

ANÁLISE DE SUSTENTABILIDADE DAS DÍVIDAS ESTADUAIS: IMPACTOS DO PLC 99/2013

Daniel Voigt Godoy*

RESUMO: O objetivo desse artigo é analisar os impactos do Projeto de Lei da Câmara dos Deputados 99/2013 sobre a sustentabilidade das dívidas estaduais. Propõe-se uma interpretação para o texto da lei, no que tange ao seu mecanismo de funcionamento e em seguida estima-se os impactos que as alterações propostas teriam sobre a trajetória de evolução das dívidas estaduais, utilizando uma abordagem estocástica. Encontram-se evidências de substancial redução dos desembolsos com serviço da dívida no período atual, bem como no período de refinanciamento do resíduo, além de um efeito indireto da substituição do índice de atualização monetária sobre a taxa média de crescimento real da RLR. Considera-se a hipótese de alteração do limite de comprometimento, definindo a condição de equilíbrio intertemporal entre os níveis de comprometimento atual e futuro e estimando parâmetros que satisfaçam essa condição.

PALAVRAS-CHAVE: dívidas estaduais, sustentabilidade, PLC 99

1 INTRODUÇÃO

As dívidas dos Estados no âmbito da Lei 9.496/97 têm sido objeto de discussões e estudos desde sua origem. Inicialmente visto como a salvação das finanças públicas estaduais, frente às condições macroeconômicas adversas que vigoravam à época, o refinanciamento passou a ter suas condições contratuais questionadas ao longo do tempo. A economia brasileira evoluiu e se tornou mais estável nos últimos 16 anos, permitindo reduzir substancialmente os riscos inerentes às altas volatilidades da taxa de juros e da taxa de câmbio, afastando a possibilidade de choques que contribuía para o descontrole das finanças estaduais. Nesse contexto, buscou-se argumentos para estabelecer que o contrato então firmado havia perdido o seu equilíbrio econômico-financeiro, tornando-se viesado em favor do credor. Se deixadas sem alteração, as condições pactuadas levariam, conforme previsões, à uma situação insustentável para alguns Estados no futuro.

No início de 2013, o Governo Federal enviou ao Congresso Nacional um Projeto de Lei Complementar (PLP 238/2013) com vistas a sanar o desequilíbrio econômico-financeiro supracitado, propondo alterações na taxa de juros e no mecanismo de atualização monetária dos contratos. Na esteira da oportunidade que se apresentou, houve a mobilização de governos estaduais na tentativa de obter as condições mais favoráveis possíveis, onde a apresentação de emendas ao projeto de lei buscando uma redução ainda maior da taxa de juros ou do limite mensal de comprometimento da receita² foi, por diversas vezes, considerada. Ao longo do processo, por questões de ordem processual, as quais não cabem aqui discutir, os mesmos termos propostos no PLP 238/2013 foram reapresentados sob a forma de um Projeto de Lei da Câmara dos Deputados (PLC 99/2013). No estado em que se encontra atualmente (maio/2014), o novo projeto manteve suas características originais, incluindo a retroatividade de seus termos à situação vigente em 01/01/2013, tendo tramitado na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) e tramitando na Comissão de Constituição, Justiça e Cidadania (CCJ).

* PPGE/UFRGS

² A definição do limite máximo de comprometimento da RLR encontra-se na Lei 9.496/97 em seu Artigo 5º, como segue: “Os contratos de refinanciamento poderão estabelecer limite máximo de comprometimento da RLR para efeito de atendimento das obrigações correspondentes ao serviço da dívida refinanciada nos termos desta Lei.”. O Artigo 6º define as deduções do limite apurado que podem ser realizadas, correspondentes ao serviço de outras obrigações financeiras elencadas na Lei.

O objetivo desse trabalho é mensurar, a partir de um modelo estocástico, o impacto que as novas condições estabelecidas originalmente pelo PLP 238/2013 e, então, pelo PLC 99/2013, bem como o impacto de uma hipotética alteração do limite mensal de comprometimento da receita, terão sobre a trajetória das dívidas estaduais e quais dessas condições melhor definem uma condição de equilíbrio.

O presente trabalho está organizado da seguinte forma. Na Seção 2, apresentaremos o modelo estocástico que será utilizado para a realização das simulações e projeções, bem como os resultados obtidos através do mesmo nas condições contratuais vigentes até o presente momento. Na Seção 3, serão apresentadas as condições propostas pelo PLP99/2013 e sua interpretação sob uma ótica técnica visando a sua implementação, e serão feitas suposições sobre os efeitos esperados. A Seção 4 tratará da atualização dos dados de entrada para o modelo e das implicações do PLP 99/2013. O ajuste do modelo às condições propostas, bem como os resultados obtidos a partir do mesmo, estarão na Seção 5. Em seguida, na Seção 6, consideramos uma hipotética alteração no limite de comprometimento da receita, e apresentaremos os resultados do modelo ao considerarmos essa condição adicional. A Seção 7 apresentará as conclusões finais.

2 MODELO ESTOCÁSTICO E RESULTADOS ATUAIS

O modelo utilizado no presente trabalho será aquele apresentado em Godoy (2012, p.48), de onde os resultados constantes dessa Seção e outros dados pertinentes foram retirados. A escolha do modelo estocástico em questão se dá por suas características que o distinguem de outros modelos: i) possibilidade de qualificar probabilisticamente os resultados obtidos; ii) ausência da necessidade de incorporar mecanismos de atualização monetária, uma vez que o mesmo utiliza dados relativos; e iii) robustez dos resultados ao considerarmos diferentes horizontes temporais.

Dentre os resultados obtidos originalmente através do modelo, inclui-se a identificação dos principais determinantes da trajetória da dívida. Além do nível da taxa de crescimento real da Receita Líquida Real (RLR)³, estabeleceu-se a dependência da trajetória de crescimento da receita e a importância das exclusões ao limite de pagamento.

Além disso, o modelo permitiu dividir os Estados em três grupos distintos: aqueles cujas dívidas encontram-se em situação de plena solvência; aqueles cujas perspectivas para as dívidas requerem observação, são os casos de Alagoas e Rio de Janeiro; e aqueles cujas perspectivas são desfavoráveis e indicam uma situação de risco no futuro, são os casos de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo.

Os resultados encontrados através de simulações, com data base em dezembro de 2011 e supondo manutenção das taxas médias históricas de crescimento real da RLR, para os percentis correspondentes a 5, 25, 50, 75 e 95 por cento para a evolução da trajetória futura da relação dívida/receita ao longo do tempo são apresentados a seguir, conforme figura e tabela abaixo:

³ A definição da RLR encontra-se na Lei 9.496/97 em seu Artigo 2º, Parágrafo Único, como segue: “RLR é a 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.”. Posteriormente, a Lei nº 10.195/01 determinou que sejam excluídas da receita realizada, no cálculo da RLR, as deduções tratadas na Lei nº 9.424/96 (que dispõe sobre o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino fundamental e de Valorização do Magistério – FUNDEF).

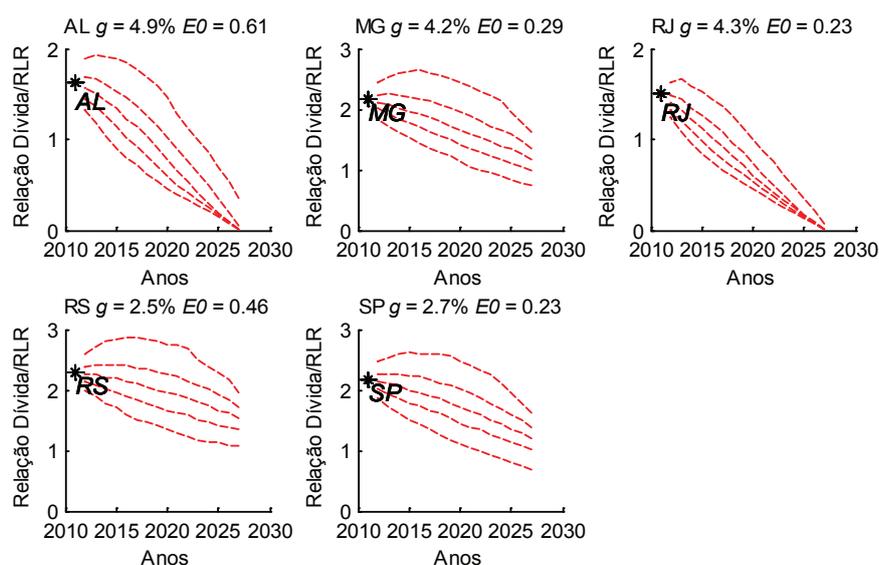


Figura 1. Evolução da Relação D/R por Estado - Percentis
Fonte: Godoy (2012).

Tabela 1 - Relação D/R , em 2028 e PMT de Refinanciamento em 10 anos em Percentual da RLR – Percentis

Relação D_t/R_t em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos					
UF	Percentis					UF	Percentis				
	5%	25%	50%	75%	95%		5%	25%	50%	75%	95%
AL	-	-	-	0,05	0,36	AL	0%	0%	0%	1%	5%
MG	0,75	0,99	1,17	1,35	1,61	MG	11%	14%	17%	20%	23%
RJ	-	-	-	-	0,07	RJ	0%	0%	0%	0%	1%
RS	1,08	1,35	1,53	1,71	1,95	RS	15%	18%	21%	23%	27%
SP	0,69	1,01	1,20	1,37	1,62	SP	9%	14%	16%	19%	22%

Fonte: Godoy (2012).

Na tabela acima, constatamos a razão pela qual os Estados de Alagoas e Rio de Janeiro situam-se no grupo intermediário, pois possuem uma baixa probabilidade de acumular resíduo ao término do contrato e, nessa eventualidade, apresentarão baixos níveis de comprometimento da receita com os pagamentos de um refinanciamento por mais 10 anos. Constatamos, também, a difícil situação na qual se encontram os Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo que, na maioria dos cenários, apresentam níveis de comprometimento bastante acima dos atuais.

3 PROJETO DE LEI DA CÂMARA DOS DEPUTADOS 99/2013 (PLC 99/2013)

O PLC 99/2013, decorrente do PLP 238/2013, originalmente apresentado pelo Executivo ao Congresso Nacional em 03 de janeiro de 2013, prevê, em seu Artigo 2º, a adoção de condições contratuais distintas das originalmente pactuadas, conforme transcrição abaixo:

“Art. 2º Fica a União autorizada a adotar nos contratos de refinanciamento de dívidas celebrados entre a União, os Estados e os Municípios, com base, respectivamente, na Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, e na Medida Provisória nº 2.185-35, de 24 de agosto de 2001, e nos contratos de empréstimos firmados com

os Estados ao amparo da Medida Provisória nº 2.192-70, de 24 de agosto de 2001, as seguintes condições, aplicadas a partir de 1º de janeiro de 2013:

I - juros calculados e debitados mensalmente, à taxa nominal de 4% a.a. (quatro por cento ao ano), sobre o saldo devedor previamente atualizado; e

II - atualização monetária calculada mensalmente com base na variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, apurado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, ou outro índice que venha a substituí-lo.

§ 1º Os encargos de que trata o caput ficarão limitados à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC para os títulos federais.

§ 2º Para fins de aplicação da limitação referida no § 1º, será comparada mensalmente a variação acumulada do IPCA + 4% a.a. (quatro por cento ao ano) com a variação acumulada da taxa Selic.

§ 3º O IPCA e a taxa Selic estarão referenciados ao segundo mês anterior ao de sua aplicação.

§ 4º Os encargos calculados na forma dos incisos I e II do caput, bem como os encargos dos contratos refinanciados com base na Lei nº 8.727, de 5 de novembro de 1993, ficarão limitados à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC para os títulos federais.”

O inciso I trata da alteração da taxa de juros, passando a vigorar uma taxa nominal de 4,0% ao ano, em comparação aos 6,0% ou 7,5% ao ano praticados até o presente. Em carta de exposição de motivos, o Ministro da Fazenda Guido Mantega justifica essa alteração: “...*porque é a taxa que a União tem obtido para se financiar junto ao mercado financeiro*”. Partindo dos pressupostos de equilíbrio econômico-financeiro dos contratos e de isonomia entre União e Estados no âmbito de um pacto federativo, era inadmissível que a União praticasse, enquanto credora dos Estados, taxas superiores àquelas que pratica no mercado financeiro junto aos entes privados.

O inciso II define o índice de atualização monetária como sendo o IPCA/IBGE, em substituição ao IGP-DI/FGV. Mais uma vez, em sua carta de exposição de motivos, o Ministro justifica: “... *seja alterado o índice de correção monetária do IGP-DI para o IPCA, por ser este último menos volátil...*”. Como veremos na Seção 4, de fato, o IGP-DI apresenta um comportamento volátil e fortemente influenciado pelas variações cambiais. Além disso, o índice oficial de inflação, através do qual o Comitê de Política Monetária define suas políticas a fim de garantir o atingimento das metas, é o IPCA/IBGE. Dessa forma, o PLP99/2013 garante que a atualização monetária dos contratos será realizada através do índice que oficialmente baliza a política de controle da inflação.

Finalmente, o parágrafo primeiro acrescenta a taxa SELIC como limitador ao somatório dos encargos de juros e atualização monetária. Embora a redação dê margem à interpretações distintas, para esse autor, a intenção do dispositivo é bastante clara. Ao estabelecer a taxa SELIC como “teto”, onde a mesma substituirá os encargos calculados nos incisos I e II, para todos os efeitos; e estabelecer no inciso I a taxa nominal de 4,0% ao ano, procurou-se garantir que o índice de atualização monetária seja dado pelo percentual da taxa SELIC que exceder os referidos 4,0% ao ano. Exemplificando, num contexto em que a taxa SELIC situava-se no patamar de 7,25% ao ano e, portanto, inferior ao somatório dos encargos de IPCA + 4,0% ao ano, o índice de atualização monetária aplicável teria sido de 3,25% ao ano. Nas palavras do Excelentíssimo Ministro: “... *a proposta coloca um limite superior dado pela taxa Selic, dando maior garantia e previsibilidade nos encargos devidos por Estados e Municípios*”. Na próxima Seção verificaremos que, historicamente, tal limite só teria sido aplicado nos anos de 2010, 2012 e 2013. Por outro lado, as perspectivas para a taxa SELIC no futuro próximo apontam para um efetivo benefício a ser proporcionado pelo dispositivo desenhado no parágrafo primeiro do Artigo 2º do PLC 99/2013.

O PLC 99/2013 nos moldes em que foi originalmente apresentado já é suficiente para provocar substancial melhora nas perspectivas de trajetória das dívidas estaduais, possivelmente revertendo o quadro de risco de refinanciamento que se desenhava até então e garantindo a sustentabilidade das finanças públicas estaduais no futuro.

4 ATUALIZAÇÃO DOS PARÂMETROS E IMPLICAÇÕES DO PLC 99/2013

Na presente Seção, atualizaremos os parâmetros para o modelo estocástico com os dados relativos ao encerramento do exercício de 2012, em conformidade com a retroatividade assegurada no Artigo 2º e identificaremos as implicações das alterações propostas pelo PLC 99/2013 sobre o mesmo.

Os parâmetros necessários para a utilização do modelo são os seguintes:

- i) Relação Dívida Inicial (D_0/R_0);
- ii) Relação Excluídas Inicial (E_0/R_0);
- iii) Taxas de Crescimento Real da RLR (g);
- iv) Serviço Anual das Excluídas (SE_t);
- v) Limites de Pagamento (L_{INTRA} e L_{9496}); e
- vi) Taxa de Juros (i).

O parâmetro v) será mantido idêntico ao modelo original, por enquanto. Os parâmetros ii) e iv) também serão mantidos idênticos aos do modelo original, por simplicidade e por terem sua relevância significativamente diminuída após o ano de 2013. O parâmetro vi), a taxa de juros, será definido em conformidade com o PLC 99/2013 em 4,0% ao ano. Nos deteremos, portanto, na atualização dos parâmetros i) e iii), começando por esse último.

Para tal, utilizaremos os dados constantes do SISTN⁴ para apurar as taxas de crescimento real da RLR em 2012 e 2013. Assumiremos, para tal, a taxa de crescimento nominal da RLR em cada período, subtraída do IGP-DI apurado em cada período, de 8,11% e 5,53%, respectivamente. Os resultados são apresentados na Tabela 2 abaixo:

Tabela 2 - Crescimento da RLR Anual em 2012 e 2013

(continua)

UF	2012		2013		Real Média 01-11	Real Média 01-13
	Nominal	Real	Nominal	Real		
AC	12,2%	3,8%	10,5%	4,7%	4,5%	4,5%
AL	12,8%	4,4%	5,3%	-0,2%	4,9%	4,5%
AM	14,8%	6,2%	12,5%	6,6%	5,9%	6,0%
AP	18,1%	9,3%	8,1%	2,4%	5,3%	5,4%
BA	11,8%	3,4%	9,8%	4,0%	3,7%	3,7%
CE	13,7%	5,2%	8,3%	2,6%	4,2%	4,2%
DF	11,5%	3,1%	10,5%	4,7%	4,3%	4,2%
ES	19,7%	10,7%	8,9%	3,2%	4,4%	4,8%
GO	18,9%	10,0%	12,1%	6,3%	5,1%	5,6%
MA	13,9%	5,3%	6,6%	1,0%	6,5%	6,0%
MG	11,4%	3,0%	11,2%	5,4%	4,2%	4,2%
MS	14,4%	5,8%	11,0%	5,1%	6,7%	6,5%
MT	14,0%	5,5%	10,2%	4,4%	6,2%	6,0%
PA	14,6%	6,0%	18,8%	12,6%	4,8%	5,5%
PB	15,2%	6,6%	6,4%	0,9%	3,9%	3,9%
PE	7,2%	-0,9%	5,6%	0,0%	5,2%	4,3%

⁴ Sistema de Coleta de Dados Contábeis dos Entes da Federação - SISTN

(conclusão)

PI	10,2%	1,9%	17,9%	11,7%	5,7%	5,9%
PR	14,4%	5,8%	11,0%	5,2%	3,0%	3,4%
RJ	13,7%	5,2%	11,1%	5,3%	4,3%	4,4%
RN	10,5%	2,2%	11,2%	5,4%	4,4%	4,3%
RO	17,4%	8,6%	5,1%	-0,4%	5,1%	4,9%
RR	17,2%	8,4%	-0,8%	-6,0%	3,5%	3,1%
RS	5,4%	-2,5%	8,4%	2,7%	2,5%	2,1%
SC	14,4%	5,8%	8,4%	2,8%	5,6%	5,4%
SE	12,7%	4,2%	7,1%	1,5%	5,5%	5,1%
SP	10,4%	2,1%	8,4%	2,7%	2,7%	2,7%
TO	12,8%	4,3%	8,5%	2,8%	5,7%	5,4%
Total	12,1%	3,7%	9,6%	3,9%	4,7%	4,6%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do SISTN

Na tabela acima constatamos o mesmo fenômeno observado em Godoy (2012, p.40), onde as taxas de crescimento real da RLR dos Estados em situação mais desfavorável, como Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo, apresentam taxas inferiores à média nacional e, até mesmo, negativas. Contudo, manteremos os valores apurados em dezembro de 2011 para as taxas médias de crescimento real da RLR como parâmetro do modelo, a fim de preservar a base de comparação com os resultados apresentados na Tabela 1.

A seguir, apresentamos os dados atualizados para 2012 e 2013, relativos ao nível de endividamento dos Estados cuja solvência não é considerada plena, nos termos da Seção 2, (AL, MG, RJ, RS e SP), considerando os saldos devedores ao final de cada ano para os contratos refinanciados no âmbito da Lei 9.496/97 e as RLRs anuais de pagamento. Os resultados estão na Tabela 3 abaixo:

Tabela 3 - Relação Estoque Lei 9.496/97 / RLR Anual de Pagamento

Lei 9.496/RLR Anual Pagto.

UF	AL	MG	RJ	RS	SP
2012	1,50	2,04	1,51	2,28	2,04
2013	1,51	1,95	1,43	2,24	1,98

Fonte: Elaborado pelo autor

Analisaremos, agora, as implicações das alterações propostas pelo PLC 99/2013. A primeira, e mais óbvia, é a significativa redução do desembolso ao longo do prazo restante de financiamento proporcionado pela redução da taxa de juros. Em um simples exercício, mensuraremos a magnitude dessa redução, considerando uma Tabela PRICE para um valor principal de 100 unidades em um prazo de 15 anos e as taxas de juros de 6,0% e 7,5% ao ano pactuadas originalmente, e de 4,0% ao ano proposta pelo PLC 99/2013. Os resultados se encontram na tabela abaixo:

Tabela 4 - Redução dos Encargos

	Taxa de Juros	PMT	Total	Ganho %
i)	6,0%	10,30	154,44	
ii)	7,5%	11,33	169,93	
iii)	4,0%	8,99	134,91	
i) - iii)		1,30	19,53	12,6%
ii) - iii)		2,33	35,02	20,6%

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir da Tabela 4, verificamos que existe uma redução do total desembolsado ao longo do período da ordem de 12,6% para os contratos cuja taxa de juros fora pactuada em 6,0% ao ano, e de 20,6% para os contratos cuja taxa de juros fora estabelecida em 7,5% ao ano, caso de Alagoas, Minas Gerais e Pará.

Os efeitos dessa redução podem ser observados de maneiras distintas, conforme a situação na qual se encontra o Estado. Para aqueles Estados que não usufruem do limite de comprometimento da RLR, isto é, cujos valores de pagamento mensais são inferiores ao referido limite, a percepção do ganho proporcionado pela redução é imediata, refletida num menor desembolso mensal. Por outro lado, para os Estados cujos pagamentos excederiam o limite de comprometimento, seja pelo fato do valor da PMT mensal exceder ao mesmo, seja pela existência de pagamento de resíduo, o ganho proporcionado só será percebido no futuro, com a diminuição de um eventual montante a ser novamente refinanciado ao término do contrato.

A segunda implicação das alterações propostas pelo PLC 99/2013 é mais sutil e mais difícil de ser estimada. Ao alterar o índice de atualização monetária do IGP-DI para o IPCA e, mais ainda, ao adotar um limitador através da SELIC, o efeito diretamente observável é uma esperada redução do ritmo de crescimento do saldo devedor. Porém, verificamos que a taxa de crescimento real da RLR é dada, conforme a Tabela 2, pelo seu crescimento nominal ao longo do período subtraído do índice utilizado para atualização monetária. Ora, se esperamos, à luz do PLC 99/2013, uma redução desse índice, estamos reduzindo o denominador e, dado que o crescimento nominal é independente e se mantenha, o resultado final é equivalente a uma maior taxa de crescimento real da RLR. E, como lembramos na Seção 2, o nível da taxa de crescimento real da RLR é peça-chave para a análise de sustentabilidade das dívidas estaduais.

Então, tentaremos estimar o possível aumento da taxa de crescimento real da RLR decorrente dessa alteração, baseado no comportamento histórico dos índices envolvidos, a saber: IGP-DI, IPCA e SELIC. No gráfico abaixo apresentamos a evolução dos mesmos no período de 1995 a 2013:

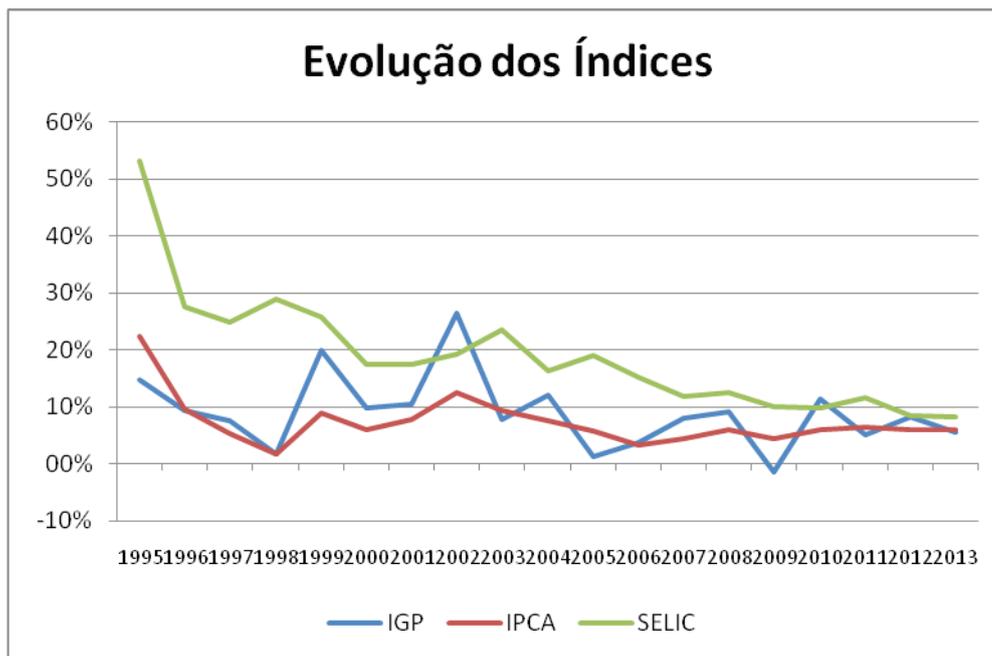


Figura2. Evolução Anual dos Índices de Atualização Monetária

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do SGS/BACEN

Na Figura2, algumas características se apresentam visivelmente. Primeiramente, notamos que o IGP-DI tende a superar o IPCA na maior parte do período em tela e, particularmente antes de 2003, devido à volatilidade cambial e às máxidesvalorizações de 1999 e 2002. De 2003 em diante, com a estabilização da economia brasileira, a diferença entre os índices se reduziu substancialmente, embora se possa verificar que o IGP-DI ainda assim apresenta um comportamento mais volátil. Em segundo lugar, verificamos que a SELIC apresentou taxas acima de ambos os índices em quase todo o período, exceção feita aos anos de 2002 e 2010, onde foi inferior ao IGP-DI. Dessa forma, em termos históricos, fica prejudicada a tarefa de avaliar o papel da SELIC como limitador para o índice de atualização monetária, como proposto pelo PLC 238/2013.

Dadas as condições observadas na Figura2, reduziremos o escopo temporal da análise para o período de 2003 a 2013, uma vez que as condições macroeconômicas esperadas para o futuro – ausência de choques de taxas de juros e de máxidesvalorizações cambiais – e sob as quais pretendemos realizar as projeções, mais se assemelham às do referido período.

A seguir, compararemos numericamente o desempenho dos índices IGP-DI, IPCA, SELIC e do mecanismo de atualização monetária proposto pelo PLC 99/2013, para o período de 2003 a 2013, apurando as diferenças entre eles, conforma tabela abaixo:

Tabela 5 - Evolução Anual dos Índices de Atualização Monetária

	IGP-DI	IPCA	SELIC	SELIC-4%	PLC 99	IGP-DI-IPCA	IGP-DI-PLC/99
2003	7,7%	9,3%	23,3%	19,3%	9,3%	-1,50%	-1,50%
2004	12,1%	7,6%	16,2%	12,2%	7,6%	4,21%	4,21%
2005	1,2%	5,7%	19,0%	15,0%	5,7%	-4,22%	-4,22%
2006	3,8%	3,1%	15,1%	11,1%	3,1%	0,64%	0,64%
2007	7,9%	4,5%	11,9%	7,9%	4,5%	3,29%	3,29%

(continua)

							(conclusão)
2008	9,1%	5,9%	12,5%	8,5%	5,9%	3,03%	3,03%
2009	-1,4%	4,3%	9,9%	5,9%	4,3%	-5,51%	-5,51%
2010	11,3%	5,9%	9,8%	5,8%	5,8%	5,10%	5,23%
2011	5,0%	6,5%	11,6%	7,6%	6,5%	-1,40%	-1,40%
2012	8,1%	5,8%	8,5%	4,5%	4,5%	2,15%	3,46%
2013	5,5%	5,9%	8,2%	4,2%	4,2%	-0,39%	1,34%
					Média	0,44%	0,72%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 5, o índice de atualização monetária proposto pelo PLC 99/2013 é dado pelo mínimo entre os índices IPCA e SELIC-4%, em vermelho em suas respectivas colunas quando seu valor é aquele que seria efetivamente utilizado nos moldes do PLC 99/2013. Nas últimas duas colunas, apresentamos as diferenças em relação ao IGP-DI, observadas em cada período, para o IPCA e para o índice proposto pelo PLC 99/2013. A diferença média, para o primeiro, é de 0,44% ao ano, e para o último, de 0,72% ao ano.

Dessa forma, verificamos que a alteração do índice de atualização monetária do saldo devedor proporcionaria, além do ganho direto observado na Tabela 4, um aumento da ordem de 0,4% ao ano na taxa de crescimento real da RLR. Na próxima Seção utilizaremos esse resultado como parâmetro para as simulações.

5 MODELO AJUSTADO

Na presente seção, estabeleceremos as premissas a serem utilizadas no modelo estocástico e apresentaremos seus resultados. Assumiremos os níveis de endividamento calculados para 2012, conforme a Tabela 3, como aqueles a serem repactuados nas novas condições propostas pelo PLC 99/2013, considerando a retroatividade à 01/01/2013 assegurada pelo mesmo. Consideraremos o sistema de pagamento como uma Tabela PRICE com prazo de 15 anos e juros de 4,0% ao ano. Em um primeiro momento, manteremos os níveis médios históricos (2001 a 2011) de crescimento real da RLR, conforme a Tabela 2, sem considerar os possíveis efeitos sobre a mesma elencados na seção anterior, a fim de tornar os resultados comparáveis àqueles apresentados na Tabela 1. Os Estados que se enquadram no primeiro grupo, conforme descrito na Seção 2, em situação de plena solvência, serão retirados do escopo, restando apenas os Estados de Alagoas, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo.

Para cada Estado, utilizaremos 10.000 cenários estocásticos para a taxa de crescimento real da RLR, centrados nas médias observadas para cada Estado conforme Tabela 2. Na figura abaixo, apresentamos os resultados obtidos para os percentis 5, 25, 50, 75 e 95 para a evolução esperada da trajetória futura da relação D_t/R_t ao longo do tempo:

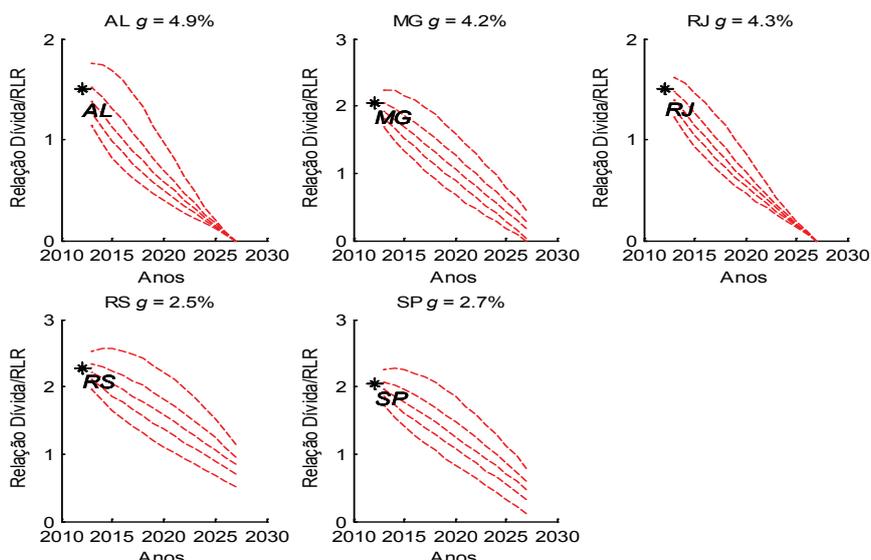


Figura 3. Evolução da Relação D/R_t por Estado – Percentis

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 6 - Relação D/R_t em 2028 e PMT de Refinanciamento em 10 anos em Percentual da RLR – Percentis

	Relação Dt/Rt em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos				
	Percentis						Percentis				
UF	5%	25%	50%	75%	95%	UF	5%	25%	50%	75%	95%
AL	-	-	-	-	-	AL	0%	0%	0%	0%	0%
MG	-	0,04	0,16	0,29	0,46	MG	0%	0%	2%	4%	6%
RJ	-	-	-	-	-	RJ	0%	0%	0%	0%	0%
RS	0,51	0,70	0,84	0,97	1,15	RS	6%	9%	10%	12%	14%
SP	0,12	0,33	0,47	0,60	0,79	SP	1%	4%	6%	7%	10%

Fonte: Elaborado pelo autor

Na tabela acima verificamos que, sob as condições propostas pelo PLC 99/2013, e supondo a manutenção das taxas médias históricas de crescimento real da RLR, apenas o Estado do Rio Grande do Sul, com probabilidade superior a 5% e inferior a 25%, corre o risco de comprometer um percentual de sua RLR superior ao atual com os pagamentos relativos ao refinanciamento do resíduo.

A situação apresentada nessa simulação é bastante diversa dos resultados obtidos pelo modelo originalmente sob as condições ainda vigentes da Lei 9.496/97 e que foram mostrados na Tabela 1. Apresentamos na tabela abaixo os prováveis ganhos obtidos com a aprovação do PLC 99/2013 em seu texto original:

Tabela 7 - Redução proporcionada pelo PLC 99/2013

(continua)

	Relação Dt/Rt em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos				
	Percentis						Percentis				
UF	5%	25%	50%	75%	95%	UF	5%	25%	50%	75%	95%
AL	-	-	-	-0,05	-0,36	AL	0%	0%	0%	-1%	-5%

										(conclusão)	
MG	-0,75	-0,95	-1,01	-1,06	-1,15	MG	-11%	-14%	-15%	-16%	-18%
RJ	-	-	-	-	-0,07	RJ	0%	0%	0%	0%	-1%
RS	-0,57	-0,65	-0,70	-0,74	-0,80	RS	-8%	-10%	-10%	-11%	-12%
SP	-0,57	-0,68	-0,73	-0,77	-0,83	SP	-8%	-10%	-10%	-11%	-12%

Fonte: Elaborado pelo autor

Na tabela acima, é evidente a magnitude da redução do nível de endividamento esperado em 2028 e suas consequências sobre os desembolsos anuais. Os Estados de Alagoas e Rio de Janeiro não apresentariam resíduo, com 95% de confiança. Os Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo teriam suas dívidas significativamente reduzidas, traduzindo-se em economias da ordem de 10% de suas RLRs no pagamento dos respectivos serviços. Os maiores ganhos seriam percebidos pelo Estado de Minas Gerais, em virtude da redução adicional de 1,5% anual de sua taxa de juros, atualmente superior à dos outros dois Estados.

Consideraremos, agora, o efeito adicional da alteração do índice de atualização monetária sobre a taxa de crescimento real da RLR, conforme visto na seção anterior. Assumiremos um aumento linear de 0,4% ao ano na taxa de crescimento real da RLR dos Estados considerados e, mais uma vez, utilizaremos 10.000 cenários estocásticos centrados na média ajustada. Na figura abaixo, apresentamos os resultados obtidos para os percentis 5, 25, 50, 75 e 95 para a evolução esperada da trajetória futura da relação D_t/R_t ao longo do tempo:

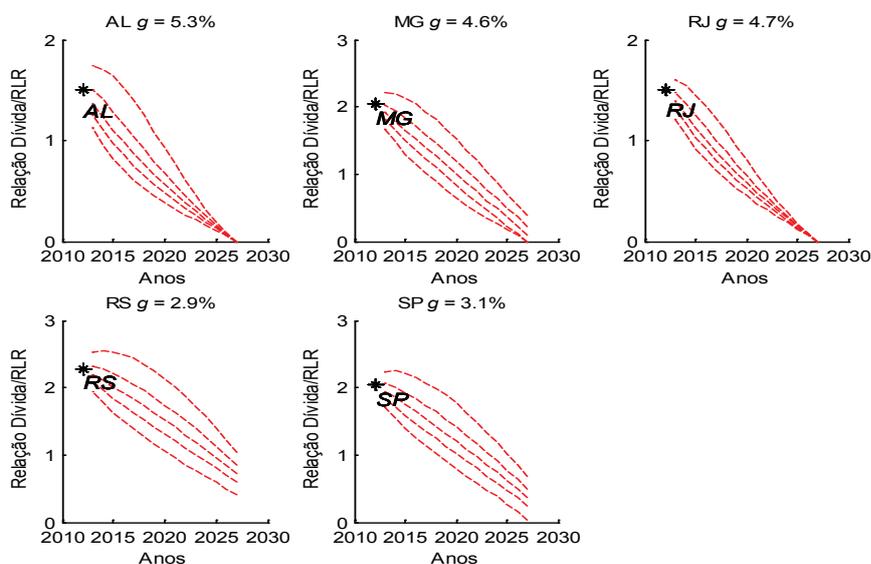


Figura 4. Evolução da Relação D_t/R_t por Estado – Percentis

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 8 - Relação D_t/R_t em 2028 e PMT de Refinanciamento em 10 anos em Percentual da RLR – Percentis

(continua)

	Relação D_t/R_t em 2028					%RLR - Refinanc. em 10 anos					
	Percentis	5%	25%	50%	75%	95%	UF	5%	25%	50%	75%
UF	5%	25%	50%	75%	95%	UF	5%	25%	50%	75%	95%
AL	-	-	-	-	-	AL	0%	0%	0%	0%	0%
MG	-	-	0,10	0,22	0,38	MG	0%	0%	1%	3%	5%
RJ	-	-	-	-	-	RJ	0%	0%	0%	0%	0%

(conclusão)

RS	0,40	0,60	0,72	0,85	1,03	RS	5%	7%	9%	10%	13%
SP	0,04	0,24	0,37	0,50	0,68	SP	0%	3%	5%	6%	8%

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao considerarmos esse efeito adicional sobre a taxa de crescimento real da RLR, todos os cenários simulados, com 95% de confiança, apresentam níveis de comprometimento relativos aos pagamentos do refinanciamento do resíduo inferiores aos atuais. Estimaremos, agora, o ganho adicional dado por esse efeito, comparando os valores obtidos na Tabela 8 com os constantes da Tabela 6. Os resultados estão na tabela abaixo:

Tabela 9 - Redução proporcionada pelo efeito sobre a taxa de crescimento real da RLR

UF	Relação Dt/Rt em 2028					UF	%RLR - Refinanc. em 10 anos				
	Percentis						Percentis				
	5%	25%	50%	75%	95%		5%	25%	50%	75%	95%
AL	-	-	-	-	-	AL	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
MG	-	-0,04	-0,06	-0,07	-0,08	MG	0,0%	-0,5%	-0,8%	-0,9%	-1,0%
RJ	-	-	-	-	-	RJ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RS	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,12	RS	-1,3%	-1,3%	-1,4%	-1,5%	-1,4%
SP	-0,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,11	SP	-1,0%	-1,1%	-1,2%	-1,3%	-1,4%

Fonte: Elaborado pelo autor

Observamos na Tabela 9 que a alteração do índice de atualização traria uma economia adicional, em valores medianos, entre 0,8% e 1,4% da RLR referente aos desembolsos com o serviço da dívida.

Dessa forma, constatamos na presente seção que as condições propostas pelo PLC 99/2013 são, sozinhas, suficientes para reverter o risco de refinanciamento na qual se encontram os Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo. Verificamos também a magnitude da redução do nível de endividamento proporcionado pelas alterações na taxa de juros e no índice de atualização monetária, sendo a primeira significativamente maior que a última.

6 O TERCEIRO FATOR: LIMITE MENSAL DE COMPROMETIMENTO DA RECEITA

Nessa seção realizaremos um exercício hipotético de possível alteração do nível do limite mensal de comprometimento da receita e estimaremos seus possíveis impactos sobre os cenários traçados até então. Ao considerarmos a mecânica de evolução da trajetória da dívida, existem três fatores fundamentais: a taxa de juros, o índice de atualização monetária e o limite de comprometimento. Os dois primeiros foram atacados pelo PLC 99/2013 e as alterações propostas alteram substancialmente as perspectivas para o futuro. Para a maioria dos Estados, a redução estimada entre 12% e 20% dos pagamentos com serviço da dívida, conforme a Tabela 4, seria percebida imediatamente. Por outro lado, para os Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo, a percepção do ganho só se materializaria daqui a 15 anos.

Dadas tais constatações, e buscando uma alternativa que permita viabilizar a transferência de partes desses ganhos do futuro para o presente, agora suporemos uma alteração no terceiro fator fundamental, intocado até então: o limite de comprometimento. Ressalta-se que uma redução efetiva desse limite pode ser operada através de dois

mecanismos distintos, mas equivalentes entre si: diretamente, através da alteração do percentual propriamente dito; ou indiretamente, através de uma redução da base de cálculo, a RLR, sobre a qual incide o referido percentual. Dessa forma, uma hipotética redução da base de cálculo em 30% sobre um limite de comprometimento de 13% é equivalente a uma redução de 3,9% nesse último incidindo sobre a base de cálculo original, para um nível de 9,1%. Dada essa equivalência e considerando aqui o mecanismo direto, analisaremos impactos que uma redução do limite de comprometimento traria para a trajetória esperada de evolução da dívida.

Pode-se dizer, simplificadamente, que uma redução do limite implica em um aumento do resíduo a ser refinanciado, isto é, implica na transferência de recursos do futuro para o presente, como já mencionado. Por outro lado, a perspectiva de redução substancial do nível de comprometimento da receita com os pagamentos do refinanciamento do resíduo, conforme Tabelas 6 e 8, enseja a busca por uma situação de equilíbrio intertemporal.

Assim sendo, definiremos como situação de equilíbrio aquela na qual o valor da prestação mensal do refinanciamento do resíduo no ano de 2028 represente um nível de comprometimento de receita equivalente àquele utilizado no período entre 2013 e 2027 e cujo resíduo resultante geraria a referida prestação. Em suma, buscamos tornar o nível de comprometimento no início do período de refinanciamento do resíduo idêntico ao do período atual.

Nesse contexto, primeiramente realizaremos simulações para diferentes níveis de comprometimento a fim de estimar os impactos de reduções do nível atual do mesmo sobre a evolução da trajetória da dívida. Utilizaremos, para tal, 10.000 cenários estocásticos centrados na média ajustada pelo efeito adicional da alteração do índice de atualização monetária – um aumento na taxa de crescimento real da RLR de 0,4% ao ano – de forma que nosso parâmetro de comparação será a Tabela 8. Consideraremos reduções entre 1% e 4% em relação ao nível atual de comprometimento da RLR para os Estados de Alagoas, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo. Nas tabelas abaixo, apresentamos os resultados obtidos para os percentis 5, 25, 50, 75 e 95 para a evolução esperada da trajetória futura da relação D/R_t ao longo do tempo:

Tabela 10 - Evolução da Relação D/R_t por Limite – Percentis - Alagoas

Relação D_t/R_t em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos					
Percentis						Percentis					
Lim	5%	25%	50%	75%	95%	Lim	5%	25%	50%	75%	95%
15%	-	-	-	-	-	15%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
14%	-	-	-	-	-	14%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
13%	-	-	-	-	-	13%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
12%	-	-	-	-	0,10	12%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%
11%	-	-	-	0,04	0,25	11%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	3,1%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 11 - Evolução da Relação D/R_t por Limite – Percentis - Minas Gerais

Relação D_t/R_t em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos					
Percentis						Percentis					
Lim	5%	25%	50%	75%	95%	Lim	5%	25%	50%	75%	95%
13%	-	-	0,10	0,22	0,37	13%	0,0%	0,0%	1,3%	2,7%	4,6%
12%	-	0,13	0,24	0,34	0,51	12%	0,0%	1,6%	3,0%	4,3%	6,2%
11%	0,14	0,29	0,39	0,50	0,63	11%	1,7%	3,5%	4,9%	6,2%	7,8%

(conclusão)

10%	0,31	0,45	0,54	0,63	0,77	10%	3,9%	5,6%	6,7%	7,8%	9,5%
9%	0,49	0,61	0,70	0,78	0,89	9%	6,1%	7,5%	8,6%	9,6%	11,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 12 - Evolução da Relação D/R_t por Limite – Percentis – Rio de Janeiro

Relação Dt/Rt em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos					
Percentis						Percentis					
Lim	5%	25%	50%	75%	95%	Lim	5%	25%	50%	75%	95%
13%	-	-	-	-	-	13%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
12%	-	-	-	-	-	12%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
11%	-	-	-	-	0,07	11%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,9%
10%	-	-	-	0,09	0,21	10%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	2,6%
9%	-	0,06	0,15	0,22	0,32	9%	0,0%	0,8%	1,8%	2,7%	4,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 13 - Evolução da Relação D/R_t por Limite – Percentis – Rio Grande do Sul

Relação Dt/Rt em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos					
Percentis						Percentis					
Lim	5%	25%	50%	75%	95%	Lim	5%	25%	50%	75%	95%
13%	0,41	0,59	0,71	0,85	1,04	13%	5,0%	7,2%	8,8%	10,5%	12,8%
12%	0,62	0,77	0,90	1,01	1,17	12%	7,6%	9,5%	11,1%	12,5%	14,4%
11%	0,79	0,95	1,07	1,17	1,33	11%	9,7%	11,7%	13,2%	14,5%	16,4%
10%	0,97	1,12	1,22	1,32	1,45	10%	12,0%	13,8%	15,0%	16,2%	17,9%
9%	1,18	1,30	1,39	1,48	1,61	9%	14,5%	16,0%	17,1%	18,3%	19,9%

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 14 - Evolução da Relação D/R_t por Limite – Percentis – São Paulo

Relação Dt/Rt em 2028						%RLR - Refinanc. em 10 anos					
Percentis						Percentis					
Lim	5%	25%	50%	75%	95%	Lim	5%	25%	50%	75%	95%
13%	0,02	0,25	0,38	0,50	0,69	13%	0,3%	3,1%	4,7%	6,2%	8,5%
12%	0,25	0,43	0,55	0,67	0,83	12%	3,1%	5,4%	6,8%	8,3%	10,3%
11%	0,41	0,59	0,71	0,82	0,98	11%	5,0%	7,3%	8,8%	10,1%	12,1%
10%	0,63	0,77	0,87	0,97	1,12	10%	7,8%	9,4%	10,7%	12,0%	13,8%
9%	0,82	0,95	1,03	1,12	1,26	9%	10,1%	11,7%	12,7%	13,9%	15,5%

Fonte: Elaborado pelo autor

Nos dados apresentados acima, podemos verificar que, para os Estados de Alagoas e Rio de Janeiro, uma redução de até 4% no atual limite de comprometimento da RLR poderia causar a geração de resíduo a ser refinanciado, mas cujas prestações acarretariam um comprometimento da RLR em níveis inferiores a 3,1% e 4,0%, respectivamente.

Para os Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo, a situação é diversa. Para o primeiro, uma redução em 4% no limite de comprometimento da RLR acarretaria, em valores medianos, na situação de equilíbrio intertemporal, porém, com um risco superior a 25% de que o nível de comprometimento futuro supere o atual. Já a situação do Rio Grande do Sul é a mais complicada dentre os cinco Estados. Em valores medianos, reduções superiores a 1% em seu limite de comprometimento já frustrariam a condição de equilíbrio. E para o Estado de São Paulo, uma redução de até 2% em seu limite satisfaria a condição de equilíbrio, ainda que com risco situado entre 5% e 25% de exceder o nível proposto de comprometimento no futuro.

Ressaltamos que os valores apresentados consideram o aumento na taxa média de crescimento real da RLR de 0,4% ao ano estimado como efeito da alteração do índice de atualização monetária proposto pelo PLC 99/2013.

Assim, a fim de visualizar os impactos da taxa média de crescimento real da RLR e das propostas de redução do limite atual de comprometimento da RLR sobre o nível de comprometimento da RLR após 2028, realizaremos novas simulações. Para tal, consideraremos taxas médias de crescimento real da RLR entre 2% e 5%, e limites de comprometimento da RLR entre 9% e 13%. Apenas os Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo serão considerados. Utilizaremos 1.000 cenários estocásticos centrados nas referidas taxas médias de crescimento da RLR. As curvas de nível representam o nível de comprometimento da RLR exigido pelo refinanciamento do resíduo em 2028, variando entre 0% (azul) e 20% (vermelho). A linha preta vertical contínua representa a taxa média histórica de crescimento da RLR para o Estado, e a linha preta vertical tracejada representa a mesma taxa, acrescida de 0,4% ao ano referente ao efeito da substituição do índice de atualização monetária sobre a mesma. A linha inclinada vermelha representa a fronteira de equilíbrio intertemporal entre os níveis propostos e futuros de comprometimento da RLR. A região à esquerda e abaixo da linha vermelha representa os casos em que existe transferência excessiva de recursos do futuro para o presente. A região acima e à direita da linha vermelha representa os casos em que existe transferência excessiva de recursos do presente para o futuro. Ressaltamos que a linha apresenta comportamento irregular em virtude da discretização dos valores dos eixos usados na simulação. Os resultados são apresentados nas Figuras 5, 6 e 7, para os percentis 25, 50 e 75, respectivamente.

Nas supracitadas figuras, podemos verificar que os pontos que representam a situação de equilíbrio intertemporal são dados pela intersecção da linha vermelha com a linha vertical que representa a taxa de crescimento. Ora, se pretendemos uma maior redução do limite de comprometimento da RLR, a mesma deve vir acompanhada de um maior crescimento real da RLR, de forma a satisfazer a condição de equilíbrio intertemporal representada pela linha vermelha, decorrendo daí sua inclinação negativa. Para o Estado de Minas Gerais, em virtude de sua taxa de crescimento superior aos outros dois Estados, a simulação indica que reduções de até 3% seriam compatíveis com a condição de equilíbrio, mesmo desconsiderando o efeito adicional sobre a RLR. O Estado de São Paulo encontra-se em situação intermediária e, reduções entre 2% e 3% seriam compatíveis com a condição de equilíbrio, conforme a taxa de crescimento real esperada da receita. A situação do Rio Grande do Sul, por sua vez, é mais crítica, uma vez que apresenta as piores taxas de crescimento real de sua receita. Apenas uma redução de 1% em seu limite de comprometimento seria compatível com a condição de equilíbrio intertemporal. Para que a redução fosse da ordem de 2%, isto é, de 13% para 11%, seria necessária uma taxa média de crescimento real da RLR de aproximadamente 3,6% ao ano, ou seja, 1,1% acima do historicamente observado e 0,7% acima do esperado, considerando os efeitos do PLC 99/2013.

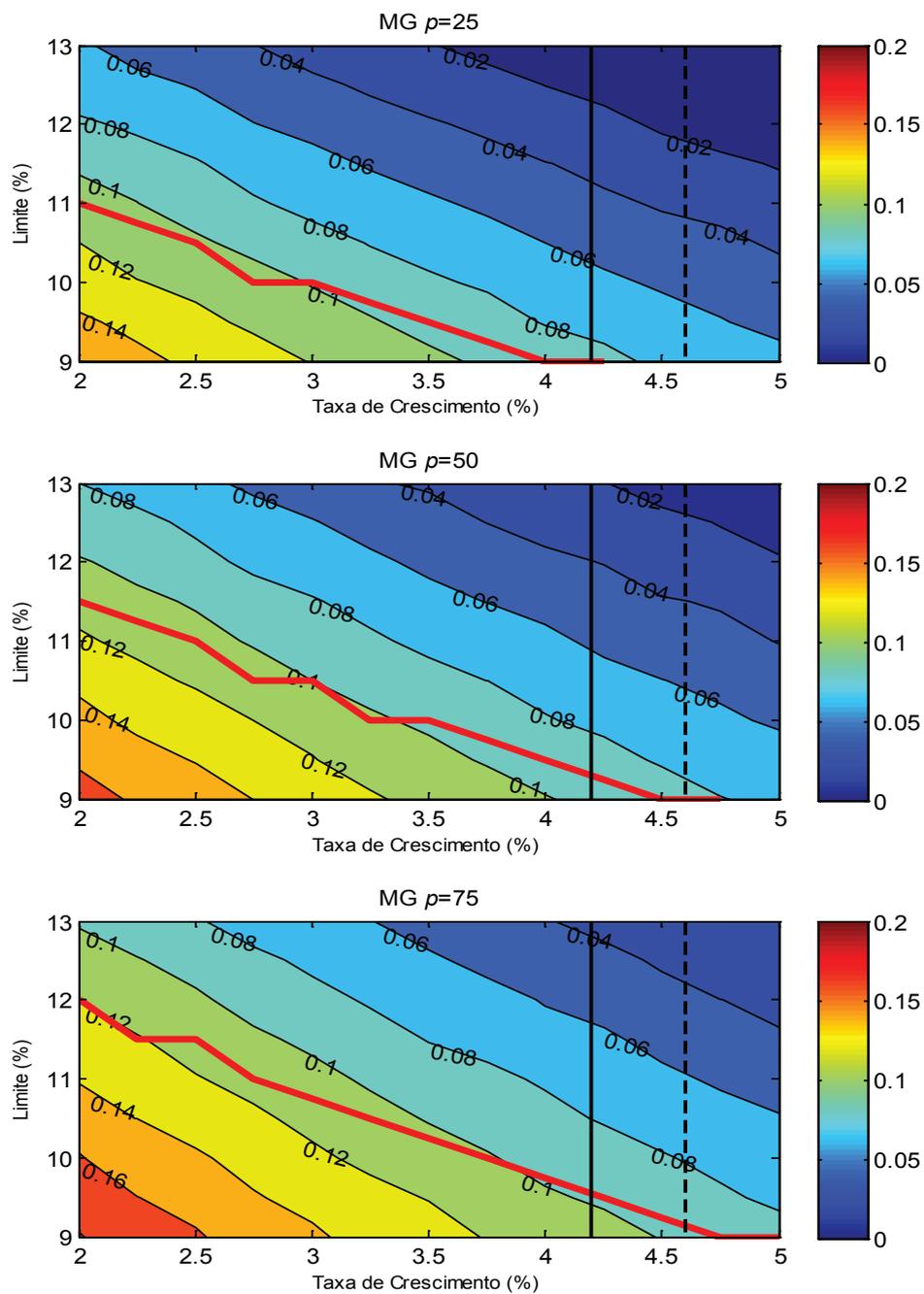


Figura 5. Impactos da Taxa de Crescimento e da Redução do Nível de Comprometimento – Minas Gerais

Fonte: Elaborado pelo autor

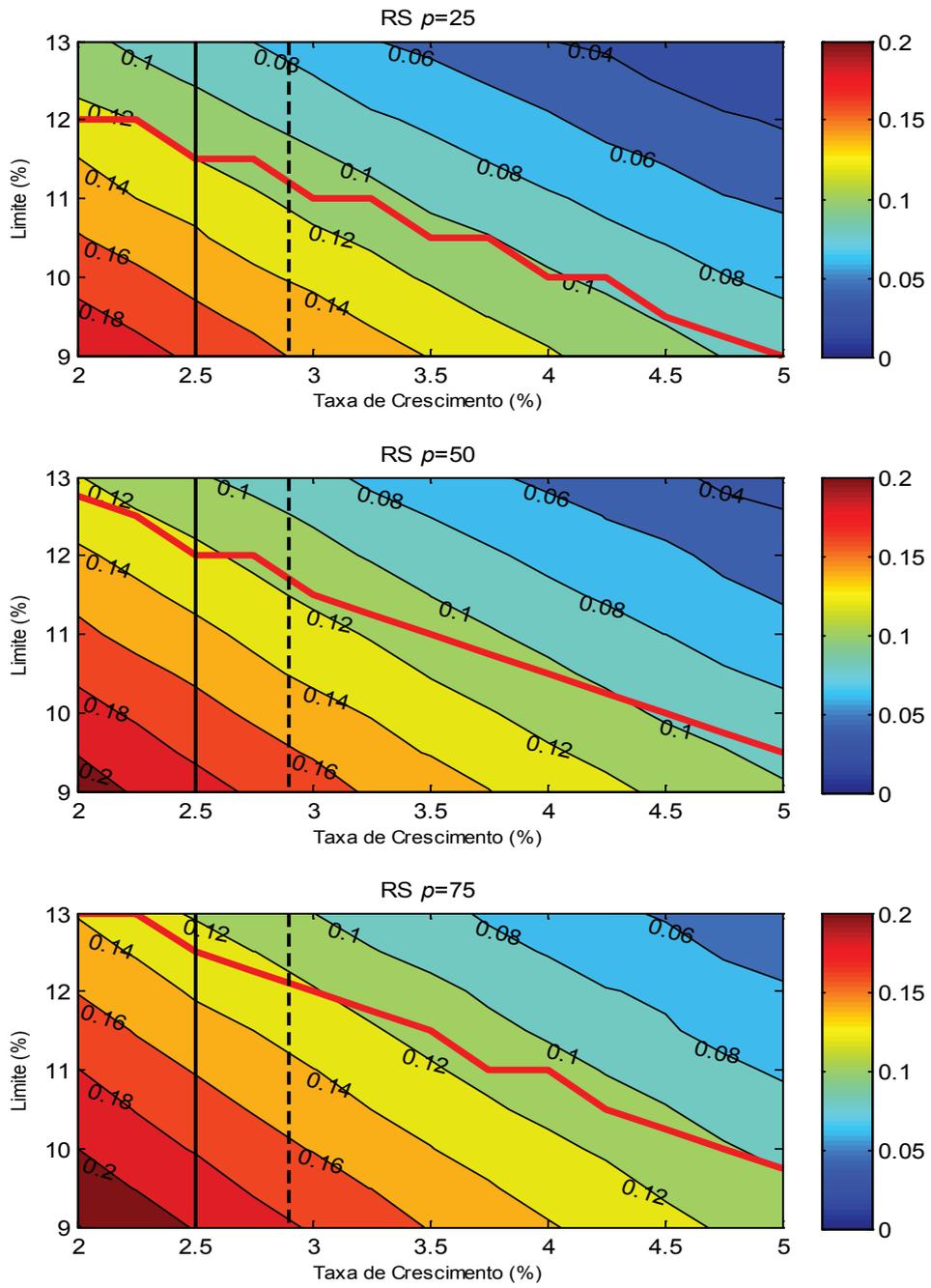


Figura 6. Impactos da Taxa de Crescimento e da Redução do Nível de Comprometimento – Rio Grande do Sul
 Fonte: Elaborado pelo autor

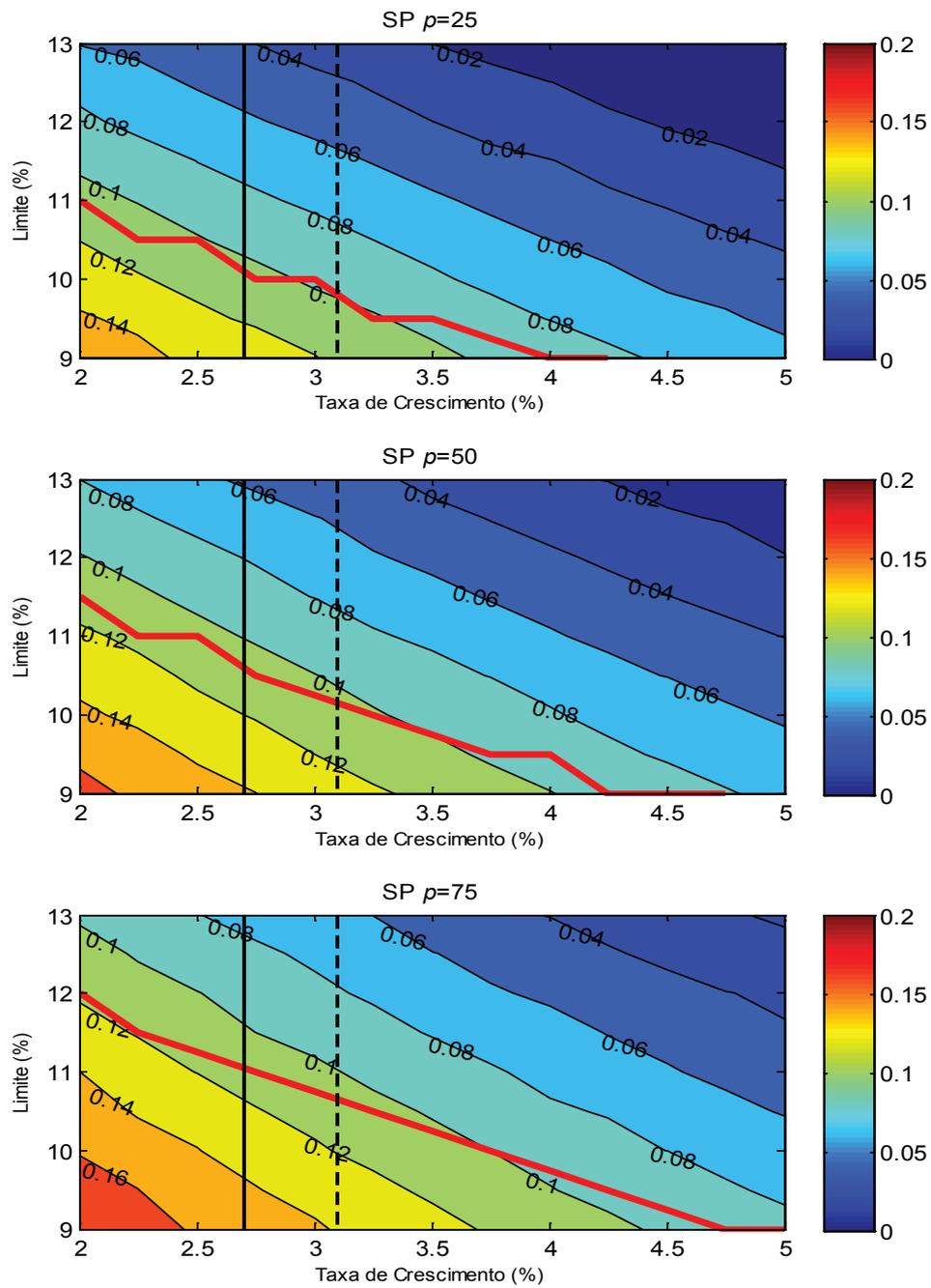


Figura 7. Impactos da Taxa de Crescimento e da Redução do Nível de Comprometimento – São Paulo

Fonte: Elaborado pelo autor

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Projeto de Lei da Câmara dos Deputados 99/2013 representa uma profunda modificação na trajetória das dívidas estaduais, garantindo sua sustentabilidade e evitando o risco de refinanciamento que ameaçava as finanças públicas do país. Mais do que isso, o projeto reduz o desembolso com serviço da dívida da maioria dos Estados, disponibilizando espaço nos orçamentos estaduais para maiores investimentos.

Dentro desse contexto, esse trabalho teve como principais objetivos: i) propor uma interpretação para o texto do projeto de lei, no que tange ao seu mecanismo de funcionamento; ii) estimar os impactos que as alterações propostas pelo PLC 99/2013 teriam sobre a trajetória de evolução das dívidas estaduais, utilizando uma abordagem estocástica; iii) estimar os possíveis impactos de uma hipotética alteração do nível do limite mensal de comprometimento da receita e; iv) definir a condição de equilíbrio intertemporal e estimar os parâmetros que a satisfariam.

Na segunda seção, apresentamos o modelo estocástico e os resultados encontrados em Godoy(2012, p.74) para as condições vigentes da Lei 9.496/97, e que serviram de base de comparação para estimar os efeitos do PLC 99/2013 e suas possíveis emendas.

Na terceira seção, apresentamos o Projeto de Lei da Câmara dos Deputados 99/2013, em seu Artigo 2º, que trata da proposta de alteração das condições contratuais das dívidas estaduais no âmbito da Lei 9.496/97 e da Medida Provisória 2.185-35, tecendo considerações acerca das referidas condições e da exposição de motivos apresentada pelo Ministro da Fazenda Guido Mantega, em face às condições macroeconômicas experimentadas pela economia brasileira na atualidade e ao pressuposto de equilíbrio econômico-financeiro dos contratos.

Na quarta seção, elencamos os parâmetros que foram utilizados no modelo estocástico de simulação e identificamos as implicações das alterações propostas pelo PLC 99/2013 na taxa de juros e no índice de atualização monetária, estimando a magnitude do impacto das mesmas. Verificamos que a redução da taxa de juros proporciona reduções substanciais e imediatas nos pagamentos de serviço da dívida da maioria Estados, bem como suaviza a dinâmica de capitalização de juros dos Estados que apresentam resíduo e viabiliza o refinanciamento do mesmo em níveis compatíveis com a sustentabilidade das finanças públicas estaduais. Também verificamos que a substituição do índice de atualização monetária acarreta em um efeito indireto sobre a taxa média de crescimento real da RLR.

Na quinta seção, realizamos os ajustes do modelo estocástico para incorporar as alterações propostas pelo PLC 99/2013 e estimamos os efeitos das mesmas sobre a evolução da trajetória das dívidas dos Estados de Alagoas, Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo. Consideramos, primeiramente, cenários onde a taxa média de crescimento real da RLR se manteve em níveis historicamente observados e verificamos reduções da ordem de 10% da RLR com o serviço do refinanciamento do resíduo. Em seguida, consideramos também o efeito adicional da substituição do índice de atualização monetária sobre a taxa de crescimento real da RLR e verificamos uma redução adicional entre 0,8% e 1,4% da RLR. Esses resultados permitem concluir que o PLC 99/2013, em sua redação original, já é suficiente para garantir a sustentabilidade das dívidas estaduais no longo prazo.

Na sexta seção, consideramos uma hipotética alteração no terceiro fator fundamental da dinâmica de evolução das dívidas: o limite de comprometimento. Justificamos essa escolha pelos diferentes efeitos que o PLC 99/2013 tem sobre os entes: aqueles que não usufruem do limite de comprometimento perceberiam imediatamente os ganhos obtidos com a aprovação do projeto, através de espaço em seus orçamentos para realizar investimentos; mas para alguns Estados, esses ganhos não se materializariam antes de 2028. Constatamos que a redução do limite implica numa transferência intertemporal de recursos, do futuro para o presente pois, ao reduzir os pagamentos no presente, um resíduo maior terá de ser refinanciado e comprometerá uma maior parte da receita futura. Estabelecemos, então, a situação de equilíbrio intertemporal, isto é, aquela na qual o limite de comprometimento atual gera um resíduo tal que seu refinanciamento comprometeria o mesmo nível de receita. Finalmente, apresentamos as condições de equilíbrio

intertemporal para os Estados de Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo, em função de suas taxas médias de crescimento real da RLR e possíveis limites de comprometimento da RLR. Verificamos que os três Estados apresentam situações bastante distintas, onde a condição de equilíbrio é satisfeita para níveis de redução do limite de comprometimento entre 1%, no caso do Rio Grande do Sul, e 3%, no caso de Minas Gerais. Constatamos, então, que maiores reduções do limite de comprometimento necessitam de maiores expectativas de crescimento real da RLR para que não ocorra a transferência de recursos do futuro para o presente, garantindo a sustentabilidade das finanças públicas no curto e no longo prazo. Concluindo, verificamos que o PLC 99/2013 apresenta reais possibilidades de garantir a sustentabilidade das dívidas estaduais no longo prazo e que uma hipotética alteração do nível do limite de comprometimento permitiria a abertura de um significativo espaço nos orçamentos estaduais no curto prazo, desde que observados os parâmetros que satisfazem a condição de equilíbrio intertemporal que garante a referida sustentabilidade.

ABSTRACT: This article aims to analyze the impacts over subnational debt sustainability of the Congress Law Project 99/2013. It proposes an interpretation for the law concerning its working mechanism and estimates the impacts that the proposed changes would have over the subnational debt trajectory through a stochastic approach. The study found evidences of substantial decrease in present public debt service as well as in future debt services concerning residual debt refinancing. Besides, it found an indirect effect over the mean real rate of net revenue growth working through the debt price indexing change. It considers the hypothesis of a change in the monthly payments ceiling, defines an intertemporal equilibrium condition through equivalence between present and future levels of monthly payments and estimates parameters that satisfy this condition.

KEY WORDS: subnational debt, sustainability, PLC 99

Classificação JEL: H74.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Brasília, 2014. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>>. Acesso em 15 de janeiro de 2014.

BRASIL. Lei n. 9.496, de 11 de setembro de 1997. Diário Oficial da União, Brasília, 12 de setembro de 1997. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9496.htm>. Acesso em 15 de janeiro de 2014.

BRASIL. Projeto de Lei Complementar 238, de 03 de janeiro de 2013. Disponível em <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=564525>>. Acesso em 15 de janeiro de 2014.

BRASIL. Projeto de Lei da Câmara dos Deputados 99, de 29 de outubro de 2013. Disponível em <http://www.senado.gov.br/atividade/materia/detalhes.asp?p_cod_mate=115051>. Acesso em 23 de maio de 2014.

GODOY, D.V. *Análise de Sustentabilidade das Dívidas Estaduais: uma abordagem estocástica*. XVII Prêmio do Tesouro Nacional. ESAF, Brasília, 2012. 80p.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Receita Líquida Real. Brasília, 2013. Disponível em <<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/prefeituras-governos-estaduais/receita-liquida-real>>. Acesso em 15 de maio de 2014.