilíbrio Fiscal
D-	5,5 6,0	Situação de desequilíbrio Fiscal

Fonte: Portaria do Ministério da Fazenda nº 306, de 2012. Elaboração: IFI.

II.2 – A SEGUNDA ETAPA

Conforme visto, a avaliação da capacidade de pagamento dos estados é feita pela STN em duas etapas, por ocasião da instrução do pedido de operação de crédito, com garantia da União. A primeira consiste em dar nota para a situação fiscal do estado. A segunda, por sua vez, verifica se o estado obedece simultaneamente a duas condições que levam em conta, além da referida nota, o saldo devedor e o serviço da operação de crédito, medidos em relação à receita corrente líquida (RCL), projetados para os cinco primeiros exercícios de vigência do crédito⁷.

Em relação à primeira condição, o estado que pleiteia a operação precisa se enquadrar na seguinte situação:

$$Dop < \text{ou} = (100\% - Ddc) \times F, \text{ onde:}$$

Dop: média do saldo devedor da operação de crédito, em relação à RCL, nos primeiros cinco anos de vigência da operação;

Ddc: média do saldo da dívida pública consolidada, em relação à RCL, nos primeiros cinco anos de vigência da operação; e

⁶ A propósito, a compreensão da verificação das duas condições previstas as nesta segunda etapa não é imprescindível para o entendimento do restante do estudo.

⁷ A projeção da receita corrente líquida para os próximos cinco anos consiste simplesmente na aplicação de crescimento real de 3% ao ano sobre o último dado disponível. Já a projeção do saldo e do serviço da dívida pública consolidada leva em conta o saldo desta dívida, acrescida dos efeitos das operações de crédito já contratadas e a contratar que já são objeto de pleito. Essas informações foram retiradas da Portaria nº 543, de 2012, da STN, que detalha como as variáveis abarcadas pelos indicadores devem ser calculadas.

F: fator que varia em função da nota obtida pelo estado na primeira etapa (100% para A+; 85% para A; 70% para A-; 55% para B+; 40% para B; e 25% para B-).

Em relação à segunda condição, o estado precisa se enquadrar na seguinte situação:

$$\text{Sop} < \text{ou} = (10\% - \text{Sdc}) \times F, \text{ onde:}$$

Sop: média do serviço da operação de crédito, em relação à RCL, nos primeiros cinco anos de vigência da operação; e

Sdc: média do serviço da dívida pública consolidada, em relação à RCL, nos primeiros cinco anos de vigência da operação.

Note-se que as duas condições envolvem, respectivamente, os dois primeiros indicadores utilizados para se chegar à nota conferida na primeira etapa. Percebe-se ainda que estados com nota inferior a B- nem chegam à segunda etapa, pois o fator F só se aplica a estados com nota igual ou superior a B-. Mesmo que alcance essa nota, se o saldo da dívida pública consolidada, em relação à receita corrente líquida, for igual ou superior a 100% (na média dos cinco anos), ou o serviço da dívida pública consolidada, em relação à receita corrente líquida, for igual ou superior a 10% (na média dos cinco anos), o estado, matematicamente, não cumprirá simultaneamente as duas condições.

Na verdade, os indicadores dos estados terão que estar a certa distância dos dois percentuais acima referidos para que haja espaço para a aceitação da concessão da garantia à operação de crédito. E a distância terá que ser tanto maior quanto menor a nota do estado, pois essa nota está diretamente relacionada com o fator F. Por exemplo, suponha dois estados, um com nota B- e outro com nota B. Suponha ainda que o saldo da dívida pública consolidada em relação à receita corrente líquida (na medida dos cinco anos) seja de 90% nos dois casos. Como no primeiro estado, o fator é 25% e, no segundo, é 40%, o primeiro estado só tem espaço para operações que cheguem a 2,5% da receita corrente líquida $((100\% - 90\%) \times 25\%)$, enquanto, no segundo, o espaço é de 4% desta receita $((100\% - 90\%) \times 40\%)$. Vale lembrar, se o estado aprovado na primeira etapa não obedecer às duas condições previstas na segunda etapa, ele receberá a nota C* e só terá a capacidade de pagamento atestada com a manifestação favorável expressa do secretário do Tesouro Nacional.

III – APLICAÇÃO DA METODOLOGIA DA STN AOS ESTADOS

A nota de cada um dos vinte e sete estados da Federação para o período 2013 a 2016 encontra-se na Tabela 5, dados retirados do Boletim das Finanças Públicas dos Entes Subnacionais⁸. Os estados estão ordenados com base na nota recebida em 2016. Em relação ao primeiro biênio, a nota foi obtida com base nas informações disponíveis quando da análise do último pleito do estado no ano, de operação de crédito com garantia da União. A ausência de nota indica que não houve pleito. Em relação a 2015 e 2016, a STN passou a avaliar todos os estados, independentemente de pleito. Em geral, a avaliação associada a determinado ano se refere à situação fiscal vigente no ano anterior.

⁸ O Boletim pode ser obtido em - <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/0/Boletim+de+Financas+P%C3%BAblicas+dos+Entes+Subnacionais/107970b4-9691-4263-a856-b37d655b42b2>. As notas apresentadas na Tabela 5 foram retiradas da pg. 31 do Boletim.

Observa-se na Tabela 5, dados relativos a 2016, que, dos vinte e sete estados, quatorze possuem nota igual ou superior a B-, nota mínima para passar à segunda etapa da avaliação do pleito de garantia da União. Sendo assim, os treze estados restantes precisariam de manifestação expressa do ministro da Fazenda ou enquadramento nas duas hipóteses de uso dos recursos obtidos com a operação. Nenhum estado tem nota A e apenas o Pará tem nota B+. A nota B também é rara: apenas Espírito Santo e Roraima. Portanto, do grupo de quatorze estados com nota igual ou superior a B-, onze têm nota B-.

Tabela 5 - Nota dos estados de acordo com a STN

Estados	2013	2014	2015	2016
Rio Grande do Sul	C-	C-	D+	D
Minas Gerais	C	C	D+	D
Rio de Janeiro	C-	D	D	D
Goiás	C-		D+	D+
Alagoas	C-		D+	C-
São Paulo	C-	C	C-	C-
Mato Grosso do Sul	C-		D+	C-
Acre	B-	B-	C+	C
Santa Catarina	C+	C+	C	C
Sergipe	B-	C	C+	C+
Piauí	C+		B-	C+
Paraíba		B-	B-	C+
Rio Grande do Norte	B-		B-	C+
Rondônia	B+		B	B-
Pernambuco	B		B-	B-
Paraná	B	C+	C+	B-
Maranhão	C+		B-	B-
Bahia	B	B	B	B-
Ceará	B-	B	B-	B-
Mato Grosso			B-	B-
Amazonas	B+	B+	B	B-
Tocantins	B+	B+	B	B-
Amapá	B-		B-	B-
Distrito Federal	B	B	B-	B-
Espírito Santo	A-		B	B
Roraima	A-		B	B
Pará	B+		B+	B+

Fonte: STN. Elaboração: IFI.

Observa-se também que dos vinte e cinco estados que foram avaliados em 2013, dezessete sofreram rebaixamento comparando-se esse ano e 2016. Dos restantes, sete mantiveram a mesma nota e apenas um melhorou. Tal fato retrata a piora da situação econômica do país a partir de 2014, com importante impacto sobre as finanças estaduais. Ademais, como a situação econômica foi igualmente ruim em 2016, e os dados relativos a esse ano não foram totalmente incorporados nas avaliações já feitas, novos rebaixamentos podem ocorrer em novas rodadas de avaliações. Assim, os onze estados com nota B-, em caso de rebaixamento, passariam a integrar o grupo daqueles inaptos para participar da

segunda etapa de avaliação. Esses onze estados são: Rondônia, Pernambuco, Paraná, Maranhão, Bahia, Ceará, Mato Grosso, Amazonas, Tocantins, Amapá e Distrito Federal,

No grupo dos treze estados com nota abaixo de B-, nove estão com nota C (C+, C e C-): Alagoas, São Paulo, Mato Grosso do Sul, Acre, Santa Catarina, Sergipe, Piauí, Paraíba e Rio Grande do Norte. Os quatro restantes estão com nota D (D+ ou D): Rio Grande do Sul, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Goiás. Note-se que todos os estados das regiões Sul e Sudeste estão nesse grupo de treze estados, à exceção do Espírito Santo e do Paraná. Já os estados das regiões Centro-Oeste e Nordeste dividem-se entre os dois grupos, enquanto a Região Norte só tem o Acre no segundo grupo.

A STN tornou pública a sua metodologia de avaliação da capacidade de pagamento dos estados, mas não divulga regulamente a memória de cálculo dessas avaliações, vale dizer, a aplicação da metodologia aos dados primários fornecidos pelos próprios estados. Tais informações permitiriam verificar o desempenho de cada um dos indicadores, de cada um dos estados, revelando os pontos fortes e fracos. A reprodução por conta própria da avaliação torna-se difícil por conta dos ajustes feitos pela STN nos dados primários, em função de discordância quanto à forma mais adequada de contabilização das variáveis.

Considerando-se apenas as duas variáveis regularmente disponibilizadas pela STN para cada um dos estados, com fácil acesso, é possível chegar a algumas conclusões. Tais variáveis são a dívida consolidada líquida e receita corrente líquida. Se apenas o nível de endividamento fosse considerado, com base na dívida consolidada líquida, em relação à receita corrente líquida, a avaliação final de cada estado mudaria de modo significativo, em boa parte dos casos.

Tal fato pode ser observado na Tabela 6 abaixo. A primeira coluna mostra os estados ordenados da pior para a melhor avaliação, mediante aplicação da metodologia da STN, alterada para concentrar 100% do peso no indicador de endividamento, retratado pela relação entre dívida consolidada líquida e receita corrente líquida (metodologia alterada)⁹. A segunda coluna aponta a nota de cada estado relativa a 2016, tal qual retratada na Tabela 5 acima, com plena aplicação da metodologia da STN (metodologia vigente). A terceira coluna informa a avaliação obtida por cada estado com base na aplicação da metodologia alterada. Na última coluna, por fim, aparece o número de posições que o estado cairia (número negativo) ou subiria (número positivo), se, em vez da metodologia vigente, fosse aplicada a metodologia alterada.

É possível ver que a avaliação de alguns poucos estados pioraria, enquanto a da grande maioria melhoraria. Piorariam os cinco estados mais endividados (Rio Grande do Sul, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Alagoas e São Paulo) e melhorariam os vinte e dois estados restantes, dos quais dezessete subiriam quatro ou mais posições. Desses vinte e dois, seis estados deixariam de ter nota inferior a B-: Acre, Sergipe, Piauí, Santa Catarina, Paraíba e Rio Grande do Norte.

Isto quer dizer que o efeito conjugado dos outros sete indicadores melhora a nota média ponderada dos estados mais endividados, mas piora a nota dos menos endividados. O exercício pode ser feito com várias combinações possíveis de indicadores,

⁹ Utilizou-se no cálculo do indicador a média do período 2013-2015 da dívida consolidada líquida e da receita corrente líquida, dados regulamente disponibilizados pela STN em sua página eletrônica. A média foi calculada com a ponderação da metodologia da STN, vale dizer, 50% para 2015, 30% para 2014 e 20% para 2013. A escolha de triênio 2013-2015 se justifica, pois as informações dos estados utilizadas para calcular as respectivas avaliações relativas a 2016 retratam a situação fiscal nesse triênio.

excluindo uns, incluindo outros ou simplesmente mudando-se os pesos. Os estados melhorariam ou piorariam em função do desempenho de cada um em relação aos indicadores considerados e os respectivos pesos. Naturalmente, se a situação fiscal do estado é ruim de forma geral, ele até poderia melhorar sua nota com diferentes arranjos, mas não chegaria a ter boa nota.

Tabela 6 - Nota dos estados com aplicação de metodologia alterada da STN

Estados	Metodologia vigente	Metodologia alterada	Mudanças de posição
Rio Grande do Sul	D	D-	-1
Minas Gerais	D	D-	-1
Rio de Janeiro	D	D-	-1
Alagoas	C-	D-	-3
São Paulo	C-	D-	-3
Mato Grosso do Sul	C-	C	1
Goiás	D+	C+	3
Acre	C	B-	2
Sergipe	C+	A	5
Rondônia	B-	A	4
Pernambuco	B-	A	4
Piauí	C+	A	5
Paraná	B-	A+	5
Maranhão	B-	A+	5
Bahia	B-	A+	5
Ceará	B-	A+	5
Santa Catarina	C	A+	7
Mato Grosso	B-	A+	5
Amazonas	B-	A+	5
Paraíba	C+	A+	6
Tocantins	B-	A+	5
Amapá	B-	A+	5
Espírito Santo	B	A+	4
Distrito Federal	B-	A+	5
Roraima	B	A+	4
Rio Grande do Norte	C+	A+	6
Pará	B+	A+	3

Fonte: STN. Elaboração: IFI.

IV – AVALIAÇÃO DA METODOLOGIA DA STN

A metodologia da STN apresenta alguns aspectos essenciais, fruto da visão do órgão a respeito da melhor forma de avaliar os estados, considerando-se ainda suas restrições. Não seria o caso de se criar um setor inteiro dentro do órgão, apto a avaliar os estados de modo amplo e sofisticado, apenas para atender ao comando do inciso I do art. 23

da Resolução nº 43, do Senado Federal. Talvez por isso o órgão tenha optado por uma metodologia objetiva, puramente quantitativa e essencialmente retrospectiva. Mas outras razões devem ter atuado também.

Dada a relação federativa entre os estados e a União, representada pela STN, não seria trivial justificar as diferentes avaliações dos vinte e sete estados, com base em hipóteses sobre o futuro de cada um e em apreciações com certo grau de subjetividade, algo inevitável em avaliações mais amplas e sofisticadas. Se a STN divulgou a metodologia atual, puramente objetiva, com mais razão ainda a divulgação teria que ser feita, em caso de metodologias mais complexas. Ademais, a existência do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (PAF) firmado entre a União, novamente representada pela STN, e vinte e cinco estados, com metas para indicadores fiscais, revelaria a própria expectativa do órgão a respeito do desempenho de cada estado no âmbito do programa.

As limitações da STN, enquanto avaliadora dos estados, só seriam superadas se as avaliações fossem feitas em alguma instância federativa, a exemplo do Conselho de Gestão Fiscal, previsto no art. 67 da LRF, ou mesmo na esfera privada, com os serviços das agências de classificação de risco de crédito. Tal possibilidade não será objetivo de análise nesse estudo, mas ela não deve ser imediatamente descartada. O ponto a registrar aqui é que, no presente arranjo, cabe à STN avaliar a situação fiscal dos estados e, por isso, a análise crítica da sua metodologia deve ater-se ao raio possível de atuação do órgão.

Não há o que se possa chamar de uma metodologia ideal para avaliar a capacidade de pagamento dos estados, ou mesmo de governos em geral e de empresas. Duas abordagens possíveis para apreciar a metodologia da STN são: a) analisar a adequação dos principais aspectos que conformam essa metodologia; b) compará-la com outras metodologias e, nesse caso, as agências de classificação de risco de crédito tornam-se naturalmente o foco da análise. Essa segunda abordagem será adotada na sexta parte deste estudo. Cabe, nesta parte, seguir a primeira abordagem.

Um dos principais aspectos da metodologia da STN são os indicadores escolhidos. Há dúvidas quanto à existência de correlação entre alguns desses indicadores, ou quanto à relevância de alguns deles ou ainda quanto a não inclusão de indicador relevante. Outro componente da metodologia digno de atenção diz respeito ao grau de rigor por meio do qual os estados são avaliados, determinado pela associação feita entre a média ponderada das notas dos indicadores de cada estado e determinada descrição sintética da situação fiscal e do risco de crédito do estado.

Quanto aos indicadores escolhidos, cabe considerar o papel de cada um na metodologia da STN. A divulgação dessa metodologia contribuiu com o aumento da transparência e da confiança nas relações entre os entes federativos. Entretanto, teria sido desejável que tivessem sido apresentados também os seus fundamentos, em especial as razões que justificaram a escolha dos indicadores, com seus respectivos pesos. Em vista dessa ausência, a análise que se segue busca inferir essas razões a partir dos próprios indicadores.

De acordo com a Tabela 3, vista anteriormente, na qual se lista os indicadores utilizados, é possível ver que as quatro primeiras variáveis são as mais valoradas, com pesos que vão de 7 a 10; enquanto as quatro últimas pesam de 1 a 4. Assim, o primeiro grupo de indicadores responde por 77,3% do peso total $((10+9+8+7) / (10+9+8+7+4+3+2+1))$, sendo, portanto, decisivo para que o estado tenha boa avaliação.

Os dois primeiros indicadores desse grupo correspondem ao saldo e ao serviço (juros e amortização) da dívida consolidada do estado, ambos em relação à respectiva receita corrente líquida¹⁰. A participação no peso é de 22,7% e 20,5%, respectivamente. Trata-se de indicadores de solvência. A aferição em termos da receita faz sentido, pois o relevante é o tamanho do passivo e de seu serviço em relação à receita que o estado é capaz de gerar para, entre outros destinos, arcar com seus compromissos financeiros. É justificável considerar esses indicadores na metodologia e com os devidos pesos, pois o que está sendo avaliado é a capacidade de o estado pagar a dívida. É de se supor que quanto menor a dívida e seu serviço, em relação à receita, maior a capacidade de pagamento do estado.

É possível, entretanto, que haja correlação entre o indicador do serviço de dívida e o indicador de dívida, se os termos que regem o passivo levarem a juros e amortizações que representem uma fração relativamente estável da dívida. Se houver de fato a referida correlação, o peso somado dos dois indicadores, 43,2%, pode ser considerado elevado. Uma possível solução seria considerar apenas o indicador de endividamento com um peso menor que esse último percentual, a depender também do número de indicadores utilizados na avaliação da capacidade de pagamento do estado. Outra opção seria combinar os dois indicadores em uma matriz de dupla entrada. Assim, ambos seriam levados em conta, mas resultariam em uma única nota, associada ao peso apropriado. Esse procedimento é utilizado por algumas agências de classificação de risco de crédito, como se verá na última parte deste estudo.

Outro comentário que se pode fazer ainda aos indicadores de dívida e seu serviço diz respeito à abrangência. Novamente, recorrendo-se às agências, é comum considerar no passivo não apenas obrigações diretas, mas também a dívida de estatais explicitamente garantidas pelo governo estadual, ou implicitamente, quando haja risco de que compromissos financeiros não sejam cumpridos e o governo estadual venha a assumi-los. Outra obrigação suscitada nessas avaliações decorre dos benefícios previdenciários e de pensão dos servidores a serem pagos ao longo do tempo, não devidamente financiados com as contribuições. Entretanto, novamente, a avaliação da capacidade de pagamento dos estados exigiria um grau de sofisticação que talvez não se deva exigir da STN e, sim, se for o caso, de outra instância avaliadora.

Já o terceiro indicador mostra o tamanho do resultado primário em relação ao serviço da dívida. A participação no peso é de 18,2%. O resultado primário corresponde às receitas não financeiras menos as despesas não financeiras dos estados. Portanto, nas receitas consideradas não se inclui os recursos obtidos com novas dívidas ou com os juros obtidos dos ativos. Nas despesas, excluem-se os juros e a amortização da dívida. Quanto maior a relação, melhor, pois maior a capacidade do estado de gerar recursos para arcar com o serviço da dívida, impedindo que o passivo aumente continuamente. Por isso mesmo, trata-se de indicador de extrema importância quando se busca avaliar a capacidade de pagamento do estado.

O quarto indicador afere as despesas com pessoal e encargos sociais, em relação à receita corrente líquida. A participação no peso é de 15,9%. Quanto menor a

¹⁰ Os conceitos de receita corrente líquida e de dívida consolidada estão na Lei de Responsabilidade Fiscal, aplicáveis para União, estados e municípios. O primeiro conceito está no inciso IV, do art. 2º. Corresponde à soma das receitas com impostos e contribuições, além de receitas patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, além de transferências e outras receitas corrente. Da soma, deduz-se no caso dos estados, as transferências feitas aos municípios com base em determinações constitucionais. Já o conceito de dívida consolidada (ou fundada) está no inciso I do art. 29. Consiste nas obrigações financeiras, apuradas sem duplicidade, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios, tratados e operações de crédito para prazo de mais de doze meses.

relação, melhor, pois maior a flexibilidade para gerar resultados primários e financiar serviços públicos. Vale registrar a importância desses gastos na composição das despesas total dos estados, especialmente se devidamente computados, com a inclusão de todos os benefícios pagos com as aposentadorias e pensões dos servidores públicos estaduais.

Em que pese a importância desse componente do gasto estadual, importa aqui discutir a sua presença entre os indicadores de avaliação da capacidade de pagamento dos estados. Uma possível função do indicador na avaliação é a de aferir a flexibilidade orçamentária, já que essa despesa não é facilmente reduzida, caso seja necessário fazer um ajuste fiscal. Quanto maior o peso desses gastos, mais difícil gerar os superávits primários requeridos pelo serviço da dívida e atender outras áreas de responsabilidade dos estados, o que eleva o custo social do ajuste.

Vale observar que a importância conferida aos quatro primeiros indicadores é compatível com a Lei de Responsabilidade Fiscal que contém importantes dispositivos destinados à geração de resultado primário e à limitação do endividamento e das despesas com pessoal. Conforme dito, esses quatro indicadores respondem por 77,3% do peso.

Quanto aos quatro últimos indicadores, responsáveis pelos restantes 22,7%, o quinto corresponde ao superávit corrente do estado, vale dizer, receitas correntes deduzidas das despesas correntes, sem considerar, portanto, as receitas e as despesas de capital. A participação no peso é de 9,1%. As despesas correntes incluem as despesas com os juros da dívida. Do mesmo modo, se o estado tiver ativos financeiros, os respectivos juros estão inclusos nas receitas correntes. O superávit é medido em relação à própria receita corrente. A STN denomina esse indicador de capacidade de geração de poupança própria. Quanto maior, melhor. Se há superávit corrente, parte dos investimentos feitos pelos estados em hospitais, escolas, infraestrutura, etc. podem ser financiados com recursos próprios e não por meio do endividamento. O indicador quantifica também o quanto as finanças do estado comportam aumentos das despesas correntes acima do aumento das receitas correntes, sem pressionar o endividamento, ainda que à custa da compressão dos investimentos.

Há que se perguntar, entretanto, se não há certa redundância no emprego desse indicador, juntamente com o indicador de resultado primário. É certo que esses indicadores retratam diferentes conjuntos de receitas e despesas, mas a intersecção dos conjuntos é significativa, notadamente as receitas e as despesas correntes não financeiras. Talvez fosse o caso de considerar apenas um desses indicadores e não os dois. Mas qual dos dois? Em se tratando de uma metodologia que avalia capacidade de pagamento, o indicador de resultado primário parece mais relevante, já que afere diretamente os recursos não financeiros disponíveis para atender os compromissos financeiros. Ademais, a institucionalidade fiscal do país, notadamente a estabelecida pela Lei de Responsabilidade Fiscal, reserva espaço central ao resultado primário. Mas não se trata de assunto simples. O uso do indicador corrente parece ser de uso mais difundido na experiência internacional.

O sexto indicador mede a relação entre os investimentos e as despesas totais do estado, com participação no peso de 6,8%. Esse indicador pode funcionar também como um indicador de flexibilidade orçamentária, tal qual o indicador de despesa com pessoal. Só que, agora, a razão se deve à maior facilidade do ajuste dos investimentos, em caso de necessidade. Quanto maior o indicador, melhor. Outra possível explicação para a sua presença é o efeito dos investimentos sobre o crescimento econômico do estado, o que eleva as receitas tributárias e a capacidade de pagamento do estado. Entretanto, essa segunda razão parece ser muito indireta.

Vale questionar, entretanto, se é preciso utilizar dois indicadores de flexibilidade orçamentária em um conjunto de oito ou menos indicadores. Ressalte-se também que ambos aferem flexibilidade pelo lado da despesa, não havendo, portanto, indicador pelo lado da receita. Por exemplo, qual o espaço ainda existente para o estado exercer a sua competência tributária e elevar suas receitas? Ou o espaço para reverter os benefícios tributários? Talvez seja o caso de combinar esses dois indicadores, como proposto para a dívida e seu serviço, ou simplesmente considerar que o resultado primário já reflete indiretamente a flexibilidade orçamentária existente, já que retrata o esforço fiscal efetivo do estado.

O sétimo indicador, com participação no peso de 4,5%, é a relação entre as contribuições para o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), que é o regime de aposentadoria e pensão dos servidores do estado, e as despesas com esse regime. Quanto maior a relação, melhor, pois maior a capacidade do regime de se autofinanciar. A inclusão desse indicador deve-se ao peso do gasto previdenciário no total do gasto estadual e da usual insuficiência das contribuições para financiá-lo.

O RPPS é certamente um aspecto importante a ser considerado quando se trata da situação fiscal dos estados, dado o tamanho dessas despesas, a insuficiência do financiamento e os riscos atuariais envolvidos. Há que se perguntar, entretanto, se esse aspecto já não foi de algum modo retratado em indicadores anteriores que contemplem despesas e receitas, correntes e não financeiras. Há também o indicador de despesa com pessoal que, se devidamente contabilizada, inclui os gastos do RPPS. Já o valor presente dos déficits futuros pode ser melhor abordado no âmbito da avaliação do endividamento.

O oitavo e último indicador é a relação entre receita tributária e despesa de custeio. Segundo a STN, a despesa de custeio é obtida a partir da despesa corrente, mediante a subtração das sentenças judiciais e a adição da amortização da dívida¹¹. Talvez seja o índice cuja função em uma avaliação de capacidade de pagamento seja a mais difícil de explicar dentre os oito considerados. O uso das receitas tributárias pode se dever a recorrência dessas receitas, frente a maior volatilidade de outras receitas. Em que pese essa possível explicação, há certa falta de clareza quanto ao seu significado e, por consequência, sua relevância.

Por fim, ainda quanto aos indicadores, é preciso registrar a ausência de algum indicador de liquidez na metodologia da STN. O conceito de liquidez distingue-se do conceito de solvência. Enquanto esse associa-se à capacidade do estado de gerar os recursos necessários para arcar com seus compromissos financeiros ao longo do tempo, a liquidez diz respeito à disponibilidade desses recursos no momento que os compromissos devem ser pagos. Embora o problema de liquidez não seja tão grave quanto o problema de solvência, deve ser também considerado, mesmo porque nem sempre é possível distinguir claramente um do outro. Como se verá, as agências de classificação de risco de crédito, conferem importância a esse indicador e podem subsidiar a escolha do melhor modo de aferir a liquidez.

Quanto ao grau de rigor da avaliação subjacente à metodologia da STN, cabe recordar alguns pontos dessa metodologia. Os valores assumidos pelos oito indicadores e os respectivos pesos resultam na média ponderada do estado que vai de zero a seis, sendo zero a melhor nota e seis a pior. Em seguida, essas notas são associadas a situações fiscais, sintetizadas pela nota em forma de letra, conforme mostra a Tabela 4 acima. Por exemplo,

¹¹ Informação obtida no Anexo I da Portaria da Secretaria do Tesouro Nacional nº 543, de 2012.

se a média ponderada do estado for 2,3, a sua nota final será B, o que significa *situação fiscal forte e risco de crédito baixo*.

A STN estabeleceu a nota B- como nota de corte para a passagem para a segunda etapa da avaliação da capacidade de pagamento do estado. A nota B- indica *situação fiscal boa e risco de crédito médio*. É razoável que a STN requeira pelo menos uma situação fiscal boa e um risco de crédito médio como condição mínima para autorizar a concessão da garantia da União às operações de crédito requeridas. O que se pode discutir é a adequação da associação feita entre a nota ponderada dos indicadores e a respectiva situação fiscal.

Um estado com nota três encontra-se prestes a ser desclassificado para a segunda etapa. Supondo-se que seu desempenho seja homogêneo entre os diferentes indicadores, esse estado alcançaria nota três com, por exemplo, dívida equivalente a 90% da receita, serviço da dívida de 11,5% da receita, superávit primário de 50% do serviço da dívida e despesa com pessoal correspondente a 55% da receita. É difícil definir ao certo se tais números devem ser adjetivados como *situação fiscal boa e risco de crédito médio* ou algo mais ou menos abonador. Trata-se de alguma referência obtida entre os próprios estados, ou em relação a outras esferas de governo ou comparada à experiência internacional? Mais difícil ainda é definir que um estado com indicadores que retratam uma situação um pouco superior a essa está apto para a segunda etapa da avaliação enquanto outro, com situação um pouco inferior, não está.

Ao que parece, está implícito na associação que a STN faz entre os indicadores e a respectiva situação fiscal, uma opção por certo nível de exigência. A observação das avaliações finais obtidas pelos estados parece sugerir que esse nível não é baixo. É sabido que a situação fiscal dos estados piorou de modo evidente desde 2014, assim como se deu com a União. Por isso, tome-se a avaliação dos estados expressas na Tabela 5, relativas a 2013, antes, portanto, do agravamento da crise fiscal. Vale lembrar que as avaliações relativas a 2013 devem retratar preponderantemente a situação fiscal do estado em 2012. Constata-se que dez estados entre vinte e cinco (dois não foram avaliados) não alcançaram a nota mínima B-, tomando-se por base os números fiscais de 2012.

Outro modo de constatar o grau de rigor da STN é observar o número de pleitos de operação de crédito feitos pelos estados e municípios que só receberam a garantia da União por decisão hierárquica superior e não pela obtenção da avaliação B-, ao menos. Tal informação é fornecida pela STN em seu próprio Boletim das Finanças Públicas dos Entes Subnacionais (p. 22). Em 2012, das trinta e cinco operações computadas, apenas quinze obtiveram avaliação A ou B, enquanto vinte receberam C ou D. Já em 2013, foram sessenta operações, sendo trinta e sete com nota C ou D. Em 2014 e 2015, os pleitos caíram bastante, mas a predominância das autorizações discricionárias permaneceu: dezesseis de vinte e um em 2014; e cinco de nove, em 2015.

Os números acima sugerem que a STN optou por um nível de exigência elevado na conformação da sua metodologia. Como resultado, mais da metade dos pedidos de garantia à União no período 2012-2015 foram autorizados na esfera discricionária e não técnica. Esse peso maior da decisão no campo discricionário, embora tenha resguardado os técnicos da STN, reduziu a relevância da avaliação técnica da capacidade de pagamento dos estados.

Não se trata de eliminar qualquer margem de flexibilidade, pois o emprego de metodologias puramente quantitativas como a utilizada pela STN, parece requerer algum espaço para considerar aspectos da situação fiscal não devidamente captados pelos indicadores, desde que seu uso seja fundamentado. As agências de classificação de risco de

crédito, por exemplo, reservam uma etapa da sua apreciação para possíveis ajustes nas avaliações obtidas em etapa prévia, com base em critérios mais objetivos.

Como última observação, o possível rigor contido na metodologia da STN está sendo cogitado apenas em relação ao modo como os valores dos indicadores foram associados às respectivas notas e à descrição da situação fiscal. Contudo, é difícil saber ao certo se a hipótese permaneceria válida de forma geral, se a metodologia da STN fosse comparada com uma metodologia mais abrangente. Por exemplo, o uso de um conceito mais amplo de dívida poderia indicar um quadro fiscal mais grave para os estados do que aponta o tradicional indicador utilizado pela STN.

V – PROPOSTA DE NOVA METODOLOGIA DA STN

A STN colocou recentemente em consulta pública, no período de 10 de maio a 8 de junho, uma nova metodologia de avaliação da capacidade de pagamento dos estados, elaborada com a colaboração do Banco Mundial. Após esse período de consulta, as sugestões serão analisadas e o resultado publicado como portaria do Ministério da Fazenda. As modificações mais importantes são a redução do número de indicadores de oito para três e do número de etapas de duas para uma. Também foi retirada a decisão discricionária de conceder garantia aos estados com nota baixa.

Louve-se a iniciativa da STN de reformular a metodologia, ainda mais submetendo-a previamente à consulta pública. Tal procedimento permitirá que a reformulação, caso consumada, se dê em um patamar mais alto de amadurecimento. Há que se observar, entretanto, que, uma vez mais, a metodologia não veio devidamente acompanhada de sua fundamentação, nem dos recálculos da avaliação dos estados com a aplicação da proposta. Tais informações seriam bastante úteis para enriquecer a discussão sobre o tema e encontrar a melhor conformação da metodologia.

A proposta da STN e o material disponibilizado podem ser encontrados na página eletrônica do órgão¹². O material não se detém nas razões da mudança de metodologia. Apenas lista limitações da metodologia atual e o correspondente ganho com a mudança. Na lista das limitações consta ausência de certos aspectos da solvência, complexidade dos indicadores e das fórmulas, correlação entre os indicadores, existência de discricionariedade na decisão final, pouca importância conferida ao impacto da operação de crédito, período de análise considerado longo (três anos), e lentidão do processo.

Os três indicadores considerados denominam-se: a) de endividamento; b) de poupança corrente; e c) índice de liquidez. A Tabela 7 mostra a fórmula dos três indicadores. Cada indicador recebe notas de A a C para faixas de valores assumidos. Portanto, não há mais necessidade de pesos atrelados aos indicadores. É a combinação das três notas que resulta na nota final do estado que pode ir de A a D. Apenas as notas A e B possibilitam a concessão da garantia da União para a operação de crédito pleiteada.

¹² Ver <http://tesouro.gov.br/sistemagarantiauniao>. Na página inicial, além de um texto inicial, há ligação para o texto posto em consulta pública e para a apresentação sobre a metodologia proposta.

Tabela 7 - Metodologia proposta pela STN - indicadores, faixas e notas

Indicadores	Faixas	Notas
Endividamento (DC)	DC < 60 %	A
Dívida Consolidada bruta / Receita corrente líquida	DC > 60% e < 150%	B
	DC > 150%	C
Poupança corrente (PC)	PC < 94%	A
Despesas correntes / Receita corrente ajustada	PC > 94%	C
Índice de liquidez (IL)	IL < 1	A
Obrigações financeiras / Disponibilidade de caixa bruta	IL > 1	C

Fonte: STN. Elaboração: IFI.

Vale comentar cada um dos indicadores. O indicador de endividamento corresponde à relação entre dívida consolidada bruta e a receita corrente líquida. É um tradicional indicador de solvência, previsto inclusive na Lei de Responsabilidade Fiscal, pois mostra o passivo em relação à receita que será utilizada para arcar com os compromissos financeiros. Quanto menor, melhor, pois menor o risco de insolvência do estado. Apesar da mudança de denominação de dívida pública consolidada, utilizada na metodologia atual, para dívida consolidada bruta, não parecem se tratar de variáveis distintas. A STN justifica o uso da versão *bruta*, diferentemente dos limites previstos na Resolução do Senado nº 40, de 2001, porque o indicador de liquidez já considera as disponibilidades, variável que, deduzida da versão bruta, resulta na versão líquida da dívida consolidada. Se o indicador do estado for inferior a 60%, a sua nota será A; se estiver entre 60% e 150%, será B; e se for acima de 150%, será C.

O segundo indicador é o de poupança corrente e corresponde à relação entre despesas correntes e receitas correntes. O seu correspondente na metodologia atual é o indicador de capacidade de geração de poupança própria (resultado corrente, em relação às receitas correntes). Utiliza-se a média dos últimos dois exercícios. As receitas são ajustadas pela dedução da receita para a formação do Fundeb¹³. Trata-se de um indicador de poupança, pois exclui as receitas e as despesas de capital. Quanto menor o indicador, melhor a situação fiscal do estado, pois mais sobram recursos para financiar os investimentos e amortizar a dívida. Ou visto de outro modo, mais espaço há para que aumentos mais pronunciados das despesas correntes possam ser cobertos pelas receitas correntes. Se o indicador for menor que 94%, a nota será A; se for maior, será C. Não há nota B. Vale dizer, se as despesas correntes corresponderem a menos do que 94% das receitas correntes, o estado receberá a melhor nota possível. Se o percentual for superior a 94%; receberá a pior nota.

O terceiro indicador é o índice de liquidez. Não há um equivalente a esse na metodologia atual da STN, o que é de fato uma falha. Como se verá, as agências dão importância a esse indicador. O indicador proposto corresponde às obrigações financeiras em relação às disponibilidades brutas. Nas disponibilidades, incluem-se apenas aquelas que não são vinculadas ao uso em determinado destino. As obrigações, presume-se, devem ser de curtíssimo prazo, já que se trata de liquidez. Quanto menor o indicador, melhor, pois

¹³ Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação.

menos obrigações financeiras haverá em relação às disponibilidades sem vinculação. Se o indicador for menor do que um; o estado receberá nota A; se for maior, terá nota C. Também não há nota B. É tudo ou nada, tal qual o indicador de poupança corrente.

As notas dos indicadores são combinadas para se chegar à nota final do estado que vai de A à D. A Tabela 8 mostra as notas finais advindas das combinações possíveis das notas dos três indicadores. Por exemplo, se o indicador de endividamento receber nota C, mas os outros dois indicadores receberem nota A, a nota final será B.

Tabela 8 - Metodologia proposta pela STN - notas finais

Endividamento	Poupança corrente	Índice de liquidez	Nota final
A	A	A	A
B	A	A	B
C	A	A	B
A	C	C	C
A	A	C	C
A	C	A	C
B	C	C	C
B	A	C	C
B	C	A	C
C	A	C	C
C	C	A	C
C	C	C	D

Fonte: STN. Elaboração: IFI.

Essa é, portanto, a nova metodologia proposta pela STN. Não há a segunda etapa presente na metodologia atual, de modo que não se avalia mais a existência de espaço para a realização de novas operações de crédito, com base na proximidade de certos limites dados pelo saldo e o serviço da dívida. Como decorrência, deixa de haver a hipótese da decisão discricionária do secretário da Fazenda de conceder a garantia da União, mesmo sem a existência de espaço. Conforme adiantado, também não há mais a possibilidade de concessão discricionária de garantia pelo ministro da Fazenda para os estados com nota baixa. Permanecem como exceções as operações atualmente previstas, cujos recursos destinem-se a: a) reestruturação e à recomposição do principal da dívida; ou b) financiar projetos de investimento para melhoria da administração das receitas e da gestão fiscal, financeira e patrimonial, desde que no âmbito de programa proposto pelo Poder Executivo federal e contratadas junto a organismos multilaterais de crédito ou instituições oficiais federais de crédito ou de fomento.

Cabe agora avaliar a metodologia colocada em consulta pública. A complexidade é uma das possíveis críticas que se pode fazer à metodologia atual. A nova metodologia, não há dúvidas, é bem mais simples e direta. O número de indicadores cai de oito para três e o número de etapas vai de duas para uma. Como não há mais pesos e os indicadores são diretamente associados a notas na forma de letras, deixa de ser necessário também padronizar os resultados dos indicadores e então calcular a média ponderada para, por fim, associá-la à nota final.

A redução do número de indicadores para apenas três também elimina correlações entre indicadores ou indicadores sem significado claro para a apreciação da situação fiscal do estado. Os três indicadores escolhidos não são correlacionados, pois focam solvência (endividamento), liquidez (índice de liquidez) e resultado corrente (poupança corrente), que retratam de fato três aspectos distintos e relevantes da situação fiscal do estado.

Pode-se afirmar que a metodologia proposta, tal qual a atual, não faz análise prospectiva ou qualitativa que possa captar aspectos não detectáveis apenas com a apreciação quantitativa. Mas vale aqui os comentários feitos acima a respeito da metodologia atual. Tais limitações só poderiam ser suplantadas se as avaliações fossem feitas em instâncias federativas, ou mesmo no mercado, não no âmbito da STN.

É preciso registrar também que as faixas definidas na proposta para os indicadores de endividamento e poupança corrente apoiam a suspeita antes levantada, segundo a qual os critérios de avaliação contidos na metodologia atual da STN parecem ser rigorosos. Em relação ao indicador de poupança corrente, a referência na metodologia proposta é o percentual de 94%, que corresponde a um resultado corrente de 6%. Com um percentual de 7%, o estado receberia nota A por esta proposta, mas nota D- pela metodologia atual. Do mesmo modo, uma dívida de 130% da receita corrente líquida corresponde a uma nota D-, a pior da escala, na metodologia atual, mas, na proposta, a nota é B¹⁴. Embora as notas não sejam estritamente comparáveis, é possível perceber a diferença no grau de rigor subjacente a cada metodologia¹⁵.

Em que pese os avanços propiciados pela proposta colocada em consulta pública, cabem também algumas observações críticas. Conforme se pode ver na Tabela 8, a nota final do estado só poderá ser A ou B se o estado obtiver, cumulativamente, nota A para o indicador de poupança corrente e nota A para o índice de liquidez. Assim, o estado precisa ter necessariamente poupança corrente e índice de liquidez abaixo de 94% e um, respectivamente. A nota relativa ao endividamento só serve para definir se a nota final será A ou B. Vale observar que somente com uma dessas duas notas o estado receberá a garantia da União para a operação de crédito pleiteada. E de acordo com a sistemática proposta, não há mais o poder discricionário para conceder a autorização em caso de nota abaixo de B.

Se o estado tiver nota C no indicador de poupança corrente ou no índice de liquidez ou então nota C nesses dois indicadores, maior do que 94% no primeiro e/ou maior de que um no segundo, a avaliação final será C, seja lá qual for a nota do indicador de endividamento. A única exceção se dará quando os três indicadores receberem a nota C, o que resultará na nota final D.

Enfim, o estado pode chegar à nota B (mas não à A), que o habilita a receber a garantia da União, com qualquer nível de endividamento. Mas para tanto, precisa de nota A nos outros dois indicadores. Se não conseguir esse feito, vale dizer, se tirar C, em qualquer um dos dois indicadores, sua avaliação final será C, novamente para qualquer nível de endividamento. A avaliação final D é reservada apenas para uma situação: quando os três indicadores receberem nota C.

Percebe-se, portanto, que o indicador de endividamento é secundário na metodologia proposta. Entretanto, se a intenção é avaliar a capacidade de pagamento, esse

¹⁴ Cabe aqui lembrar a questão da abrangência limitada do conceito de endividamento utilizado pela STN, questão está não alcançada pelas mudanças promovidas pela proposta.

¹⁵ Na identificação das notas correspondentes à metodologia atual, tanto do indicador de endividamento, como no de poupança corrente, supõe-se que o desempenho do estado foi homogêneo em todos os indicadores.

indicador não deve ser coadjuvante, já que diz respeito à solvência do avaliado. Assim, parece mais adequado conferir a esse indicador pelo menos a mesma importância dos outros dois indicadores. Dito de outro modo, a Tabela 8 teria que ser ajustada de modo que o indicador de dívida também afetasse a autorização para a concessão de garantia da União.

Ainda em relação à dívida, reitere-se a sugestão feita quando da análise da metodologia atual da STN, no sentido de se utilizar uma combinação dos indicadores de dívida e de serviço da dívida, por meio do uso de uma matriz de dupla entrada, obtendo-se como resultado uma avaliação única para ambos.

Outro ponto que chama a atenção na proposta é a alta sensibilidade da nota final a pequenas mudanças nos indicadores de poupança corrente e de liquidez. Esses indicadores levam rapidamente da melhor para a pior nota ou vice-versa se assumirem valores um pouco acima ou um pouco abaixo de 94% e um, respectivamente. Seria preciso introduzir maior gradualismo na escala de avaliação, por meio da criação de novas faixas de valores, pelo menos para prever a nota B.

O ponto anterior ganha ainda mais destaque quando se recorda que a nova proposta não prevê mais a hipótese de concessão da garantia mesmo sem a obtenção de nota suficiente. Assim, a autorização depende sobremaneira de o estado estar um pouco acima ou abaixo de 94% e de um, no indicador de poupança corrente e no índice de liquidez, respectivamente. Vale observar também que essas pequenas diferenças levam as notas de A para C ou vice-versa e tais notas, além de viabilizarem a garantia da União nas operações de crédito, servem também para sinalizar aos interessados a situação fiscal do estado.

O texto colocado em consulta pública não faz referência às contragarantias. A Portaria do Ministério da Fazenda nº 306, de 2012, dedica importante parte a esse assunto. As garantias não são concedidas sem contragarantias suficientes para atender ao serviço da dívida estadual com garantia da União. Lista-se inclusive as receitas estaduais que podem compor essas contragarantias. Não há exceção à essa exigência. Seria importante deixar claro qual seria o tratamento dado às contragarantias na proposta da STN.

A ausência de um indicador de resultado primário também chama a atenção na proposta da STN. Conforme visto, pode haver certa correlação entre esse indicador e o indicador de poupança corrente, não recomendando a utilização simultânea de ambos. O resultado primário tem a vantagem de aferir diretamente o esforço fiscal empreendido para arcar com os compromissos financeiros, algo desejável quando se trata de avaliação de capacidade de pagamento. Ressalte-se também o papel central do resultado primário na institucionalidade fiscal do país. O resultado corrente, por sua vez, é de uso mais consagrado, inclusive nas agências de classificação de risco de crédito. A opção por um ou outro indicador deveria ser melhor discutida.

Outros aperfeiçoamentos na metodologia proposta pela STN ou outra que vier a ser implementada podem ser sugeridos a partir de subsídios oferecidos pela análise da metodologia das agências de classificação de risco de crédito, o que se faz em seguida. Vale adiantar possíveis aprimoramentos no indicador de liquidez e a reintrodução de indicadores combinados de flexibilidade orçamentária.

VI- A METODOLOGIA DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO

Um dos modos de analisar a metodologia da STN é compará-la com a metodologia das chamadas agências de classificação de risco de crédito. Essas agências são especializadas em avaliar o risco de crédito de empresas, atribuindo-lhes notas que sintetizam a situação financeira em que se encontram ou, mais exatamente, a capacidade ou disposição de honrar os compromissos assumidos junto aos credores. Normalmente, o trabalho é feito sob demanda e remuneração, a pedido da própria empresa avaliada ou de investidores. As agências mais conhecidas são a Moody's, a Standard & Poor's (S&P) e a Fitch Ratings. No Brasil, destaca-se a Austin Rating.

As demandas podem envolver também governos de países (soberanos) ou governos subnacionais, como os estados brasileiros. Enquanto as empresas geram receitas e lucros a partir da venda de bens e serviços no mercado, os estados basicamente arrecadam tributos que financiam a oferta de serviços de interesse público e transferências de renda. Em vista dessa importante diferença, as agências possuem metodologia específica para analisar governos soberanos e, dentro desse gênero, metodologia própria para avaliar governos subnacionais.

Essa parte do estudo apresenta a metodologia normalmente empregada pelas agências para avaliar o risco de crédito de governos subnacionais, doravante designados simplesmente estados. Em particular, os fatores considerados por essas agências são identificados e comparados com os indicadores utilizados pela STN. Não há aqui a intenção de concluir que órgão deva fazer o mesmo tipo de análise, pois as razões, competências e relações com os avaliados são muito distintas. Busca-se, sim, subsídios para o aperfeiçoamento da sua metodologia, seja a atual, seja a que vier substituí-la. A menos que se avenge a possibilidade de estabelecer alguma instância para avaliar de modo mais amplo e sistemático os estados, com ou sem a participação da própria STN. Nesse caso, a amplitude da avaliação das agências seria uma ótima referência a ser considerada.

As metodologias utilizadas pelas diferentes agências possuem estruturas relativamente similares. Do mesmo modo, os fatores considerados são mais ou menos os mesmos, embora os pesos e agrupamentos variem de uma para outra agência. Em vista disso, utiliza-se como referência neste estudo apenas as metodologias da Moody's e da Standard & Poor's.

Há algumas diferenças básicas entre essas metodologias e a metodologia da STN que vale destacar desde logo. Em primeiro lugar, as agências consideram número bem maior de fatores do que o considerado pela STN. Em compensação, a análise dessas agências é predominantemente qualitativa, embora sempre traduzida em avaliação numérica. É justamente a possibilidade de não se restringir a indicadores que viabiliza a abrangência da análise. Em segundo lugar, as agências conferem maior importância à análise prospectiva, embora as informações e os indicadores considerados sejam ainda assim preponderantemente retrospectivos, com base na suposição de que o passado é um importante sinalizador dos acontecimentos futuros.

Outra distinção importante entre a metodologia das agências e da STN é que as agências condicionam a avaliação do estado à avaliação dada ao respectivo governo soberano. Vale dizer, faz-se uma avaliação individual que considera apenas os riscos intrínsecos ao estado avaliado. Em seguida, combina-se essa avaliação com a avaliação do governo soberano para se chegar ao resultado final. Tal fato se deve a dois motivos: a) aos

efeitos dos acontecimentos nacionais, captados na avaliação do governo soberano, sobre o desempenho fiscal dos estados; e b) à possibilidade de suporte financeiro do governo central, caso o estado não consiga arcar com seus compromissos financeiros. Dadas essas interconexões entre os níveis de governo, a avaliação do estado dificilmente supera a avaliação do governo soberano, mas também não costuma ficar muito abaixo. Já a STN se concentra apenas na avaliação individual, pois ela mesma integra o governo central.

Cabe agora detalhar os fatores considerados pelas agências para chegar ao risco individual do estado, vale dizer, sem levar em conta os efeitos da avaliação do governo soberano. Os fatores traduzíveis em indicadores recebem particular atenção ao serem comparáveis com a metodologia da STN que é exclusivamente quantitativa.

VI.1 – MOODY’S

Em relação à Moody’s, a avaliação do estado corresponde à média ponderada de quatro fatores que recebem cada qual uma das seguintes notas: 1, 3, 5, 7 e 9. A nota de cada fator, por sua vez, equivale à média ponderada dos respectivos subfatores que também recebem uma dessas mesmas notas. A média ponderada dos quatro fatores resulta na avaliação individual do estado. É essa avaliação que é em seguida ajustada ou não em função da influência do risco soberano.

A Tabela 9 abaixo mostra todos os fatores e subfatores, com os respectivos pesos, considerados pela Moody’s¹⁶. Conforme se pode ver, os fundamentos econômicos têm peso de 20%; o ambiente institucional, 20%; o desempenho financeiro e o perfil da dívida, 30%; e a governança e gestão, 30%. A nota desse último fator não deriva da média ponderada dos subfatores, daí a ausência dos pesos dos subfatores. A nota do fator corresponde à pior nota recebida dentre os três subfatores considerados.

A utilização de indicadores tal qual a STN está basicamente restrita ao fator desempenho financeiro e perfil da dívida. Quanto aos outros três fatores, predomina a abordagem qualitativa, mesmo em relação aos fundamentos econômicos que seriam potencialmente mais receptivos à utilização de indicadores. A análise qualitativa de cada fator consiste em enquadrar o estado em situações previamente descritas, por exemplo, boa, regular ou média, cada qual associada a uma nota de 1 a 9. Em caso de utilização de indicadores, são as faixas de valores assumidos por esses indicadores que são associados às notas.

De pronto, portanto, pode-se dizer que a metodologia da STN não leva em conta três dos quatro fatores considerados pela Moody’s. Vale apontar resumidamente a sorte de aspectos considerados nesses três fatores para se entender o alcance possível de uma análise de capacidade de pagamento de estados ou outros entes governamentais.

¹⁶ A respeito da metodologia da Moody’s para avaliar estados e municípios ver Wong, J. A. *Metodologia de Rating - Governos Regionais e Locais*. Moody’s Investors Service, 18 de janeiro de 2013.

Tabela 9 - Fatores e pesos utilizados pela Moody' para avaliar estados

	Peso do subfator	Peso do fator
1. Fundamentos Econômicos		20%
1.1 Força econômica	70%	
PIB estadual per capita / PIB nacional per capita		
1.2 Volatilidade econômica	30%	
concentração industrial		
2. Ambiente institucional		20%
2.1 Ambiente legislativo	50%	
previsibilidade, estabilidade, responsividade		
2.2 Flexibilidade financeira	50%	
flexibilidade fiscal		
3. Desempenho financeiro e perfil de dívida		30%
3.1 Margem corrente	12,5%	
resultado corrente / receitas correntes (%)		
3.2 Carga de juros	12,5%	
juros / receitas correntes (%)		
3.3 Liquidez	25%	
gestão de caixa e liquidez		
3.4 Carga da dívida	25%	
dívida líquida direta e indireta/receitas correntes (%)		
3.5 Estrutura de dívida	25%	
dívida direta de curto prazo / dívida direta total (%)		
4. Governança e gestão		30%
4.1 Controle de risco e gestão financeira		
qualidade de controles internos e planejamento		
4.2 Investimento e gestão de dívida		
políticas e práticas de gestão		
4.3 Transparência e divulgação		
qualidade das informações		

Fonte: Moody's (2013, p. 16). Elaboração: IFI.

No caso dos fundamentos econômicos, com peso de 20%, a intenção é avaliar o tamanho e a diversidade da economia estadual para captar a sua capacidade de geração de receitas tributárias¹⁷. Outros aspectos também podem ser considerados como a demografia, com seus possíveis impactos sobre a demanda por serviços públicos.

¹⁷ Na Tabela 9 consta a expressão *volatilidade econômica*. Não parece ser a melhor tradução, mas evitou-se optar por uma tradução própria nesta parte do estudo, a menos que indispensável para a compreensão. A razão do subfator é a de avaliar a diversidade econômica que tendem a reduzir as variações da receita estadual.

O ambiente institucional, com peso de 20%, centra-se em normas e práticas para avaliar a adequação entre a responsabilidade pela prestação de serviços e a receita propiciada pela competência tributária e transferências federativas de recursos. Verifica-se também a flexibilidade das regras para garantir o equilíbrio entre essas responsabilidades e os recursos disponibilizados, diante de novas circunstâncias.

Vale observar que, diferentemente dos outros três fatores, o ambiente institucional de determinado estado é em boa medida o mesmo de outros estados do país. Em vista disso, a Standard & Poor's dá um tratamento diferenciado a esse fator, como será visto adiante.

A governança e gestão, com peso de 30%, contemplam a qualidade da gestão financeira do estado, o que inclui a elaboração de orçamento realista, com precisão na projeção de receitas, especialmente as mais voláteis, o monitoramento da execução orçamentária e a adoção de ajustes quando necessários para equilibrar receitas e despesas, a capacidade de formular e realizar planos de capital em múltiplos anos, a existência de avaliação de custos e benefícios dos programas, a adequação da gestão das disponibilidades e da dívida pública, a qualidade, transparência, detalhamento e pontualidade das informações disponibilizadas, auditadas independentemente, a exemplo de relatórios financeiros e atuariais periódicos.

O desempenho financeiro e o perfil da dívida, conforme dito, é o fator que mais se utiliza de indicadores, a exemplo da metodologia da STN. Vale lembrar que corresponde a 30% do peso da avaliação do estado. Esse fator é dividido em cinco subfatores, cada qual com o respectivo indicador, à exceção do subfator liquidez que é analisado qualitativamente. A Tabela 10 mostra esses indicadores e a associação entre as faixas de valores por eles assumidos e as notas de 1 a 9.

Dos cinco subfatores, três deles são considerados pela STN, enquanto dois, não. São eles, o indicador de liquidez e o de estrutura da dívida, embora o primeiro esteja previsto na proposta de nova metodologia pelo órgão. Vale observar também a presença de cinco faixas para os indicadores. A S&P também usa esse mesmo número de faixas. Tal opção permite que as avaliações sejam mais contínuas, em dimensão compatível com as mudanças na situação fiscal do estado. Esse é um quesito não devidamente atendido pela proposta da STN, conforme visto.

O primeiro fator é a chamada margem corrente e corresponde à diferença entre as receitas correntes e as despesas correntes, juros da dívida inclusive, em relação às próprias receitas correntes¹⁸. Segundo a Moody's, o objetivo do indicador é medir a capacidade do estado de gerar superávits para pagar as despesas de capital e a amortização da dívida. O indicador assemelha-se bastante ao indicador da STN denominado capacidade de geração de poupança própria. Inclusive, a agência utiliza a média dos últimos três anos, com peso maior para o ano mais recente.

A despeito da similaridade, a STN atribui nota máxima apenas aos estados cujo indicador seja igual ou superior a 25%, enquanto a Moody's já confere essa nota com percentual igual ou superior a 10%. Já a pior nota da STN é dada ao estado com percentual igual ou inferior a 5%, quando isso só ocorre com a Moody's aos 5% negativos. A

¹⁸ A Moody's não usa a expressão *corrente* quando qualifica as receitas e as despesas, mas, sim, a expressão *operacional*. Depreende-se da leitura que se trata do mesmo conceito, daí este estudo optar pela primeira expressão, já consagrada no Brasil. O mesmo se pode dizer em relação à Standard & Poor's.

comparação reforça a afirmação antes feita, segundo a qual a STN, em sua metodologia atual, é rigorosa em seu critério de avaliação.

Tabela 10 - Indicadores utilizados pela Moody's - Desempenho financeiro e perfil da dívida

nota	1	3	5	7	9
3.1 Margem corrente					
resultado corrente / receitas correntes (%)	>= 10%	< 10% e >= 5%	< 5% e >= 0%	< 0% e >= - 5%	< -5%
3.2 Carga de juros					
juros / receitas correntes (%)	<= 1%	> 1% e <= 3%	> 3% e <= 5%	> 5% e <= 7%	> 7%
3.3 Liquidez					
gestão de liquidez e caixa	não usa empréstimos de curto prazo, acesso irrestrito a crédito		uso regular de linhas de crédito de curto prazo para recompor liquidez		uso intenso de linhas de crédito de curto prazo e atraso de fornecedores
3.4 Carga de dívida					
dívida líquida direta e indireta / receitas correntes (%)	<= 35%	> 35% e <= 65%	> 65% e <= 100%	> 100% e <= 200%	> 200%
3.5 Estrutura da dívida					
dívida direta de curto prazo / dívida direta total (%)	<= 10%	> 10% e <= 20%	> 20% e <= 30%	> 30% e <= 40%	> 40%

Fonte: Moody's (2013, p. 13). Elaboração: IFI.

Considerando-se proposta de nova metodologia, o indicador empregado como referência é de 94% (despesa corrente em relação à receita corrente), o que equivale a 6% de resultado corrente, em relação à receita corrente. Esse percentual corresponde a uma nota 3 na escala do Moody's, uma boa nota. A diferença é que a agência opera com cinco faixas e não apenas duas, como na proposta da STN (abaixo e acima de 94%).

O segundo fator denomina-se carga de juros e corresponde à relação entre os juros pagos e a receita corrente. Esse indicador também encontra seu semelhante entre os indicadores da STN que é a relação entre o serviço da dívida e a receita corrente líquida. Em ambos os casos, leva-se em conta a média dos últimos três anos, com peso maior ao período mais recente. Distinguem-se, no entanto, pois a STN inclui no numerador a amortização da dívida, e a versão líquida da receita no denominador. Em vista disso, os indicadores não são estritamente comparáveis. A Moody's confere a melhor nota quando o indicador é de 1% ou menor e, a pior nota, quando supera os 7%.

O terceiro fator é a gestão de liquidez e caixa, avaliada pela Moody's do modo qualitativo, sem a existência de um indicador que sintetize a situação da liquidez do estado, embora a evolução do saldo de caixa seja central nessa análise. A preocupação aqui é avaliar se o estado terá recursos em caixa não comprometidos com seu funcionamento (disponibilidades) no momento em que os compromissos financeiros forem pagos. Avalia-se o comprometimento do saldo, frente aos fluxos de receitas e despesas, a facilidade de acesso ao mercado financeiro em caso de urgência, a existência de ativos que possam ser prontamente utilizados (líquidos), planejamento e monitoramento adequado do fluxo de caixa, atrasos junto a fornecedores, etc.

A STN, curiosamente, não tem entre seus oito indicadores algum que mensure a liquidez do estado. A proposta colocada em consulta pública busca corrigir essa deficiência. Embora a Moody's não concentre sua análise em algum indicador de liquidez, esses indicadores existem, como se verá no caso da S&P. Um indicador possível é a relação entre o serviço da dívida em 12 meses e a disponibilidade média de caixa no mesmo período.

O quarto e quinto indicadores referem-se à dívida. O quarto mede a carga de dívida, aferida pela relação entre dívida líquida e receitas correntes, utilizadas como *proxy* da capacidade para servir a dívida. A Moody's considera tanto a dívida de responsabilidade direta do estado, como a indireta. Inclui-se aí passivos de responsabilidade de estatais que não se mostrem inteiramente autossuficientes para arcar com seus compromissos financeiros, mesmo que não haja garantias explícitas do estado. Embora não seja diretamente incluído no cômputo da dívida, obrigações não financiadas do regime de aposentadoria e pensão dos servidores são também consideradas na análise, bem como o progresso em encontrar soluções para o problema.

Esse indicador assemelha-se ao indicador de endividamento utilizado pela STN, só que, a exemplo do indicador de serviço da dívida, o Tesouro utiliza a receita líquida no denominador, e se atem à dívida de responsabilidade direta do estado. Por isso, a comparação fica prejudicada. Observa-se que a Moody's atribui nota máxima ao estado com indicador de dívida igual ou inferior a 35% e nota mínima a ente com dívida superior a 200% da receita corrente. Já a STN confere a melhor nota a percentual igual ou inferior a 50% e a pior nota a percentual superior a 130% da receita corrente líquida. Se as diferenças se compensassem, seria possível afirmar que a agência é mais rigorosa para conceder a determinado estado a nota máxima, mas, por outro lado, menos rigorosa para conceder notas mais baixas.

Quanto ao quinto indicador, diz respeito à composição da dívida. O indicador corresponde à dívida direta de curto prazo em relação à dívida direta total. Busca-se aferir nesse caso o risco advindo do refinanciamento do passivo, seja em termos de disponibilidade, seja em termos de vulnerabilidade a variações na taxa de juros. Considera-se que a nota máxima deve ser dada a estado que tenha percentual igual ou inferior a 10% de dívida de curto prazo e nota mínima a estado com percentual acima de 40%.

A STN também não utiliza indicadores que digam respeito à composição da dívida. Uma possível explicação para isso é a predominância da dívida junto à União no total do passivo estadual, cujos termos incluem taxa de juros fixa e amortização em várias décadas. Vale observar, contudo, que o aumento do endividamento externo nos últimos anos, ainda que não predomine no passivo estadual, traz um elemento de risco importante que é a taxa de câmbio.

Conforme registrado na Tabela 10, são três subfatores diretamente relacionados ao endividamento. A soma dos pesos dos três corresponde a cerca de 10% do peso de todos os quatro fatores considerados, mesmo com toda a sorte de aspectos levados em conta na avaliação. Algo semelhante ocorre na S&P. Tal opção mostra a importância que as agências conferem à dívida na avaliação dos estados, algo não devidamente calibrado na proposta da STN.

VI.2 – STANDARD & POOR'S

A S&P, a exemplo da Moody's, trabalha com um conjunto de fatores para chegar a avaliação individual do estado, vale dizer, sem considerações a acerca do governo

soberano, o que é feito em estágio posterior¹⁹. Há também predominância da análise qualitativa, tendo em vista a abrangência dos fatores considerados. Assim como a Moody's, a avaliação feita pela S&P é bem mais ampla que a realizada pela STN.

A Tabela 11 mostra os fatores e subfatores considerados pela S&P, com respectivos pesos. Contém as mesmas informações que a Tabela 9 em relação à Moody's. À exceção da estrutura institucional cuja nota varia de 1 a 6, sendo 1 a melhor nota, os outros sete fatores recebem nota de 1 a 5.

Existem três diferenças a serem destacadas entre as metodologias das duas agências. Quanto à primeira, enquanto a Moody's enumera quatro fatores, a S&P lista oito fatores. Tal fato não indica necessariamente maior abrangência de análise. Percebe-se que os inúmeros aspectos considerados são mais ou menos os mesmos, embora agrupados de modo diferente. Registre-se de pronto a semelhança entre os três primeiros fatores considerados pela S&P, estrutura institucional, economia e administração financeira, com três dos quatro fatores abordados pela Moody's: ambiente institucional, fatores econômicos e governança e gestão, respectivamente.

Por isso, do mesmo que a metodologia da STN não engloba esses três fatores da Moody's, também não considera aqueles três fatores da S&P. Em relação aos cinco outros fatores da S&P, a metodologia da STN tangencia alguns dos aspectos considerados na avaliação dos fatores flexibilidade orçamentária, desempenho orçamentário, e carga de endividamento, especialmente no que tange aos indicadores utilizados como âncoras, conforme se explicará adiante. Já a proposta de nova metodologia da STN deixa de considerar indicadores relativos à flexibilidade orçamentária, mas incorpora um indicador de liquidez.

Em relação à segunda diferença entre as metodologias das duas agências, o fator chamado estrutura institucional da S&P, semelhante ao fator ambiente institucional da Moody's, recebe tratamento à parte dos sete outros fatores. Em uma segunda etapa, a nota dada à estrutura institucional e a média ponderada dos sete fatores considerados são combinadas em uma matriz de dupla entrada para se chegar à nota individual do estado. Por isso, na Tabela 11, não há um peso associado ao fator estrutura institucional, enquanto a soma dos pesos dos outros sete fatores resulta em 100%.

Já a terceira diferença, diz respeito aos subfatores. Conforme se pode ver na Tabela 11, só constam os pesos dos subfatores estrutura institucional e administração financeira. Os outros seis subfatores não são avaliados individualmente para se chegar à média ponderada do fator, como faz a Moody's. Desses seis fatores, o fator *passivos contingentes* é avaliado apenas qualitativamente. Já no caso dos outros cinco fatores, escolhe-se para cada fator, um ou dois indicadores, denominados âncoras, e a avaliação dos subfatores se dá por meio do acréscimo ou redução da nota conferida aos indicadores âncoras. Essa técnica combina análise qualitativa e quantitativa, pois permite considerar aspectos não facilmente quantificáveis a partir de ajustes em notas associadas a indicadores ou combinação de dois indicadores. Por exemplo, no fator economia, a âncora é o PIB per capita do estado. A nota de 1 a 5 é dada em função dessa variável (quanto maior o PIB per capita, melhor a nota) que depois é acrescida ou diminuída com base na avaliação da diversificação econômica, do potencial de crescimento econômico que impacta positivamente a receita e do perfil socioeconômico e demográfico.

¹⁹ A metodologia da agência pode ser vista em Standard & Poor's. *Metodologia para Avaliar Governos Locais e Regionais fora dos EUA*. Standard & Poor's Ratings Services, 30 de junho de 2014.

Tabela 11 - Fatores e pesos utilizados pela S&P para avaliar estados

Fator	peso do subfator	peso do fator
1. Estrutura institucional		
1.1 previsibilidade	25%	
1.2 equilíbrio entre despesas e receitas	50%	
1.3 transparência e prestação de contas	25%	
2. Economia		20%
2.1 nível de renda		
2.2 diversificação econômica		
2.3 perspectivas de crescimento econômico		
2.4 perfis socioeconômicos e demográficos		
3. Administração financeira		20%
3.1 solidez política e gerencial	30%	
3.2 planejamento financeiro e de capital de longo prazo	20%	
3.3 gestão de receitas e despesas	20%	
3.4 administração de dívida e liquidez	20%	
3.5 administração das estatais	10%	
4. Flexibilidade orçamentária		10%
4.1 flexibilidade de receita		
capacidade para aumentar impostos		
considerações políticas e limites econômicos		
potenciais de receita com a venda de ativos		
4.2 disposição e capacidade de cortar gastos		
flexibilidade das despesas operacionais		
flexibilidade das despesas de capital		
potenciais limitações na flexibilidade de despesas		
5. Desempenho orçamentário		10%
5.1 resultado corrente		
5.2 resultado nominal		
6. Liquidez		20%
6.1 liquidez interna		
6.2 linhas bancárias comprometidas		
6.3 acesso à liquidez externa		
7. Carga de endividamento		10%
7.1 avaliações prospectivas da carga de endividamento e de juros		
7.2 exposição aos riscos de mercado e aos passivos de pensão não financiados		
8. Passivos contingentes		10%
8.1 passivos contingentes de estatais avaliadas		
8.2 passivos contingentes de estatais não avaliadas		
8.3 parcerias público-privadas (PPP)		
8.4 securitizações		
8.5 litígios		
8.6 outros tipos comuns		

Fonte: S & P (2014, p. 6-31). Elaboração: IFI.

A Tabela 12 informa os indicadores utilizados pela S&P, do mesmo modo que a Tabela 10 faz em relação à Moody's. A diferença entre as duas é que praticamente todos os indicadores da Moody's dizem respeito ao fator *desempenho financeiro e perfil da dívida*, enquanto os indicadores da S&P se referem aos indicadores âncoras utilizados na avaliação dos quatro diferentes fatores destacados na Tabela 12.

Tabela 12 – Indicadores utilizados pela S&P

1. Flexibilidade orçamentária					
	receitas modificáveis / receitas correntes ajustadas				
Investimentos/ despesas totais	> 70%	> 51% e < 70%	> 31% e < 50%	> 10% e < 30%	< 10%
> = 15%	1	2	3	4	5
< 15%	2	3	3	4	5
2. Desempenho orçamentário					
	resultado nominal / receitas ajustadas totais				
resultado corrente / receitas correntes ajustadas	> 0%	< 0% e > -5%	< -5% e > -10%	< -10% e > -15%	< -15%
> 5%	1	2	3	4	4
> 0% e < 5%	2	3	3	4	5
< 0%	n.a.	4		5	5
3. Liquidez					
caixa livre e ativos líquidos* / serviço da dívida próximos 12 meses	> 100%	> 120%	> 81% e < 120%	> 40% e < 80%	< 40%
	1	2	3	4	5
* pode incluir também créditos bancários comprometidos e não utilizados					
4. Carga de endividamento					
	dívida sustentada com receita tributária / receitas correntes consolidadas				
juros / receitas correntes ajustadas	< 30%	> 30% e < 60%	> 61% e < 120%	> 121% e < 180%	> 180%
< 5%	1	2	3	4	5
> 5% e < 9%	2	3	4	4	5
> 9%	3	4	5	5	5

Fonte: S & P (2014, p. 20, 22, 26 e 29). Elaboração: IFI.

Entre as observações que se pode fazer a respeito da Tabela 12, vale destacar duas. Quanto à primeira, a exemplo da metodologia da Moody's, os valores assumidos pelos indicadores são distribuídos em cinco faixas, o que confere maior continuidade às avaliações. Em relação à segunda, por meio de matrizes de dupla entrada, dois indicadores são combinados para gerar uma única nota. Assim, torna-se possível combinar dois indicadores cujo tratamento individualizado não se justificaria. Essa técnica e o emprego das âncoras poderiam ser úteis na formatação da proposta da STN.

Visto o conjunto da metodologia da S&P e algumas diferenças importantes em relação à Moody's, cabe detalhar um pouco mais os fatores considerados por aquela agência.

Em relação à estrutura institucional, a S&P avalia três subfatores: previsibilidade, equilíbrio entre receitas e despesas e transparência e prestação de contas. Os dois primeiros verificam se a institucionalidade do país proporciona a adequação entre as responsabilidades e as receitas conferidas aos estados, e se as regras são previsíveis. Considera-se a competência tributária e o sistema de transferências federativas, a definição

de regras nacionais relativas à prudência fiscal e ao controle da dívida e suporte do governo central em situações definidas previamente. O terceiro item avalia a regulação nacional da contabilidade pública, prestação de contas e transparência das informações.

O fator economia, com peso de 20%, analisa nível de renda, diversificação econômica, perspectivas de crescimento econômico e perfis socioeconômicos e demográficos. A preocupação central é verificar como os fundamentos econômicos do estado podem afetar a evolução futura das receitas e das despesas do estado.

A administração financeira, com peso de 30%, é analisada por meio da decomposição em cinco subfatores. A solidez política e gerencial trata do consenso político a respeito da importância da opção por políticas fiscais adequadas, com a consequente adoção das medidas necessárias, e da qualidade da gestão, em itens como pessoal, qualificação e autonomia frente à esfera política. O planejamento de capital e financeiro de longo prazo investiga a confiabilidade e o detalhamento dos planos de longo prazo, que preveja o financiamento dos investimentos e as obrigações de longo prazo, como as decorrentes do regime previdenciário e de pensão dos servidores. A administração de receitas e despesas aborda a qualidade e abrangência do processo orçamentário, em termos de compatibilidade com o plano de longo prazo, realismo das premissas, cumprimento de cronograma, revisões limitadas e monitoramento de gastos e custos. A administração de dívida e de liquidez verifica a exposição a risco na gestão da dívida, planejamento, monitoramento e centralização dos fluxos de caixa, e gestão integrada e especializada da dívida e da liquidez. A administração de entidades vinculadas a governos trata da qualidade na administração das estatais, a exemplo de objetivos bem definidos, eficiência na provisão de serviços, autofinanciamento e critérios técnicos na nomeação dos gestores.

A flexibilidade orçamentária, com peso de 10%, afere a capacidade e disposição de ajustar as receitas e despesas quando necessário para servir a dívida. Um dos indicadores utilizados é a receita modificável como percentual da receita corrente ajustada. Quanto maior, melhor. A receita modificável é aquela que o estado pode aumentar ou diminuir em caso de necessidade, a exemplo do aumento da alíquota ou da base tributária, dentro da competência tributária estadual. A receita corrente é ajustada para desconsiderar transferências a outras esferas de governo e entradas que não sejam em caixa. Pelo lado da despesa, o indicador é a relação entre investimentos e despesas totais, tendo em vista a maior flexibilidade para ajustes no caso dos investimentos. Quanto ao período considerado, inclui dois anos efetivos, o ano atual (orçamento ou estimado) e dois anos de projeção.

As duas relações são combinadas para chegar à nota de 1 a 5 do fator. A nota, por sua vez, serve de âncora, a partir do qual correções para cima ou para baixo podem ser feitas com base em ponderações, a exemplo da existência de ativos facilmente alienáveis (líquidos) ou do espaço para aumentos de tributos indicado pela atual carga tributária estadual. A melhor nota é dada quando as receitas modificáveis correspondem a 70% ou mais das receitas correntes ajustadas, ao mesmo tempo que os investimentos superam ou se igualam a 15% dos gastos totais. Já receitas modificáveis abaixo de 10% resultam na pior nota, seja qual for o percentual relativo aos investimentos.

A STN considera indicadores que podem servir ao propósito de avaliar a flexibilidade orçamentária. O primeiro é a própria relação entre investimentos e despesa total, o mesmo indicador utilizado pela S&P. Há outros dois indicadores passíveis de cumprir a mesma missão, ainda que de modo mais indireto. São eles a relação entre gastos com pessoal e receita corrente líquida e a relação entre receita tributária e despesa de custeio.

A proposta de nova metodologia da STN, por sua vez, não contempla mais esses indicadores. De fato, a abordagem da metodologia atual do órgão para a questão da flexibilidade orçamentária pode não ser a ideal, mas talvez não seja o caso de abandoná-la simplesmente. Uma possível solução seria a combinação de dois indicadores, um pelo lado da receita e outra pelo lado da despesa, de modo a se obter uma nota a partir de uma matriz de dupla entrada. O indicador do lado da receita talvez seja o mais complexo, já que requer estimar o potencial de arrecadação com base na competência tributária, inclusive a renúncia de receita advinda dos benefícios tributários.

O desempenho orçamentário, com peso de 10%, foca nos recursos disponíveis para servir a dívida. Nesse sentido, os indicadores utilizados para se chegar à âncora são: a) resultado corrente (receitas correntes, inclusive juros, menos despesas correntes), em relação às receitas correntes; e b) resultado nominal, em relação às receitas totais. O resultado nominal é obtido mediante a adição das receitas e despesas de capital às receitas e despesas correntes, respectivamente²⁰. As receitas e as despesas correntes são ajustadas para excluir itens que não representem efetivamente entrada ou saída de caixa. A S&P entende que o superávit corrente é um bom indicador da capacidade de financiar total ou parcialmente os investimentos e a amortização da dívida. Já o resultado nominal indica as necessidades gerais de financiamento. Quanto ao período considerado, inclui dois anos efetivos, o ano atual (orçamento ou estimado) e dois anos de projeção.

A nota final do desempenho orçamentário decorre da combinação dos dois indicadores. A melhor avaliação resulta da combinação entre superávit corrente de 5% ou mais e resultado nominal positivo. Já a pior avaliação se dá com superávit corrente abaixo de 5% e déficit nominal acima de 15% ou déficits correntes, conjugados com déficit nominal maior do que 10%. O grau de exigência de resultados correntes da S&P parece ser compatível com a da Moody's, mas reforça uma vez mais a percepção de que a metodologia atual da STN é rigorosa, diferentemente da proposta apresentada pelo órgão, mais compatível com os percentuais das duas agências.

O fator liquidez avalia prospectivamente como as fontes internas e externas de liquidez podem afetar a capacidade futura de servir a dívida. As fontes internas são as próprias disponibilidades existentes, os fluxos de caixa e os ativos líquidos, desde que irrestritos, sem comprometimento com outros compromissos. Já as externas são linhas de crédito bancárias compromissadas e não utilizadas ou o acesso fácil ao mercado de crédito e de capitais, além do apoio de outras esferas de governo, que possam repor a liquidez quando necessário. O indicador utilizado é o caixa livre somado aos ativos líquidos, em relação ao serviço da dívida nos próximos doze meses. As linhas de crédito bancárias comprometidas e não utilizadas podem ser acrescentadas no numerador. A melhor nota corresponde a um indicador de 100%, vale dizer liquidez capaz de arcar com o serviço da dívida dos próximos doze meses. A pior nota é dada a um percentual abaixo de 40%. A nota pode ser ainda ajustada em função de certos aspectos, notadamente a avaliação que se faz do acesso a fontes externa de liquidez.

O indicador de liquidez da proposta de nova metodologia da STN parece mais singelo que a avaliação feita pelas agências, ainda que a Moody's não explicita algum indicador central na análise. A proposta apenas considera a relação entre obrigações financeiras, presumivelmente as de curtíssimo prazo, e as disponibilidades não vinculadas a determinados fins. Não há, portanto, nenhuma comparação com o serviço da dívida que talvez fosse necessário em uma avaliação de capacidade de pagamento dos estados.

²⁰ Na verdade, a S&P não utiliza a expressão *nominal*. Apenas diz que ao resultado corrente se acrescenta as receitas e despesas de capital.

A carga de endividamento avalia prospectivamente o estoque de dívida e a carga de juros, bem como a potencial volatilidade no custo da dívida por conta da exposição a riscos de mercado. Consideram-se ainda outros passivos de longo prazo, principalmente obrigações não financiadas do regime de aposentadoria e pensão do servidor, bem como a dívida de estatais, seja a garantida formalmente, ou a que provavelmente seria satisfeita pelo estado, caso a estatal não pudesse fazê-lo.

São utilizados dois indicadores que combinados formam uma âncora. A primeira é a dívida sustentada com receitas tributárias (passivos diretos e os que provavelmente seriam satisfeitos pelo estado), em relação à receita corrente consolidada. Incluem-se no denominador as receitas das estatais cujo passivo foi considerado no numerador. A segunda é o pagamento dos juros da dívida direta em relação às receitas correntes ajustadas. Os dois indicadores são combinados em uma matriz de dupla entrada para se chegar à avaliação do fator. A melhor nota é dada a uma dívida inferior a 30% da receita, juntamente com juros pagos abaixo de 5% da receita. A pior nota, por seu turno, requer percentuais de dívida acima de 180%, independentemente dos juros em relação às receitas. Se o percentual de dívida estiver acima de 61%, juros acima de 9% da receita também resultam na pior nota. A nota resultante serve como âncora, a qual agregam-se os aspectos qualitativos, relacionados à exposição aos riscos de mercado, a exemplo da taxa de juros e de câmbio, e às obrigações não financiadas das aposentadorias e pensões dos servidores.

Vale destacar as diferenças de tratamento da dívida na S&P e na Moody's. Essa última trata juros, tamanho da dívida e estrutura da dívida em três indicadores separados, cada qual com sua avaliação, ainda que dentro de um mesmo fator. Já a S&P combina esses três aspectos em uma única avaliação. O tamanho da dívida e os juros são combinados em uma matriz de dupla entrada, o que resulta em uma avaliação, ajustada em seguida com base na apreciação de outros aspectos, como a maturidade da dívida. Esse procedimento poderia ser uma opção interessante a ser adotada pela STN, em sua nova proposta. Com isso, haveria uma abordagem mais abrangente do perfil da dívida estadual.

Quanto às faixas de endividamento utilizadas pelas agências para avaliar esse quesito, percebe-se que são relativamente semelhantes ainda que se considere algumas diferenças de mensuração: de 35% a 200% no caso da Moody's e de 30% a 180% no caso da S&P, sempre em relação à receita corrente. Esses percentuais não diferem muito das faixas previstas na proposta da STN, se for considerado que são apenas três faixas e não as cinco utilizadas pelas agências. Contudo, é preciso destacar uma vez mais a maior abrangência do conceito de endividamento da análise das agências, comparativamente ao utilizado pela STN, seja na atual metodologia, seja na proposta.

Resta comentar o último fator analisado pela S&P: os passivos contingentes. Essas são obrigações que podem surgir em determinadas circunstâncias, afetando a situação fiscal do estado. Caso a obrigação se materialize, sai da lista dos passivos contingentes e passar a afetar outros fatores como a carga de endividamento, desempenho orçamentário e liquidez. Dada as dificuldades de se calcular as perdas potenciais e as chances de que elas ocorram, a análise é basicamente qualitativa. Considera-se na análise a existência de provisões e a atenção dispensada pelo estado aos riscos potenciais. Incluem-se aqui possíveis obrigações originadas do banco estadual, de municípios, parcerias público-privadas (PPPs), além de litígios, catástrofes e rios geopolíticos.