

Nota Técnica

**Dívida Pública de Minas Gerais:
análise da dívida contraída
pelo Estado junto à União,
nos termos da Lei Federal
nº 9.496, de 1997**



**ASSEMBLEIA
DE MINAS**
Poder e Voz do Cidadão



Gerência-Geral de Consultoria Temática
Gerência de Finanças e Orçamento

Nota Técnica

**Dívida Pública de Minas Gerais:
análise da dívida contraída
pelo Estado junto à União,
nos termos da Lei Federal
nº 9.496, de 1997**

Belo Horizonte
Junho de 2011

Mesa da Assembleia Legislativa

DEPUTADO DINIS PINHEIRO
Presidente

DEPUTADO JOSÉ HENRIQUE
1º-Vice-Presidente

DEPUTADO INÁCIO FRANCO
2º-Vice-Presidente

DEPUTADO PAULO GUEDES
3º-Vice-Presidente

DEPUTADO DILZON MELO
1º-Secretário

DEPUTADO ALENCAR DA SILVEIRA JR.
2º-Secretário

DEPUTADO JAYRO LESSA
3º-Secretário

Secretaria

EDUARDO VIEIRA MOREIRA
Diretor-Geral

JOSÉ GERALDO DE OLIVEIRA PRADO
Secretário-Geral da Mesa

Dívida Pública de Minas Gerais: análise da dívida contraída pelo Estado junto à União, nos termos da Lei Federal nº 9.496, de 1997

1 – Introdução

O refinanciamento das dívidas estaduais ocorrido ao final dos anos 90 do século XX se deu num contexto de forte desajuste fiscal do setor público, resultado de mais de uma década de desorganização econômica e de altas taxas de inflação. No início da década, as finanças públicas, em todos os níveis da Federação, refletiam o descontrole inflacionário. Se, por um lado, as receitas eram infladas pelo ajuste desenfreado dos preços, por outro as despesas eram artificialmente comprimidas pelo alargamento dos prazos de pagamento. Dessa forma, o equilíbrio fiscal era obtido por meio da utilização do chamado “imposto inflacionário”, utilizado como fonte de financiamento dos gastos públicos. Com o Plano Real, o controle da inflação provocou o desmonte dessa estrutura de financiamento do gasto, ao promover o fim do “imposto inflacionário”, e explicitou o desajuste das contas públicas, obrigando os entes federados a promoverem um forte ajuste fiscal.

Foi nesse contexto que, dado o risco de o desequilíbrio financeiro dos Estados comprometer a economia do País, a União editou a Lei Federal nº 9.496, em 11 de setembro de 1997, estabelecendo critérios para o refinanciamento da dívida pública mobiliária¹ desses entes. Em contrapartida ao refinanciamento, os Estados e o DF aderiram ao Programa de Ajuste Fiscal, por meio do qual assumiram o compromisso de cumprimento de metas quanto à dívida financeira em relação à receita líquida real – RLR², resultado primário, despesas com funcionalismo público, arrecadação de receitas próprias, privatização, reforma administrativa e patrimonial e despesas de investimento.

O prazo máximo de refinanciamento das dívidas era de 30 anos, e o sistema de amortização adotado foi a Tabela Price³. A atualização monetária teve por base o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna – IGP-DI –, calculado pela Fundação Getúlio Vargas. Os juros foram definidos em 9% ao ano, sendo reduzidos para 7,5% para os Estados que amortizassem 10% do valor do refinanciamento antecipadamente e para 6% para os Estados que amortizassem 20%. Além disso, a lei permitiu que os contratos estabelecessem limite máximo de comprometimento da RLR para pagamento do serviço da dívida, sendo o valor da parcela que excedesse o limite incorporado ao estoque da dívida.

A Tabela 1 apresenta as condições dos refinanciamentos de cada Estado estabelecidas pela Lei Federal nº 9.496, de 1997, sem as parcelas referentes às dívidas dos bancos estaduais, pois estas foram negociadas posteriormente e separadamente por cada Estado. Amapá e Tocantins não refinanciaram suas dívidas no âmbito dessa lei.

1 Dívida mobiliária: dívida referente a emissão de títulos públicos.

2 RLR: receita realizada nos doze meses anteriores ao mês imediatamente anterior àquele em que se estiver apurando, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de alienação de bens, de transferências voluntárias ou de doações recebidas com o fim específico de atender despesas de capital e, no caso dos Estados, as transferências aos municípios por participações constitucionais e legais.

3 Tabela Price: sistema de financiamento que utiliza juros compostos e parcelas fixas. Ao longo do prazo de financiamento, a amortização aumenta e o valor pago pelos juros diminuem.

Tabela 1 – Programa de Refinanciamento das Dívidas Estaduais – Lei Federal nº 9.496, de 1997

Estados	Assinatura do contrato	Junho de 1998 (R\$ mil)	Dezembro de 2006 (R\$ mil)	Prazo (anos)	Limite de Comprometimento	Encargos
AC	30/04/98	19.252	906.912	30	11,5%	IGP-DI + 6% aa
AL	29/06/98	677.887	5.454.828	30	15,0%	IGP-DI + 7,5% aa
AM	11/03/98	120.000	1.580.202	30	11,5%	IGP-DI + 6% aa
BA	01/12/97	959.662	9.375.501	30	11,5% a 13,0%	IGP-DI + 7,5% aa
CE	16/10/97	138.081	3.185.362	15	11,5%	IGP-DI + 6% aa
DF	29/07/99	642.272	1.464.894	30	13,0%	IGP-DI + 6% aa
ES	24/03/98	429.887	2.759.351	30	13,0%	IGP-DI + 6% aa
GO	25/03/98	1.340.356	12.284.388	30	13,0% a 15,0%	IGP-DI + 6% aa
MA	22/01/98	244.312	5.651.341	30	13,0%	IGP-DI + 6% aa
MG	18/02/98	11.827.540	44.645.794	30	6,79% a 13,0%	IGP-DI + 7,5% aa
MS	30/03/98	1.236.236	5.974.914	30	14,0% a 15,0%	IGP-DI + 6% aa
MT	11/07/97	805.682	5.590.457	30	15,0%	IGP-DI + 6% aa
PA	30/03/98	274.495	1.752.089	30	15,0%	IGP-DI + 7,5% aa
PB	31/03/98	266.313	2.473.918	30	11,0% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
PE	23/12/97	163.641	4.471.262	30	11,5%	IGP-DI + 6% aa
PI	20/01/98	250.654	2.478.208	15	13,0%	IGP-DI + 6% aa
PR	31/03/98	519.944	10.970.256	30	12,0% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
RJ	29/10/99	18.536.808	45.191.957	30	12,0% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
RN	26/11/97	73.272	1.245.139	15	11,5% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
RO	12/02/98	146.950	1.902.191	30	15,0%	IGP-DI + 6% aa
RR	25/03/98	7.247	504.461	30	11,5%	IGP-DI + 6% aa
RS	15/04/98	9.427.324	30.976.212	30	12,0% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
SC	31/03/98	1.552.400	9.356.688	30	12,0% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
SE	27/11/97	389.065	1.537.232	30	11,5% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
SP	22/05/97	50.388.778	124.882.887	30	8,86% a 13,0%	IGP-DI + 6% aa
TOTAL		100.438.058	336.616.444			

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional – STN

Observa-se que cerca de 90% do valor refinanciado corresponde às dívidas dos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, sendo São Paulo responsável por 50% do total. Desses quatro Estados, somente Minas Gerais paga 7,5% de juros anuais em um dos contratos.

Cabe ressaltar que, posteriormente, o Senado Federal autorizou o Estado a contratar com a União operação de crédito para promover o saneamento e a privatização dos bancos estaduais, em foram pactuados encargos de IGP-DI + 6,0% a.a.

2 – Dívida de Minas Gerais

A operação de refinanciamento da dívida de Minas Gerais foi realizada em 18/02/98, por meio do contrato nº 04/98 da Secretaria do Tesouro Nacional, nos termos da Lei Federal nº 9.496, de 1997, e da Resolução nº 99, de 1996, do Senado Federal. O valor do contrato foi de R\$ 11,83 bilhões, que abrangia as seguintes dívidas:

- Dívida mobiliária representada por Letras Financeiras do Tesouro Estadual – LFTE: R\$ 11,35 bilhões;
- Contratos com o Banco do Brasil: R\$ 0,04 bilhão;
- Contratos com a Caixa Econômica Federal – R\$ 0,28 bilhão;
- Operações de dívida fundada com diversas instituições financeiras privadas: R\$ 0,15 bilhão.

Desse total, a União assumiu o montante de R\$ 1,59 bilhão, conforme autorizado pelo § 4º do art. 3º da Lei Federal nº 9.496. Assim, o valor refinanciado foi de R\$ 10,24 bilhões.

Além disso, o Estado amortizou antecipadamente o valor de R\$ 1,02 bilhão, correspondente a:

- Créditos de atualização monetária do IPI-Exportação do Estado junto à União, atualizado até a data do contrato – R\$ 0,05 bilhão;
- Recursos provenientes da alienação das ações do Banco do Estado de Minas Gerais S/A – Bemge – R\$ 0,52 bilhão;
- Recursos provenientes da alienação das ações do Banco de Crédito Real de Minas Gerais S/A – Credireal – R\$ 0,12 bilhão;
- Transferência de ações da Centrais de Abastecimento de Minas Gerais – Ceasa – à União – R\$ 0,25 bilhão;
- Transferência de ações da Companhia de Armazéns e Silos do Estado de Minas Gerais – Casemg – à União – R\$ 0,08 bilhão.

A amortização antecipada de 10% da dívida acarretou redução de 1,5 ponto percentual na taxa de juros de 9% a.a., resultando na taxa final de 7,5% a.a.

Em maio de 1998, o Senado Federal autorizou o Estado de Minas Gerais, por meio da Resolução nº 45, a contratar operação de crédito no valor de R\$ 4,34 bilhões, no âmbito do Programa de Apoio, Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados, para promover o saneamento e a privatização dos bancos estaduais. Estes recursos foram utilizados da seguinte forma:

- Privatização do Bemge – R\$ 1,56 bilhão;
- Liquidação de obrigações relativas à privatização do Credireal e necessários à transformação do BDMG em agência de fomento – R\$ 1,02 bilhão;
- Obrigações da Minas Caixa – R\$ 1,42 bilhão;
- Obrigações junto à Caixa Econômica Federal referente ao saneamento do Credireal – R\$ 0,35 bilhão.

Com essa renegociação, a dívida de Minas Gerais com a União passou a ser de R\$ 14,85 bilhões.

As condições de pagamento passaram a ser as seguintes:

- Dívida mobiliária e por contratos – prazo de 30 anos, correção pelo IGPD-I e taxa de juros nominais de 7,5% ao ano;
- Dívida referente ao saneamento do sistema financeiro estadual – prazo de 30 anos, correção pelo IGP-DI e taxa de juros nominais de 6% ao ano.
- Pagamento mensal do serviço da dívida calculado com base na Tabela Price, observado o limite de dispêndio mensal de 1/12 de 13% da receita líquida real – RLR -, a partir do ano 2000.

Após 30 anos, o eventual saldo devedor remanescente deverá ser refinanciado em até 10 anos, sendo as prestações não limitadas ao limite de comprometimento de 13% da RLR.

2.1 – Projeção do fluxo de pagamento da dívida

A Tabela 2 abaixo mostra o saldo atualizado em 31/12/2010 e as condições em que foi negociada a dívida do Estado junto à União.

Tabela 2 – Minas Gerais – Dívida contraída junto à União, nos termos da Lei Federal nº 9.496, de 1997

Condições	Dívida mobiliária e por contratos	Dívida referente ao ajuste do sistema financeiro	Total
Valor da dívida em 31/12/98 – R\$ bilhões (*)	22,18	10,37	32,55
Saldo em 31/12/2010 – R\$ bilhões	38,64	16,20	54,84
Encargos	IGP-DI + 7,5% a.a.	IGP-DI + 6,0% a.a	IGP-DI + 7,06% a.a.(**)
Prazo	360 meses	360 meses	360 meses

Fonte: Balanço Geral do Estado – exercício de 2010
 Secretaria de Fazenda do Estado de Minas Gerais – SEF-MG
 (*) Valores atualizados pelo IPCA até 31/12/2010.
 (**) Encargo médio ponderado das dívidas.

A Tabela 3 mostra a projeção do fluxo de pagamentos da dívida até a data do término dos contratos. Na projeção, os valores estão apresentados em valores constantes de 31/12/2010. Para a RLR, estimou-se um crescimento de 3% a.a. O pagamento das parcelas foi limitado a 13% da RLR, conforme estabelecido em contratos de refinanciamento⁴. Os valores relativos às prestações que ultrapassam o limite dos 13% e, portanto, não são pagos, foram incorporados ao saldo devedor.

Observa-se que, até fevereiro de 2028, o valor pago pelo Estado somará R\$ 76,8 bilhões, e o resíduo de R\$ 43,8 bilhões deverá ser refinanciado, nas mesmas condições do primeiro contrato, por um prazo de 120 meses. Com base na projeção apresentada, o refinanciamento do resíduo inicialmente comprometerá 13,5% da RLR, reduzindo-se para 10% ao final do período.

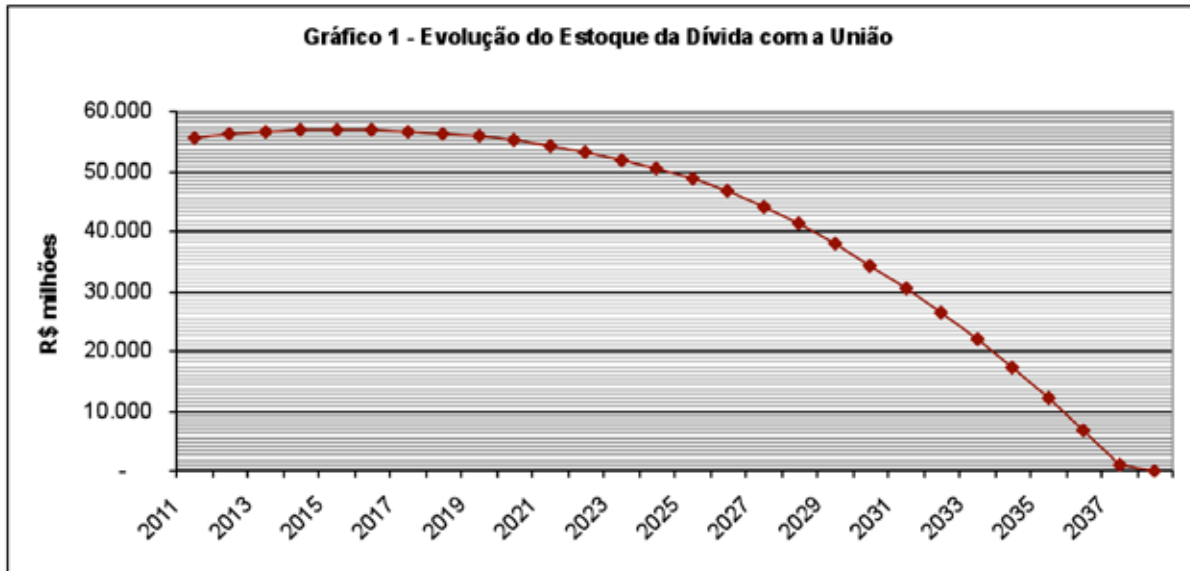
⁴ O contrato prevê a inclusão do pagamento de outras dívidas no limite de 13% da RLR, tais como da dívida externa contratada até setembro de 1991, de parcelamentos de dívida junto ao FGTS firmados até março de 1996 e de outros refinanciamentos com a União.

Tabela 3 – Fluxo de pagamentos da dívida do Estado com a União

Saldo inicial em 31/12/2010: R\$ 54.844 milhões					Valores em R\$ milhões	
Ano	Saldo Devedor (I)	Amortização (II)	Juros (III)	Prestação (IV) = (II) + (III)	RLR Projetada (V)	
2011	55.523	1	3.214	3.215	26.963	
2012	56.151	6	3.309	3.315	27.641	
2013	56.645	33	3.458	3.492	28.921	
2014	56.849	116	3.695	3.811	29.789	
2015	56.923	153	3.801	3.954	30.682	
2016	56.880	185	3.890	4.074	31.603	
2017	56.691	233	3.981	4.215	32.551	
2018	56.360	335	4.007	4.342	33.527	
2019	55.871	491	3.982	4.474	34.533	
2020	55.209	666	3.943	4.609	35.569	
2021	54.358	856	3.892	4.747	36.636	
2022	53.299	1.065	3.826	4.891	37.735	
2023	52.011	1.295	3.744	5.039	38.867	
2024	50.578	1.446	3.646	5.092	40.033	
2025	48.763	1.826	3.535	5.360	41.234	
2026	46.650	2.125	3.396	5.521	42.471	
2027	44.213	2.452	3.235	5.687	43.746	
2028	41.203	3.027	3.041	6.068	45.058	
2029	37.899	3.321	2.817	6.138	46.410	
2030	34.351	3.564	2.574	6.138	47.802	
2031	30.542	3.827	2.311	6.138	49.236	
2032	26.453	4.108	2.029	6.138	50.713	
2033	22.062	4.411	1.727	6.138	52.234	
2034	17.348	4.736	1.401	6.138	53.802	
2035	12.286	5.086	1.052	6.138	55.416	
2036	6.851	5.461	676	6.138	57.078	
2037	1.014	5.865	273	6.138	58.790	
2038	–	1.019	4	1.023	9.855	

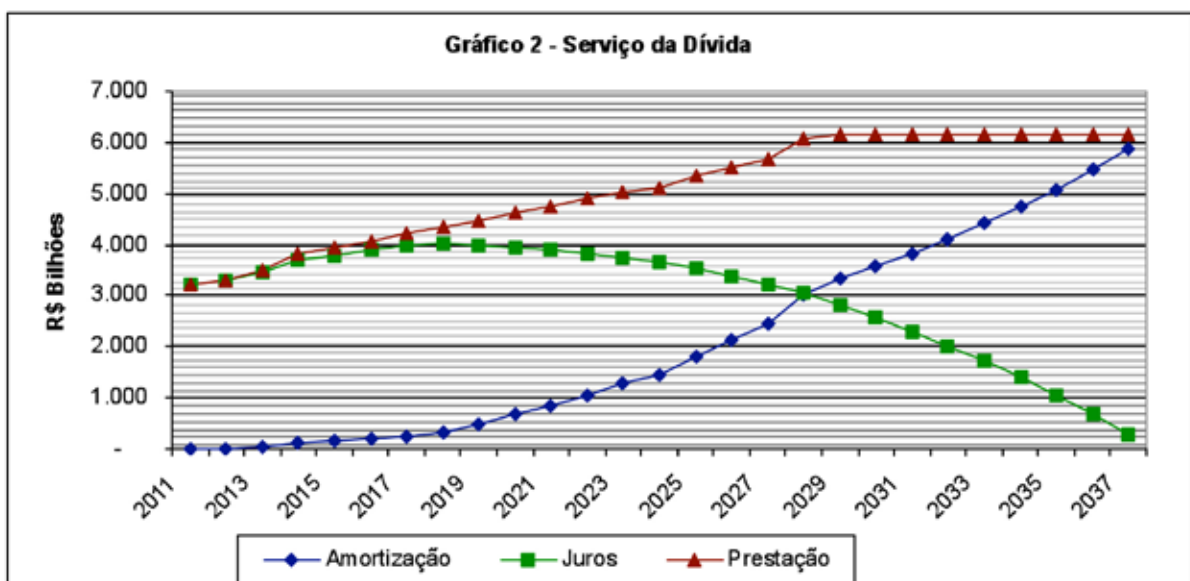
Fonte: Balanço Geral do Estado – exercício de 2010
 Secretaria de Fazenda do Estado de Minas Gerais – SEF-MG
 Secretaria do Tesouro Nacional – STN

O Gráfico 1 apresenta a evolução do saldo devedor ao longo do período de pagamento da dívida. Observa-se que esse saldo só começa a se reduzir em 2021, sendo que, ao final de 2028, ele ainda representará 75% do saldo devedor apurado em 31/12/2010. Isso se deve ao sistema adotado para pagamento do serviço da dívida, calculado com base na Tabela Price, que destina uma parcela maior do valor total das prestações ao pagamento dos juros, em detrimento das amortizações, nos primeiros anos do financiamento.



Fonte: Balanço Geral do Estado – exercício de 2010
 Secretaria de Fazenda do Estado de Minas Gerais – SEF-MG
 Secretaria do Tesouro Nacional – STN

O Gráfico 2 complementa essa informação ao detalhar o valor anual comprometido com o serviço da dívida, desmembrando-o em amortização e juros. Observa-se que até 2018 a amortização corresponde a, no máximo, 8% do valor total da prestação, o que significa que um percentual grande das parcelas pagas é utilizado para o pagamento dos encargos. Após 2028, essa relação se inverte, e o valor referente ao pagamento da amortização passa a ser superior ao do pagamento dos juros.



Fontes: Balanço Geral do Estado – exercício de 2010
 Secretaria de Fazenda do Estado de Minas Gerais – SEF-MG
 Secretaria do Tesouro Nacional – STN

2.2 – Análise das condições pactuadas no refinanciamento da dívida e das propostas para sua revisão

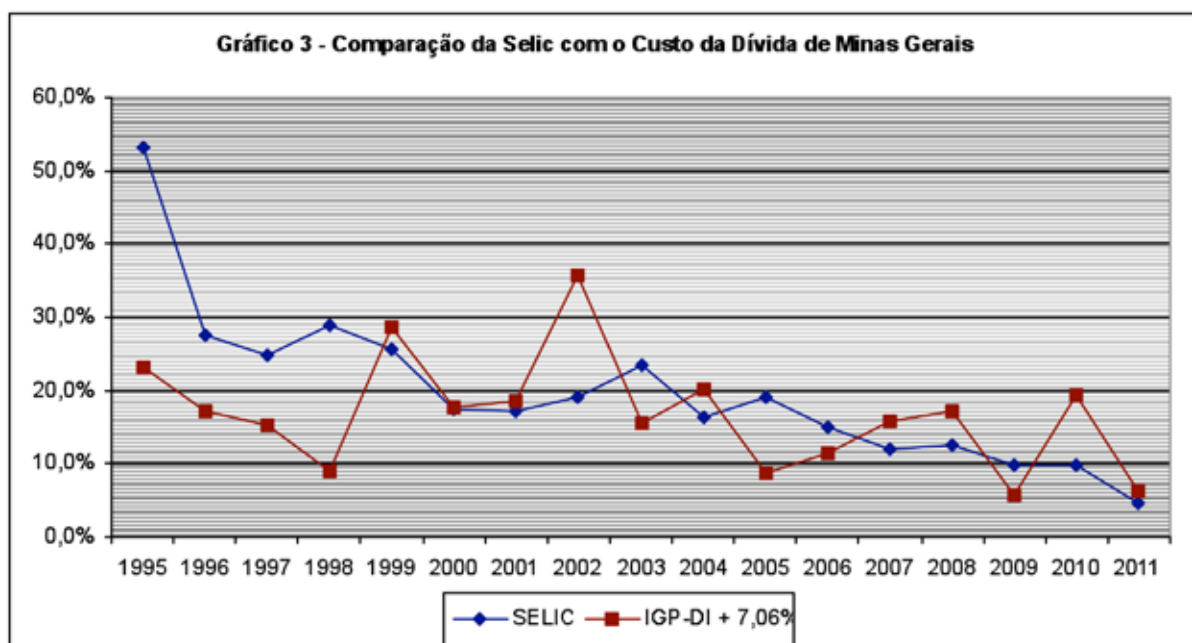
O custo assumido pelo Estado no refinanciamento da dívida com a União reflete as condições de mercado da época, em que as taxas de juros incorporavam expectativas de inflação crescente e de risco de crédito elevado.

Em 1998, a dívida da maioria dos Estados era financiada à taxa Selic – taxa determinada pelo Sistema de Liquidação e Custódia, utilizada como parâmetro para remuneração de títulos públicos. A taxa Selic é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central para promover ajustes na demanda agregada e no nível de preços da economia e, como tal, serve de referência para o mercado financeiro para a fixação das taxas de juros futuras, que balizam o custo das operações de crédito. Na sua composição, de maneira geral, a taxa embute a inflação esperada para um período de doze meses mais uma remuneração proporcional ao risco de crédito (risco- país).

Àquela época, a Selic era mantida em níveis elevados pelo Banco Central, como forma de controlar a inflação, o que encarecia sobremaneira o serviço da dívida dos Estados. As projeções da taxa pelo mercado apontavam para uma trajetória crescente no médio e longo prazos, o que desaconselhava sua manutenção como indexador das dívidas estaduais.

Foi nesse contexto que se deu o processo de refinanciamento das dívidas dos Estados, viabilizado por meio da Lei nº 9.496, de 1997 que previa, entre outras coisas, a substituição da Selic por taxas de juros pré-fixadas, que variavam de 6% a 9%, dependendo do caso, acrescida de correção monetária, medida pelo IGP-DI – Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna, cujas projeções à época eram mais favoráveis do que as da Selic (Gráfico 3).

Ocorre que, com o passar dos anos, a conquista da estabilidade econômica promoveu a inversão das expectativas inflacionárias, com reflexos nas projeções dos índices de inflação. A variação do IGP-DI, por exemplo, de 1998 a 2010, foi de 206,4%, consideravelmente superior à do IPCA, que foi de 122,8% no mesmo período.



Fonte: Banco Central do Brasil

A mudança de cenário suscitou o questionamento por parte dos Estados das condições pactuadas nos contratos de refinanciamento das dívidas com a União, que, no entendimento da maioria destes, não são condizentes com a realidade atual, mas, ao contrário, refletem uma realidade passada, em que as perspectivas em relação à inflação eram de crescimento no médio e no longo prazos. Dessa forma, iniciou-se um movimento político visando à reabertura das discussões com o objetivo de promover uma renegociação dessas condições.

As propostas apresentadas pelos Estados são as mais diversas. Com vistas a fornecer elementos técnicos que possam informar essa discussão, apresentamos a seguir uma análise das principais propostas apresentadas até agora, apontando os argumentos favoráveis e contrários a cada uma delas, tendo como referência as condições relativas ao refinanciamento da dívida de Minas Gerais. Para tanto, optamos por trabalhar com o custo médio dessa dívida, obtido pela média ponderada dos custos dos dois contratos de financiamento que ampararam a renegociação da dívida do Estado com a União: IGP-DI + 7,06% a.a.⁵

Proposta 1: Troca do IGP-DI + taxa de juros, pela Selic (líquida do IR)

Essa proposta se ampara no argumento de que o custo da dívida para os Estados deve ser o mesmo suportado pela União, de forma a evitar que um ente aufera renda do outro proveniente da penalização de uma das partes. Orienta essa proposta o resgate do princípio federativo.

Importa esclarecer que, para lastrear a operação de refinanciamento dos Estados e com base na Portaria do Ministério da Fazenda nº 166, de 1998, a União emitiu as Letras Financeiras do Tesouro, Série A – LFT-A, ao custo da Selic acrescida de 0,2944% a.a., e as Letras Financeiras do Tesouro, Série B – LFT-B, ao custo da Selic.

Dessa forma, a prevalecer a proposta de igualar os custos entre Estados e União, há que considerar a Selic, que é o índice de rentabilidade dos títulos emitidos pela União, como indexador a ser utilizado no refinanciamento da dívida dos Estados. Além disso é necessário descontar da referida taxa o imposto de renda auferido pela União sobre os rendimentos das aplicações em títulos públicos, excluída a parcela do imposto que é transferida aos demais entes, por determinação constitucional.

Assim, consideramos, para efeito de comparação entre os custos suportados pelo Estado e pela União, a menor alíquota de Imposto de Renda (15%) do período analisado, descontados 48% relativos à parcela destinada aos Estados, Distrito Federal e Municípios.

A Tabela 4 e o Gráfico 4 mostram a evolução do custo de captação da União, medido pela Selic (líquida do IR), comparado ao custo médio da dívida do Estado, medido pelo IGP-DI + 7,06% a.a.

Observa-se uma evolução relativamente homogênea dos custos até 2008, ano em que há um descolamento dos índices e o Estado passa a suportar um custo maior de carregamento da dívida do que o suportado pela União. Esse descolamento explica a diferença de 14,2% a mais que o Estado suportou com o serviço da dívida em relação à União no período analisado.

A projeção do Banco Central para os próximos anos, conforme apresentado na Tabela 5, confirma essa tendência, o que nos autoriza a concluir que, a permanecerem as atuais condições, o Estado continuará a transferir renda para a União nos próximos anos, por meio do pagamento do serviço da dívida, comprometendo sua capacidade de investimento.

5 A taxa de juros: média ponderada pelo saldo devedor de cada dívida em 31/12/2010.

Tabela 4: Custo médio da dívida de Minas Gerais (IGP-DI + 7,06%) comparado à Selic líquida de IR

	IGP-DI + 7,06%	Selic (líquida do IR)	Base 1997 = 100	
			IGP-DI + 7,06%	Selic (líquida do IR)
1997			100	100
1998	9,1%	26,5%	109	127
1999	28,7%	23,6%	140	156
2000	17,8%	16,1%	166	182
2001	18,5%	16,0%	196	211
2002	35,6%	17,7%	266	248
2003	15,5%	21,5%	307	301
2004	20,3%	15,0%	369	346
2005	8,6%	17,6%	401	407
2006	11,4%	13,9%	447	464
2007	15,8%	10,9%	517	514
2008	17,1%	11,5%	606	573
2009	5,7%	9,2%	640	626
2010	19,4%	9,0%	765	682
2011	6,2%	4,2%	812	711
Acumulado	711,9%	610,9%		

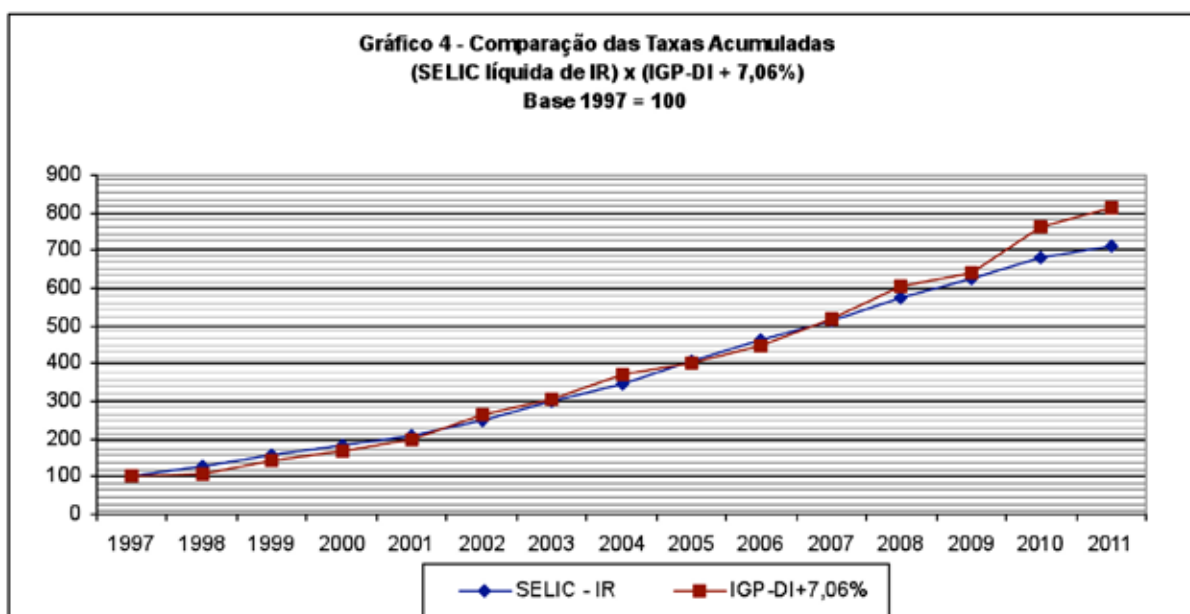
(*) Valores acumulados até maio de 2011

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 5 – Expectativa do Banco Central para Selic e IGP-DI

	SELIC (líquida do IR)	IGP-DI + 7,06
2011	11,2%	13,8%
2012	11,4%	12,7%
2013	10,3%	12,3%
2014	9,6%	12,2%
2015	9,3%	12,1%
Acumulado	63,9%	81,3%

Fonte: Banco Central do Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil

Atualmente o valor pago pelo Estado com o serviço da dívida é superior aos seus gastos com investimento, conforme mostra a Tabela 6. Cabe ressaltar que esse valor seria ainda maior se não houvesse o limite de 13% de comprometimento da RLR com o pagamento da dívida. Nesse sentido, a revisão das condições pactuadas em contrato, de forma a possibilitar a redução do valor a pagar do serviço da dívida, no médio e longo prazos, é de fundamental importância para aumentar a capacidade de investimento do Estado.

Tabela 6 – Serviço da dívida comparado à previsão dos gastos com investimento pelo Estado.

Ano	Serviço da Dívida (R\$ bilhões)	Investimento Previsto (R\$ bilhões)
2011	3,44	3,15
2012	3,54	3,14
2013	3,65	3,32
2014	3,75	3,70

Fonte: PL 1.697/2011 – Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para o exercício de 2012

Os argumentos favoráveis a essa proposta são:

- O custo da dívida do Estado será o mesmo custo de captação da União, ou seja, nenhum dos entes perde ou ganha com o refinanciamento;
- É provável, a julgar pelas projeções do Banco Central, que haja redução no custo da dívida nos próximos anos.

Os principais argumentos contrários são:

- A proposta não contará com o apoio dos Estados que têm os encargos da dívida fixados em IGP-DI + 6% a.a., pois, a esse custo, não há vantagem na troca do indexador;
- Conforme já explicado acima, a Selic, na sua composição, embute a inflação medida pelo IPCA

mais a parcela de juros que, em regra, reflete o “risco-país” percebido pelos investidores. Além disso, a taxa é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central no controle da inflação. Atrelar a dívida do Estado à Selic, portanto, significa atrelá-la a uma taxa cujo componente de risco e de variabilidade escapa completamente ao controle do Estado, deixando o serviço da dívida à mercê das conveniências conjunturais da política monetária implementada pela União, sobre a qual o Estado não tem qualquer poder de controle.

- A proposta pode implicar novação e, portanto, alteração da Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF, o que pode gerar resistências por parte da União.

Proposta 2: Troca do IGP-DI pelo IPCA

Uma outra proposta refere-se à troca do IGP-DI – indexador utilizado para a correção monetária da dívida – pelo IPCA.

A Tabela 7 abaixo mostra a variação acumulada dos dois indexadores no período de janeiro de 1998 a maio de 2011. Observa-se uma variação de 216% do IGP-DI no período, contra 131% do IPCA.

Tabela 7 – Variação acumulada do IGP-DI e do IPCA no período de 1998 a 2011

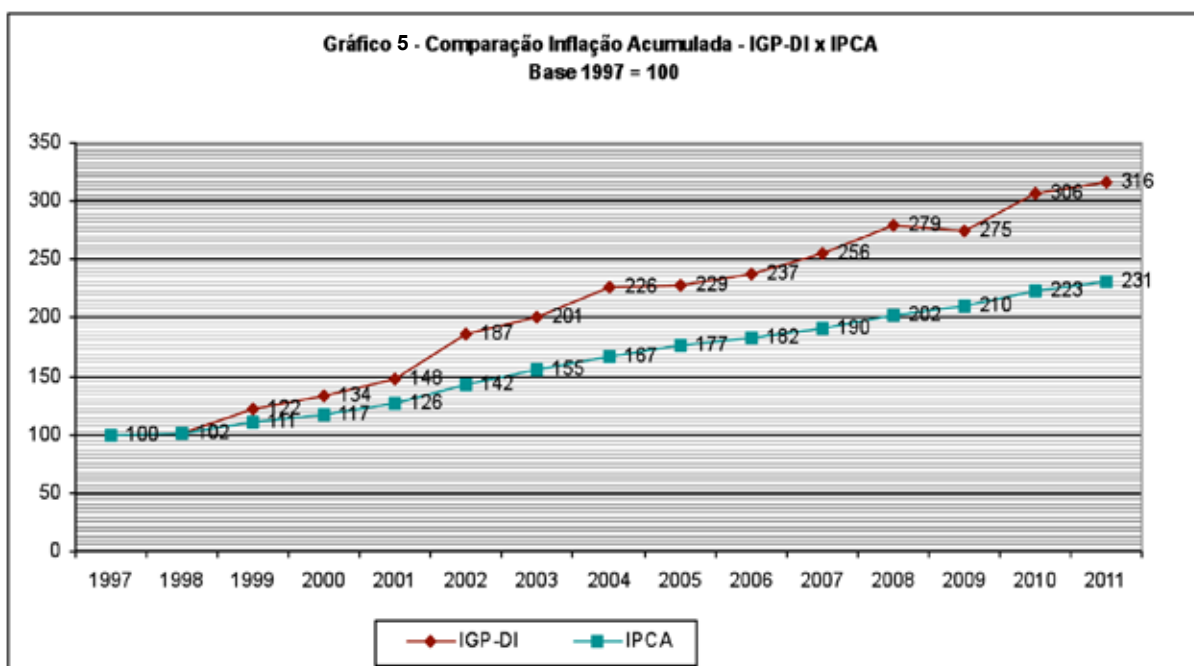
	GP-DI	IPCA	IGP-DI	IPCA
			Base 1997 = 100	
1997			100	100
1998	1,7%	1,7%	102	102
1999	20,0%	8,9%	122	111
2000	9,8%	6,0%	134	117
2001	10,4%	7,7%	148	126
2002	26,4%	12,5%	187	142
2003	7,7%	9,3%	201	155
2004	12,1%	7,6%	226	167
2005	1,2%	5,7%	229	177
2006	3,8%	3,1%	237	182
2007	7,9%	4,5%	256	190
2008	9,1%	5,9%	279	202
2009	-1,4%	4,3%	275	210
2010	11,3%	5,9%	306	223
2011*	3,1%	3,7%	316	231
Acumulado	215,9%	131,1%		

(*) Valor acumulado até maio de 2011
 Fonte: Banco Central do Brasil

Isso se deve ao fato de o IGP-DI ser um indicador de ampla cobertura, que mede a evolução dos preços no atacado, no varejo e na construção civil, sendo, portanto, fortemente influenciado pela variação do dólar, especialmente em razão dos preços das commodities. Trata-se de um índice extremamente volátil: seu coeficiente de variação – CV –, ou seja, a dispersão dos dados em relação à média aritmética, apurado de 1998 a 2010, foi de 79%, enquanto o CV do IPCA foi de 43%.

Já o IPCA mede o custo de vida de famílias com renda mensal de 1 a 40 salários mínimos, residentes nas principais regiões metropolitanas do País. Apesar de ser um índice restrito, que mede o custo de vida refletido pelos preços de bens e serviços consumidos por um extrato da população, atualmente o IPCA é utilizado como indexador de vários contratos financeiros, em razão de ser o índice utilizado pelo Banco Central como medidor oficial da inflação do País.

Apesar de os economistas afirmarem que ambos os índices tendem a se igualar no longo prazo, isso não é observado quando analisamos os dados passados. O Gráfico 5 abaixo mostra o comportamento dos índices no período de 1997 a 2011 e demonstra a tendência de os indicadores se distanciarem ao longo do tempo.



Fonte: Banco Central do Brasil

Cabe ressaltar, no entanto, que, em que pese o comportamento desses dois índices no passado apontar para uma tendência de crescimento de preços maior no atacado do que no varejo, as projeções do Banco Central, para o período de 2011 a 2015, apontam para uma variação maior do IPCA em relação ao IGP-DI (Tabela 8). Isso pode significar que as expectativas futuras em relação à inflação são de aumento dos preços no varejo maior do que os do atacado, tendo em vista as pressões de demanda decorrentes, especialmente, do aumento do consumo das classes menos favorecidas, fortemente beneficiadas nos últimos anos pelas políticas públicas de transferência de renda e pelo crescimento econômico.

Tabela 8 – Expectativa do Banco Central para IGP-DI e IPCA

	IGP-DI	IPCA
2011	6,10%	6,21%
2012	5,08%	5,19%
2013	4,70%	4,71%
2014	4,59%	4,66%
2015	4,47%	4,59%
Acumulado	27,55%	28,06%

Fonte: Banco Central do Brasil

Os argumentos favoráveis em relação à troca do IGP-DI pelo IPCA são:

- Redução esperada do custo de financiamento da dívida, se consideramos que, a julgar pela série histórica do indexador, o IGP-DI continuará apresentando variação superior à do IPCA durante o período de vigência do contrato;
- Maior previsibilidade das finanças estaduais, tendo em vista que o IPCA é um indicador menos volátil que o IGP-DI;
- O custo de captação da União, cuja base é a Selic, embute a inflação esperada, medida pelo IPCA. Assim, as perdas decorrentes da inflação seriam recompostas pelo mesmo indicador, tanto para o saldo da dívida do Estado quanto para o da União, não havendo, portanto, perda para qualquer uma das partes.
- A arrecadação de ICMS, receita que compõe a maior parte da RLR, é afetada pela variação de preços dos produtos e serviços que compõem a cesta do IPCA, o que torna desejável a utilização do IPCA como indexador da dívida, de forma a permitir o seu atrelamento ao principal componente da receita do Estado;
- A utilização do IPCA é uma proposta que tem o apoio dos demais Estados, pois todos eles seriam beneficiados por ela;
- O IPCA é o medidor oficial da inflação no País, utilizado pelo Banco Central, como parâmetro da meta de inflação.
- A proposta pode não implicar novação, pois altera apenas o índice de correção monetária dos contratos, e não a taxa de juros contratual. Nesse caso não haveria que falar em alteração da LRF.

O principal argumento contrário à medida é o risco de troca do índice, tendo em vista que a tendência observada no passado, de o IGP-DI crescer mais do que o IPCA, pode se inverter no médio e longo prazos, o que já se pode confirmar pelos valores da inflação acumulada em 2011. O Sistema de Expectativas de Mercado do Banco Central também já prevê essa inversão a partir de 2011, conforme dados apresentados na Tabela 8.

Proposta 3: Redução das taxas de juros para 4,2% a.a.

Essa proposta se ampara na razoabilidade de se atrelar o custo do financiamento da dívida à taxa de juros que compõe a Selic, incorporando também redução de 1,5 ponto percentual na taxa, a exemplo do que foi acordado nos contratos iniciais.

Tal redução refere-se àquela concedida pela União à época da renegociação da dívida, quando o Estado transferiu para a União R\$ 1,02 bilhão, como liquidação antecipada do valor refinanciado. Naquela época, a taxa de juros de mercado para operações financeiras era de 9% ao ano – taxa inicialmente cobrada pela União nos contratos de Minas Gerais. Com a amortização antecipada, a União concedeu ao Estado redução de 1,5 ponto percentual sobre os 9%, resultando em taxa final de 7,5% a.a.

A taxa de juros em operações de financiamento reflete sempre o risco da operação. No Brasil, em operações de baixo risco, utiliza-se a Selic como referência, que, por sua vez, na sua composição, embute a expectativa de inflação, medida pelo IPCA, mais uma parcela de juros associada ao risco-país.

A operação de refinanciamento da dívida dos Estados pode ser considerada de baixíssimo risco, em razão de ser garantida pela retenção de impostos pela União, em caso de inadimplência dos Estados. Assim, é razoável propor que a taxa de refinanciamento seja aquela utilizada nas operações de baixo risco, que, no Brasil, é a taxa que compõe a Selic.

A Tabela 9 apresenta a expectativa do Banco Central para a taxa em referência, considerada a inflação medida pelo IPCA, para o período de 2011 a 2015. Observa-se que a taxa média efetiva apurada no período é de 5,9%, a qual corresponde a uma taxa nominal⁶ de 5,7% a.a.

Comparada com a taxa de 5,7%, a taxa de 7,06% a.a. utilizada no refinanciamento da dívida de Minas Gerais é alta, tendo em vista o baixo risco e a alta liquidez da garantia da operação, e pode ser reduzida para a taxa esperada pelo Banco Central para esse tipo de operação, admitida a redução de 1,5 ponto percentual sobre os 5,7%, totalizando 4,2% a.a..

Numa eventual renegociação da taxa de juros contratual, portanto, é razoável que seja levada em conta a mesma redução de 1,5 ponto percentual sobre a nova taxa a ser pactuada, o que, no caso da proposta em referência, seria a taxa de mercado utilizada nas operações de baixo risco (5,7% a.a.), menos 1,5 ponto percentual de desconto, resultando em taxa de 4,2% a.a.

Vale lembrar que o aporte de R\$ 1,02 bilhão realizado pelo Estado à época, corrigido à taxa Selic, até maio de 2011, representa, a valor presente, R\$8,46 bilhões que entraram no caixa da União no início da operação.

Tabela 9 – Expectativa do Banco Central para a Selic e para o IPCA

	SELIC	IPCA	(SELIC) – (IPCA)
2011	12,2%	6,2%	5,6%
2012	12,4%	5,2%	6,9%
2013	11,2%	4,7%	6,2%
2014	10,4%	4,7%	5,5%
2015	10,1%	4,6%	5,3%
Média – taxa efetiva			5,9%
Média – taxa nominal			5,7%

Fonte: Banco Central do Brasil

A Tabela 10 apresenta o fluxo de pagamentos da dívida, considerando a redução dos encargos para IGP-DI + 4,2% a.a. Observa-se que, apesar de o pagamento das prestações comprometer 13% da RLR, o saldo devedor é amortizado rapidamente, o que possibilita a contratação de novas operações

⁶ Como os juros do contrato são nominais, devemos compará-los com a taxa nominal.

de crédito para fins de investimento, tendo em vista o limite imposto pelo Senado Federal para o endividamento dos Estados.

Tabela 10 – Simulação do fluxo de pagamentos da dívida do Estado, ao custo de IGP-DI + 4,2% a.a.

Ano	Saldo Devedor (R\$ milhões)	Prestação (R\$ milhões)	Valor das Dívidas Intralimite (R\$ milhões)	Valores em R\$ milhões	
				RLR Projetada	% de Comprometimento da RLR
2011	54.212	3.215	290	26.963	13,00%
2012	53.452	3.315	279	27.641	13,00%
2013	52.479	3.492	268	28.921	13,00%
2014	51.136	3.811	62	29.789	13,00%
2015	49.585	3.954	35	30.682	13,00%
2016	47.838	4.074	34	31.603	13,00%
2017	45.866	4.215	17	32.551	13,00%
2018	43.672	4.342	16	33.527	13,00%
2019	41.238	4.474	16	34.533	13,00%
2020	38.550	4.609	15	35.569	13,00%
2021	35.591	4.747	15	36.636	13,00%
2022	32.343	4.891	15	37.735	13,00%
2023	28.786	5.039	14	38.867	13,00%
2024	25.003	5.092	112	40.033	13,00%
2025	20.760	5.360	–	41.234	13,00%
2026	16.143	5.521	–	42.471	13,00%
2027	11.130	5.687	–	43.746	13,00%
2028	9.961	1.668	–	45.058	3,70%
2029	9.586	858	–	46.410	1,85%
2030	9.197	858	–	47.802	1,80%
2031	8.796	858	–	49.236	1,74%
2032	8.381	858	–	50.713	1,69%
2033	7.953	858	–	52.234	1,64%
2034	7.511	858	–	53.802	1,59%
2035	7.054	858	–	55.416	1,55%
2036	6.582	858	–	57.078	1,50%
2037	6.096	858	–	58.790	1,46%
2038	–	143	–	9.855	1,45%

Fontes: Balanço Geral do Estado – exercício de 2010
Secretaria de Fazenda do Estado de Minas Gerais – SEF-MG
Secretaria do Tesouro Nacional – STN

Os principais argumentos favoráveis à proposta são:

- A redução da taxa de juros é uma alternativa favorável do ponto de vista financeiro, pois reduz o custo de financiamento da dívida.
- A implementação da proposta acarretará uma redução mais rápida do estoque da dívida, abrindo espaço para a contratação de novas operações de crédito, tendo em vista o limite imposto pelo Senado Federal para o endividamento dos Estados;
- Ao contrário da proposta de utilização da Selic, que atrelaria o custo da dívida a uma taxa variável, a taxa de 4,2% a.a. seria pré-fixada, o que garante maior previsibilidade ao fluxo de pagamento da dívida;
- Essa proposta poderia ter o apoio dos demais Estados, tendo em vista que a menor taxa pactuada atualmente é de 6% a.a..

Os principais argumentos contrários à proposta são:

- A proposta poderia implicar novação e, portanto, alteração da LRF;
- A redução da taxa de juros contratual poderia impor à União um ônus maior de carregamento da dívida do que o suportado pelo Estado, a depender do comportamento da Selic no longo prazo.

Proposta 4: Redução do limite de comprometimento da RLR com o pagamento da dívida e aplicação da diferença em investimentos na área social

A proposta visa a aumentar a capacidade de investimento do Estado, por meio da redução do percentual de comprometimento da RLR com o pagamento da dívida, tendo como contrapartida a vinculação dos recursos a investimentos na área social.

Simulou-se o fluxo de pagamento da dívida incorporando a redução do limite de comprometimento da RLR para 10%, mantidas as demais condições contratadas. Verificou-se que tal alteração poderia acarretar a insolvência do Estado a partir de 2028, prazo de encerramento dos contratos, pois, para a liquidação do resíduo a ser refinanciado, cujo prazo em vigor é fevereiro de 2038, o Estado teria que comprometer 22,5% da RLR.

Dessa forma, foram feitas simulações para o fluxo de pagamento da dívida, variando-se o limite de comprometimento da RLR para 10%, 11% e 12%, com o objetivo de se avaliar o prazo necessário para pagamento do resíduo, tendo em vista o percentual de comprometimento da RLR durante o período de pagamento do resíduo – a partir de fevereiro de 2028.

Tabela 11 – Projeções do fluxo de pagamentos da dívida, com variação do percentual de comprometimento da RLR

Comprometimento da RLR até fevereiro de 2028	Comprometimento da RLR após fevereiro de 2028, com alongamento do prazo para pagamento do resíduo	Prazo para pagamento do resíduo (anos)
13,0%	13,5%	10
12,0%	12,8%	15
11,0%	13,0%	20
10,0%	13,0%	30

Fontes: Balanço Geral do Estado – exercício de 2010
Secretaria de Fazenda do Estado de Minas Gerais – SEF-MG
Secretaria do Tesouro Nacional – STN

Observa-se, com base nos dados da Tabela 11 que a adoção da medida implicaria necessariamente o aumento do prazo de liquidação da dívida, tendo em vista a sua adequação ao fluxo de desembolsos ao longo dos anos.

A redução para 10% do comprometimento da RLR com o pagamento da dívida durante o prazo de vigência dos contratos implicaria o alongamento do prazo para o pagamento do resíduo para 30 anos. O pagamento do resíduo em 30 anos, no entanto, exigiria do Estado o comprometimento de 13% da RLR durante esse período (período de pagamento do resíduo). A hipótese de manter o limite em 10% da RLR também para o pagamento do resíduo implicaria o alongamento do prazo de liquidação da dívida para mais de 200 anos.

Tabela 12 – Fluxo de pagamentos da dívida do Estado com a União, considerando o comprometimento de 10% da RLR

Saldo inicial em 31/12/2010: R\$ 54.844 milhões			Valores em R\$ milhões	
Ano	Valor da Prestação nas condições atuais de refinanciamento da dívida (I)	Valor da Prestação com redução do limite de pagamento para 10% da RLR (II)	Disponibilidade de recursos para investimento (III) = (I) – (II)	
2011	3.215	3.215	–	
2012	3.315	2.485	829	
2013	3.492	2.624	868	
2014	3.811	2.917	894	
2015	3.954	3.033	920	
2016	4.074	3.126	948	
2017	4.215	3.238	977	
2018	4.342	3.336	1.006	
2019	4.474	3.438	1.036	
2020	4.609	3.542	1.067	
2021 a 2025	25.129	19.294	5.835	
2026 a 2030	29.552	26.432	3.121	
2031 a 2035	30.690	30.135	554	
2036 a 2037	12.276	12.054	222	

Fontes: Balanço Geral do Estado – exercício de 2010
Secretaria de Fazenda do Estado de Minas Gerais – SEF-MG
Secretaria do Tesouro Nacional – STN

Observa-se que a redução do comprometimento da receita com o pagamento do serviço da dívida até fevereiro de 2028 poderia aumentar a disponibilidade de recursos para investimentos do Estado em até R\$0,83 bilhão já em 2012, o que representa 26,3% do orçamento de investimentos do Estado para o exercício de 2011.

Pelo exposto, constata-se que, em qualquer hipótese de redução do limite de comprometimento da RLR com o pagamento da dívida, será imprescindível a adequação do prazo para pagamento do resíduo ao final do contrato.

Com base nessas informações, enumeramos abaixo os principais argumentos favoráveis à proposta em questão:

- Redução do valor destinado ao pagamento da dívida e consequente aumento da margem disponível para gastos com investimentos na área social;
- A proposta certamente teria o apoio dos demais Estados, tendo em vista que todos ganham com ela;
- A contrapartida do Estado de vinculação dos recursos a investimentos na área social atende ao objetivo da União de redução da pobreza e das desigualdades sociais, o que pode facilitar um entendimento nesse sentido.

O principal argumento contrário à medida é a possível resistência da União em perder receita em favor dos Estados. Porém, há que considerar que a perda de receitas por parte da União seria compensada com a igual redução das despesas na área social, tendo em vista a descentralização de parte dessas despesas, que seriam então realizadas pelos Estados.

3 – Conclusão

Com a apresentação e análise das principais propostas em discussão sobre a renegociação das condições do refinanciamento das dívidas estaduais com a União, tendo como referência a dívida de Minas Gerais, esperamos ter apresentado os elementos necessários para subsidiar a discussão sobre essa questão nesta Casa.

Os dados apresentados sobre a dívida do Estado mostram a necessidade de renegociação das condições pactuadas, tendo em vista as novas perspectivas em relação à economia do País e seus reflexos sobre a inflação e as taxas de juros. Essa renegociação, no entanto, imporá ao Estado a escolha entre as diversas alternativas em discussão nesse momento. Nesse sentido, entendemos que caberá ao Poder Legislativo a defesa dos interesses da sociedade mineira nesse processo.

Belo Horizonte, 28 de junho de 2011.

Suzanne Bouchardet

Valéria de Cássia S. Guimarães

Consultoras

Gerência-Geral de Consultoria Temática