

NOTA TÉCNICA

RATING DE GOVERNOS BRASILEIROS: PECULIARIDADES

José Roberto Afonso¹
Bernardo Guelber Fajardo²

ABRIL DE 2014

Se você quer saber como foi seu passado, olhe para quem você é hoje. Se quer saber como vai ser seu futuro, olhe para o que está fazendo hoje (Provérbio chinês).

1. Introdução

Em 24 de março de 2014, a *Standard & Poor's Ratings Services* (S&P) rebaixou o *rating* de crédito soberano em moeda estrangeira de longo prazo do Brasil de 'BBB' para 'BBB-'. A perspectiva dos *ratings* de crédito de longo prazo é estável. A mudança não causou grandes surpresas ao mercado financeiro, que, de alguma maneira, já antecipara o ajuste da nota, logo tal decisão apenas consolidou uma posição já outrora prevista. Em seguida, a agência rebaixou a nota de algumas grandes empresas brasileiras, estatais e privadas.

Outra decisão, porém, passou despercebida e foi antecipada à do rebaixamento em si: a agência anunciou que, mesmo que o *rating* soberano sofresse alguma redução, seriam mantidas as notas de uma dúzia de entes brasileiros, dentre os quais constava apenas um governo subnacional. Assim, acabou mantendo a nota atribuída há pouco tempo à Prefeitura do Rio Janeiro (BBB), e com isso se tornou o único governo no país que passou a ter uma avaliação melhor que a da República³ para emissões no exterior.

¹ Economista, doutor em Economia pela UNICAMP e pesquisador do FGV/IBRE.

² Economista, doutorando em Administração Pública pela FGV/EBAPE e integrante da equipe do núcleo de finanças públicas do FGV/IBRE.

As opiniões aqui expressas são de exclusiva responsabilidade dos autores. Elaborado com base em informações disponíveis até 15/4/2014.

³ Cumpre já de início estabelecer que a presente nota objetiva analisar o *rating* de crédito em moeda estrangeira de longo prazo, que obteve nota BBB- para o Brasil e BBB para a PMRJ. Destaca-se que há ainda um outro *rating*, esse em moeda local, em que ambos os governos obtiveram igual classificação.

Trata-se de uma novidade em escala mundial. Conforme divulgado pelo jornal Valor Econômico,⁴ com base no informado por dirigentes da S&P governos subnacionais atualmente só possuem avaliação melhor que o nacional em três casos e todos na Espanha: as comunidades autônomas de Navarra e País Basco e o território de Biscaia, dentre os mais de 350 governos subnacionais avaliados pela agência. O contexto institucional, porém, os coloca numa situação bem diferente da brasileira porque: primeiro, os citados governos espanhóis se equivalem mais à esfera intermediária (como nossos estados); segundo, possuem uma marcante autonomia política em relação ao governo central espanhol (que não ocorre com as prefeituras brasileiras que possuem um vínculo político e fiscal mais forte); terceiro, a Espanha esteve no epicentro da recente crise econômica europeia. Isto reforça ainda mais a peculiaridade da prefeitura do Rio ser avaliada como menos arriscada que o Governo Federal.

Outro aspecto que merece registro é que, além da citada Prefeitura ter ficado com nota superior à da República, a mesma agência não rebaixou a nota de alguns governos estaduais, que avaliou nos últimos anos, mas o fez no caso de algumas grandes empresas brasileiras⁵. Ainda que tais governos subnacionais sejam razoavelmente dependentes do governo nacional, muito mais do que no caso de empresas, a agência não viu risco de serem contaminados.

Esta nota técnica tem como objetivo analisar alguns aspectos fiscais que diferenciam a atual saúde do Tesouro Nacional vis-à-vis a da Prefeitura do Rio de Janeiro. Após esta introdução, a segunda seção contextualizará a metodologia para avaliação dos governos locais pela S&P. Depois são

⁴ Ver a citação de Watanabe (2014)

⁵ Tiveram suas notas rebaixadas as empresas estatais Petrobras e Eletrobras e a empresa privada Samarco Mineração S.A., além de mais treze instituições ligadas ao setor financeiro (bancos públicos, privados ou seguradoras), sendo: Itaú Unibanco, Santander, HSBC, Citibank, Banco do Nordeste, Bradesco, Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Itaú BBA, SulAmérica, SulAmérica Companhia Nacional de Seguro, Allianz e BNDES.

comentadas análises comparativas da Prefeitura do Rio de Janeiro com os outros governos subnacionais e, na seção seguinte, também com o governo nacional. Por fim, são apontadas algumas conclusões.

2. Alguns aspectos metodológicos

2.1 Breve histórico

Um governo subnacional obter uma nota superior ao do governo nacional em uma classificação de risco não é propriamente uma novidade, mas ainda assim continua a surpreender. A análise dos *ratings* de governos subnacionais foi construída a partir do contexto norte-americano⁶. De forma resumida tais trabalhos identificam que as variáveis fiscais (receitas, gastos, dívida e etc) *per se*, não se constituem no único fator determinante de determinação do *rating*, os quais são antes uma consequência de interpretações qualitativas acerca do contexto econômico e da gestão financeira do governo avaliado.

Cumprе notar que a primeira classificação de *rating* de governos subnacionais foi feita pela Moody's em 1918 e só era realizada se seu país ainda não fosse avaliado pela agência. Senão, os governos locais recebiam a mesma nota dos seus países (Gaillard, 2009). Tal avaliação foi se alterando aos poucos. Inicialmente, à medida que a S&P também ampliava sua atuação na avaliação desses governos os mesmos começaram a ter suas avaliações independentes dos governos nacionais, porém, até 2001 o risco soberano ainda era considerado forçosamente como o teto da avaliação dos seus entes (isso porque ambas as agências consideravam que, caso ocorresse um default por parte do país, o efeito negativo iria se alastrar para todos os entes, que sofreriam de maneira “similar”). A partir de então, começou-se a considerar a possibilidade de que os entes governamentais poderiam reagir e manter uma estrutura financeira diferenciada entre si e,

⁶ Para melhores discussões veja Wescott (1984), Lipnick et al. (1999) e Johnson & Kriz (2005).

então, sofrer impactos distintos em relação às atitudes de seus governos nacionais (à medida que fossem mais independentes ficariam mais imunes a crises nacionais).

A compreensão desse processo auxilia no porquê Gaillard (2009) identifica que o rating nacional é um efetivo limitador dos *ratings* subnacionais. O autor identifica raras exceções. Os casos das comunidades autônomas de Navarra, do País Basco e de Biscaia na Espanha (para os *ratings* avaliados pela S&P) e para os governos subnacionais de Buenos Aires e de Mendoza na Argentina, de Zagreb na Croácia, da Itália (nas avaliações da Moody's)⁷.

Como cada agência possui sua peculiaridade na forma de avaliação, a comparabilidade das exceções encontradas para agências distintas se torna prejudicada. Moon e Stotsky (1993), por exemplo, identificam uma diferença estatisticamente significativa entre os determinantes dos *ratings* locais entre as agências de avaliação de risco. Assim, serão mais detidamente analisados os casos dos governos subnacionais espanhóis.

Tais governos apresentam similaridades conjunturais e institucionais que as diferenciam das demais regiões da Espanha, isolando-os de intervenções deliberadas pelo governo central. Suas economias, majoritariamente orientadas para exportação, são vistas como mais ricas e mais competitivas, sendo mais capazes de mitigar os riscos de *default* do soberano. Além disso, possuem poder legislativo próprio, que regula seu próprio sistema tributário (forte autonomia tributária). Elas coletam seus impostos e transferem uma parte para o governo central espanhol, em “pagamento” pelos serviços que o mesmo disponibiliza nas regiões, isolando-os da dependência financeira das transferências de recursos do governo central. Além disso, elas não integram o sistema de equalização espanhol

⁷ Segundo as informações coletadas no próprio site da Moody's, tal situação permanece apenas para os casos das regiões italianas. O restante dos governos subnacionais apresenta, atualmente, *rating* igual ao soberano. Assim, para maiores informações do momento em que os governos subnacionais estavam melhor avaliados que o soberano no caso argentino (<http://bit.ly/arg>) e croata (<http://bit.ly/cro>), favor acessar os respectivos *links*. Já para as informações atuais dos casos italianos, acesse (<http://bit.ly/ita>).

para financiamento das regiões, o que beneficia a saúde financeira das suas contas públicas, já que podem se beneficiar mais forte e diretamente de sua economia (S&P, 2013a; 2013b; 2013c)⁸.

Apesar das similaridades, outras especificidades também marcam as regiões. O País Basco, por exemplo, tem como destaque sua “gestão financeira profissional” e a manutenção de baixos passivos contingentes, com a maior parte de sua dívida oriunda de suas empresas públicas, com expectativa de sua reestruturação. A região de Navarra também tem como destaque positivo sua gestão financeira e um baixo nível de passivos contingentes. Sua principal característica, porém, advém de sua flexibilidade orçamentária. Como a região apresenta um dos PIB per capita mais elevados do país, considera-se que ainda há espaço para elevação de sua carga tributária. O território de Biscaia, por sua vez, apresenta algumas fragilidades, principalmente sua dependência da situação financeira da Interbiak (empresa pública da província de Bizkaia, responsável pela construção e manutenção de rodovias). Atualmente, devido às elevadas reservas de caixa da companhia, a situação do território apresenta-se mais estável.

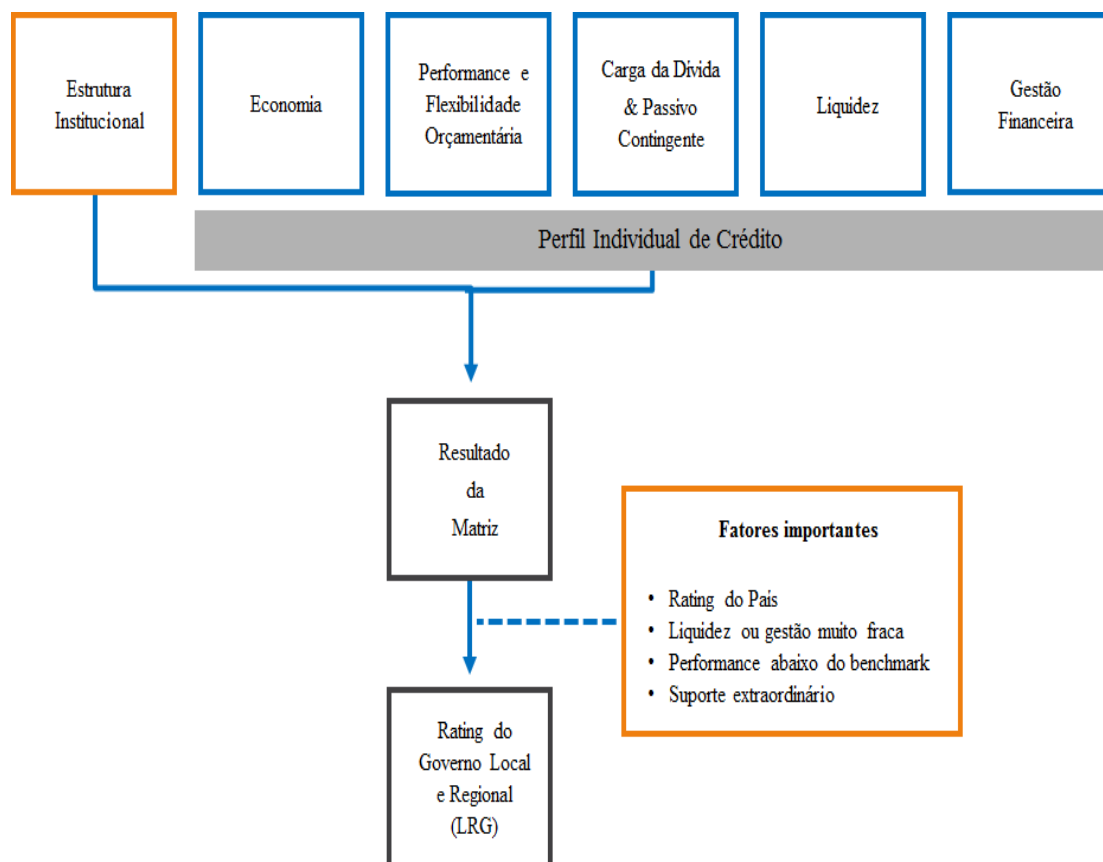
2.2 Avaliação dos Governos Subnacionais

A metodologia utilizada pela S&P para avaliação do *rating* do ela chama de governos locais e regionais (LRG)⁹ é razoavelmente abrangente, considerando vários aspectos que ultrapassam à mera análise dos indicadores fiscais. Analisam-se as variáveis consideradas relevantes para refletirem a capacidade e a vontade (qualidade de crédito) de um governo subnacional de cumprir com suas obrigações financeiras. A Figura 1 sintetiza tal metodologia.

⁸ Cabe notar que apesar dessa autonomia, na contabilização das contas do governo geral da Espanha, os resultados das três regiões são incluídos. Assim, há uma meta colocada pelo governo central espanhol para cada uma dessas regiões, que devem ser seguidas.

⁹ Esta seção pretende realizar uma breve apresentação da metodologia adotada para o estabelecimento do *rating* dos governos locais. Para uma melhor compreensão, recomenda-se a leitura da nota disponível em: <http://bit.ly/ratingsub>.

Figura 1. Estrutura de Análise para formação do rating dos LRGs



Fonte: Elaboração própria a partir de Brandazza (2013)

São considerados basicamente sete aspectos (Economia; Performance e Flexibilidade Orçamentária; Carga da Dívida e Passivo Contingente; Liquidez; Gestão Financeira; Estrutura Institucional; Outros fatores relevantes) compostos cada um por um grupo de variáveis que são analisadas tanto em dimensão quantitativa quanto qualitativa.

Os cinco primeiros aspectos são tomados em conjunto para formar o “Perfil Individual de Crédito” do ente analisado. Esse perfil é associado com o resultado da análise do sexto aspecto (estrutura institucional) para obtenção de um resultado que serve de base para o rating conferido ao ente, após a avaliação (de caráter mais subjetivo) de outros fatores relevantes.

a) **Estrutura Institucional:** os principais aspectos da Estrutura Institucional são a previsibilidade das ações e dos resultados, bem como a transparência e responsabilidade na gestão. Para o caso brasileiro, a estrutura institucional é considerada como “em consolidação e irregular” (similar ao caso carioca).

b) **Perfil Individual de Crédito:** é formado pela “agregação” de cinco aspectos.

➤ *Economia:* são analisados os indicadores econômicos regionais, como o PIB e o PIB per capita para avaliação da força e da sustentabilidade do crescimento econômico regional;

➤ *Performance e Flexibilidade Orçamentária:* são analisados dos dois lados (receitas e despesas);

- Flexibilidade fornecida pelo lado das receitas: Medida pelas receitas próprias como uma porcentagem das receitas operacionais; Considera também a capacidade de um LRG de aumentar suas receitas próprias e receitas potenciais por meio da venda de ativos.
- Flexibilidade fornecida pelo lado das despesas: Medida pelos investimentos como uma porcentagem das despesas totais; Os aspectos importantes da análise são a capacidade de adiar os futuros projetos de capital e a capacidade de cortar as despesas operacionais.

➤ *Carga da Dívida:* os dois principais fatores da análise da dívida são as avaliações prospectivas do montante da dívida e do pagamento de juros, relativos aos recursos disponíveis; a análise é complementada com avaliações da exposição da dívida dos LRGs ao risco do mercado e por meio da mensuração de outros passivos de longo prazo; a

característica do perfil de dívida é também relevante. Em alguns países, a amortização anual e o uso frequente do curto prazo poderiam afetar a avaliação da carga da dívida.

➤ *Liquidez*: a avaliação da liquidez dos LRG inclui a capacidade da geração do fluxo de caixa interno e a liquidez externa derivada das linhas bancárias comprometidas e do acesso ao mercado; são também analisados cenários de estresse de liquidez; além disso, qualitativamente são analisados o caráter cíclico e volatilidade do fluxo de caixa; o perfil da amortização; e sua necessidade de financiamento.

➤ *Gestão Financeira*: são consideradas as metas fiscais, a transparência da definição acerca das políticas financeiras, a qualidade do planejamento e do monitoramento da gestão da dívida e da liquidez, além, de uma gestão de risco externa ativa.

c) **Matriz de avaliação dos resultados**: A interação entre esses dois aspectos fornece uma matriz de resultados com os *ratings* “sugeridos” para os governos subnacionais. Apesar de toma-la por base, o rating final considera também a análise de outros fatores importantes (analisados em sua maioria de maneira subjetiva). A matriz é apresentada na Figura 2.

Figura 2. Resultados da Matriz de avaliação – ratings sugeridos

Matrix For Determining An Indicative LRG Rating Level										
		Individual Credit Profile								
Score		1 (extremely strong)	1.5 (very strong)	2 (strong)	2.5 (relatively strong)	3 (intermediate)	3.5 (relatively weak)	4 (weak)	4.5 (very weak)	5 (extremely weak)
Institutional Framework	1 (Predictable and supportive)	AAA	AAA	AA+	AA	AA-	A	BBB+	BB+	SG
	2 (Predictable and well balanced)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A-	BBB	BB	SG
	3 (Evolving but sound)	AAA	AA	AA-	A+	A-	BBB	BB+	BB-	CCC/CC
	4 (Consolidating but uneven)	—	A+	A	A-	BBB	BB+	BB-	B	CCC/CC
	5 (Developing and unbalanced)	—	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B	B-	CCC/CC
	6 (Volatile and underfunded)	—	—	BBB-	BB+	BB-	B+	B-	CCC+	CC

Fonte: Hughes (2013)

d) Outros Fatores importantes: os principais fatores importantes para alteração da avaliação já realizada são o rating do soberano; um padrão de endividamento ou de desempenho financeiro que difiram substancialmente do *benchmark*, ou a necessidade de suporte extraordinário do governo.

Nota-se, assim, que a avaliação não parte apenas de um único aspecto, sendo antes o resultado de uma confluência de observações acerca da conjuntura enfrentada pelo ente avaliado.

2.3 O rating da Prefeitura Municipal do Rio de Janeiro

A agência S&P assim destacou e justificou especificamente porque a nota da Prefeitura Municipal do Rio de Janeiro se tornou superior à do Governo Federal:

Atualmente, a cidade do Rio de Janeiro é o único LRG brasileiro que avaliamos acima do soberano. Quando atribuímos um rating de crédito ao LRG superior ao rating do soberano em moeda estrangeira, acreditamos que **há uma probabilidade apreciável de que a entidade não entre em default caso haja um default soberano** [...]. Concluimos que a cidade pode manter características de crédito mais fortes do que o soberano em um cenário de estresse, **dado a fortaleza da sua economia, o desempenho financeiro forte, as reservas de caixa altas, a flexibilidade orçamentária e a forte cultura de crédito**. A cidade do Rio de Janeiro, capital do estado do Rio de Janeiro, faz parte da região mais rica e economicamente desenvolvida do país. O Produto Interno Bruto (PIB) per capita estimado da cidade de US\$ 15,400 é superior à média nacional de US\$12,400 (S&P, 2014. p.2 - grifo nosso).

A Tabela em anexo (que consta na nota que confirmou a prefeitura do Rio como melhor avaliada que os estados) apresenta uma série de indicadores analisados pela agência para a composição de seus *ratings*.

É curioso notar que alguns dos estados avaliados apresentam índices superiores ao município do Rio de Janeiro. A maioria dos estados possui maior razão entre receitas próprias e operacionais, geram melhor resultado operacional e até mesmo apresentam melhor resultado após *CAPEX*^{10 11} (aliás, a prefeitura do Rio é a única a apresentar déficit nesse requisito nos últimos três anos, em flagrante contraste com os estados). Quando se observa, porém, o tamanho do *CAPEX* em proporção das despesas totais e,

¹⁰ É interessante notar que o termo *CAPEX*, sigla em inglês para “capital expenditures” (Investimento em bens de Capital) é um conceito tipicamente utilizado na análise do desempenho operacional e financeiro de instituições privadas, sendo seu uso para o setor público ainda incipiente. Sua menção reiterada no relatório de avaliação (aparece seis vezes, sendo duas delas nos indicadores diretamente citados para justificar a nota da PMRJ) pode denotar uma preocupação maior com a convergência dessas duas dimensões (público-privada) de avaliação.

¹¹ Não há uma definição clara no relatório do que é considerado como *CAPEX* pela agência; em sua definição típica, o conceito considera os gastos com obras de infra-estrutura, obras e compras de terrenos e prédios e gastos com máquinas e equipamentos.

sobretudo, a carga da dívida em relação às receitas operacionais, o Rio apresenta sempre os melhores índices dentro da amostra de governos.¹²

Assim, em princípio, a agência atribuiu um peso maior a quem tinha maior capacidade de gerar caixa, a quem se endividou menos e a quem apresentou outros indícios (inclusive subjetivos) de sustentabilidade de sua situação financeira. E, mais, uma vez, corroborando as evidências levantadas na literatura, as variáveis fiscais não foram preponderantes na decisão da agência.

Corroborando a tese de uma análise conjuntural em detrimento da simplicidade da atinência nos aspectos fiscais, chama-se a atenção que, mais uma vez, sequer existe a expressão "superávit primário" na nota divulgada pela S&P.

É ainda mais interessante notar que antes mesmo de reavaliar a situação do País, a agência já havia divulgado uma nota avisando que algumas empresas e governos estariam imunes a quaisquer alterações, ou seja, não seriam afetados se por acaso viesse a haver um rebaixamento¹³. E (nesse caso já após o ocorrido), a agência voltou a divulgar um comunicado citando os casos de outros governos estaduais em que foi mantida a nota "BBB-" (caso de SP, RJ, MG, MT, SC e PR). De qualquer forma, não deixa de ser também um destaque que, ao contrário do que ocorreu com algumas empresas, estatais e privadas, dentre as maiores do país, aqueles governos estaduais não foram rebaixados após o rebaixamento da República.

Como destacado, as principais variáveis utilizadas são: o teto do ente nacional (soberano); liquidez ou administração financeira muito frágil; dívida ou o desempenho financeiro diferindo substancialmente do *benchmark*; suporte extraordinário do governo.

Essas variáveis são tomadas em conjunto com a avaliação do ambiente institucional. Nesse ponto, considera-se que a estrutura institucional brasileira

¹² Veja a Tabela no Anexo.

¹³ Veja a posição da S&P (<http://bit.ly/s&pbra>) e a notícia veiculada pelo O Globo (<http://bit.ly/glrat>)

é estável. Assim, em termos do alinhamento com a qualidade de crédito do soberano, ela é considerada “em consolidação e irregular”.

A agência considera que a estrutura fiscal dos governos locais está sendo fortalecida desde o final dos anos 90 com a renegociação das dívidas estaduais com o governo central via Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal (PAF) em 1997, que começou a impor rigorosas regras fiscais e de dívida. Tal processo foi reforçado pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) (2000) que estabelece uma diretriz sólida e clara para o desempenho fiscal dos governos locais. Para a agência, como consequência desse processo, ela conclui:

[...] Nos últimos anos, os LRGs brasileiros avaliados geraram, de forma consistente, mais de 70% de suas receitas operacionais próprias, e esperamos que continuem a fazê-lo. Entretanto, monitoraremos a capacidade deles de continuar fortalecendo suas receitas de fontes próprias em meio a condições econômicas e fiscais mais restritas, bem como a capacidades deles de controlar suas despesas operacionais e gastos com investimentos. Acreditamos que os LRGs enfrentarão mais desafios nesses esforços, enquanto estiverem tentando manter um desempenho fiscal adequado. Como o déficit dos LRGs após investimentos (CAPEX) não tem ultrapassado 6% das receitas totais, vemos o desempenho orçamentário dos LRGs como adequado¹⁴. Os estados brasileiros, de maneira geral, possuem níveis de CAPEX menores do que aqueles de seus pares internacionais. Portanto, os LRGs com níveis baixos de CAPEX têm capacidade limitada para reduzi-los (S&P, 2014, p.1).

3. Uma breve comparação da cena fiscal atual: nacional *versus* carioca

3.1 Considerações Conceituais

É possível complementar a avaliação da agência com um levantamento sumário de indicadores fiscais dos dois governos citados. Chama-se a atenção que este trabalho não pretende fazer uma comparação extensiva dos governos mencionados, mas tecer algumas considerações atualizadas sobre a cena fiscal brasileira. Além da comparação dos casos internacionais,

¹⁴ Para maiores informações veja Tabela no Anexo.

mais interessante é a discussão sobre o que efetivamente diferencia a Prefeitura do Rio de Janeiro do governo nacional e outros subnacionais, fazendo-a menos arriscada que estes. Para tanto, a análise será realizada em dois momentos distintos.

Em primeiro lugar será realizada uma breve comparação sumária da situação fiscal do governo federal e do municipal do Rio ao comparar a situação que ostentavam ao final de 2013. Posteriormente, será exposto como os indicadores fiscais e das finanças públicas da PMRJ tem se comportado desde 2008. O ano foi escolhido para que se pudesse fazer esse acompanhamento no período pós-crise.

Cumprir notar que são utilizados aqui apenas dois relatórios exigidos pela LRF - o Relatório de Gestão Fiscal (RGF) e o Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO). Assim, por princípio, todos os governos deveriam emitir os mesmos demonstrativos e, para tanto, os preencherem seguindo a mesma metodologia elaborada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN).¹⁵

Por não fazer sentido comparar os valores correntes (por possuírem razões de grandeza diferente), os valores foram expressos em proporção da receita corrente líquida, do PIB e ainda em valores per capita.

Destacam-se alguns importantes problemas metodológicos nos relatórios da LRF, seguindo o manual publicado pela STN. Destacam-se quatro pontos principais. Em primeiro lugar, o modelo de demonstrativo recomendado induz a uma distorção na leitura do sinal do resultado nominal: se houve uma redução na dívida consolidada líquida (DCL), o resultado tem sinal negativo, porém, de fato, isso significa superávit primário (como no caso da PMRJ). Em paralelo, se houve aumento da DCL e o resultado teve sinal positivo, na prática, ocorreu déficit nominal (como no caso da União).

¹⁵ Os dados foram obtidos via acesso eletrônico aos sites eletrônicos: IBGE (<http://bit.ly/ibge>); Tesouro Nacional (http://bit.ly/stn_df); Caixa Econômica Federal (http://bit.ly/cef_cp); Controladoria Geral do Município do Rio de Janeiro (http://bit.ly/cgm_rj).

Decorre-se, assim, uma falha no desenho do modelo de formulário que induz uma leitura do resultado nominal inversa ao do resultado primário.

Não bastasse a obstrução na leitura, resta ainda notar mais a segunda dificuldade: a STN não aplica a mesma metodologia que exige dos estados e municípios para apurar o resultado primário. A STN o deduz com base em valores que não foram extraídos de sua contabilidade (como fazem outros governos), mas sim de dados coletados junto a outro sistema de informação.

Essa talvez seja a razão para a meta de superávit primário da União não conste em tais relatórios. Apesar de constar na LDO e ser de amplo conhecimento público, é de se estranhar que nada conste acerca do resultado primário (e nem para o nominal) exatamente no relatório exigido para que o governo ateste o cumprimento da meta. Assim, isso apenas dificulta a análise dos resultados da União, revelando um déficit de transparência do governo.

Por último, mas não menos importante, nota-se que os relatórios da prefeitura do Rio são assinados por seu Prefeito (como devem o fazer os chefes de Executivo de todos os outros governos municipais e estaduais do país). Porém, o da União não é assinado pela Presidenta da República e nem mesmo por um ministro de Estado - apenas pelos Secretários do Tesouro e o de Controle Interno. Apesar de estranheza (a LRF exige expressamente que o relatório seja assinado pelo Chefe do Poder), na prática, isso talvez não exima de responsabilidade os superiores, pois, pode-se supor que os subalternos estariam assinando por delegação ou representação de seu chefe.

Em que pesem as obliquidades de cálculo, os critérios distintos na federação e falha na transparência, acredita-se que seja possível prosseguir na análise comparativa.

3.2 Comparativo Prefeitura do Rio de Janeiro x Governo Federal

Retomando a comparação com o Governo Federal, a Tabela 1 mostra alguns importantes indicadores para comparação dos dois governos registrados no ano de 2013 ou ao seu final. No Apêndice constam os valores correntes relativos às variáveis citadas, extraídos dos relatórios da LRF.¹⁶

Tabela 1. Indicadores comparativos entre União e PMRJ em 2013

	Em % da RCL		Em % do PIB		Em R\$ per capita	
	União	Rio	União	Rio	União	Rio
Estoque de Dívidas						
Dívida Bruta DC	477,2	65,6	64,71	4,82	15.574	1.863
Dívida Líquida DCL	170,7	47,4	23,15	3,49	5.572	1.348
Caixa Bruto	105,3	22,2	14,28	1,63	3.437	631
Obrigações Imediatas	19,3	9,8	2,61	0,72	628	278
Caixa Disponível	7,1	4,0	0,96	0,29	231	114
Fluxos Receita						
Receita Corrente Líquida (RCL)	100,0	100,0	13,56	7,36	3.264	2.842
Própria RCL-Transferências	99,9	59,9	13,55	4,41	3.260	1.702
Receita Primária Total	151,1	113,5	20,49	8,35	4.930	3.226
Aplicações Financeiras	7,1	3,0	0,96	0,22	231	84
Operações de Crédito	13,8	4,0	1,87	0,29	450	114
Fluxos de Gastos						
Despesa Primária	139,3	116,0	18,89	8,54	4.547	3.297
Despesa Pessoal (bruta)	33,8	55,6	4,59	4,09	1.104	1.581
Investimento	3,0	14,1	0,40	1,04	97	402
Serviço da Dívida	39,5	5,1	5,36	0,37	1.290	144
Fluxos de Resultados						
Meta Primário	11,1	-9,4	1,51	-0,69	363	-267
Resultado Primário	11,7	-2,5	1,59	-0,18	383	-71
Resultado Nominal	-22,0	1,3	-2,98	0,10	-717	37

Fonte: elaboração própria

¹⁶ Cabem aqui ser feitas algumas observações quanto ao tratamento dos dados. O PIB do Rio de Janeiro foi calculado pelo IBGE foi atualizado para 2013 supondo a mesma variação nominal do PIB nacional no mesmo período. Em relação ao Resultado Nominal, os sinais foram alterados para reproduzir a mesma leitura do resultado primário (ie, negativo se déficit, e positivo se superávit). Como a meta de Resultado Primário da União não consta no RREO, aqui foi utilizada a meta estabelecida no Anexo de Metas Fiscais, fixada pela LDO de 2013, já computando os descontos permitidos em relação à meta original (R\$ 108 bi).

Para se comparar governos com estruturas e tamanhos muito diferentes, foram privilegiados indicadores relativos em três dimensões: proporcionalmente à receita corrente líquida (RCL), a unidade de referência adotada pela LRF para acompanhar os limites básicos, de gastos com pessoal e de dívida; também em relação ao PIB, sendo que no caso do Rio é considerado o local (foi tomado o último divulgado pelo IBGE para municípios e atualizado para 2013 supondo a mesma variação do produto nacional); e, por fim, em valores *per capita*.

Dentre os indicadores básicos nota-se a superioridade carioca no que tange ao aspecto econômico se ele for resumido no produto *per capita*: projetado em 52% acima ao nacional

Separando os indicadores fiscais entre os de receita, de gasto e de resultado, bem como o de dívida, se repara que na maioria dos casos o governo federal leva enorme vantagem sobre o municipal em relação à dimensão ou volume das variáveis. Na principal unidade de comparação, a receita corrente (RCL) da União (13.6%) é quase o dobro da carioca (7.4%), quando expressas em proporção do PIB. Até por princípio, toda receita federal é de origem própria contra apenas 60% da municipal em questão. Do lado da despesa, em termos brutos, é mantido o peso muito maior do governo federal do que o municipal: quase 14% do PIB contra metade. Até mesmo no caso da despesa com pessoal (ambas pouco acima de 4% do PIB), a esfera nacional está muito mais longe do limite que a local - 34% contra 56% da receita corrente líquida (no conceito bruto).

Se a análise parasse aqui, pareceria que o governo nacional levaria ampla vantagem sobre o local em questão, mas quando se olha o resto dos gastos ocorre uma mudança radical do quadro, em dois grandes itens: i) nos investimentos, a citada prefeitura investe o equivalente a 14% de sua receita enquanto o Tesouro gasta apenas 3%; ii) no serviço da dívida, enquanto aquele governo local desembolsou o equivalente a apenas 5% de sua receita, o índice do governo nacional saltou para casa de 40%.

Nestes dois quesitos o contraste é marcante e constitui um fator decisivo para quem avalia a capacidade de se pagar o que se deve: além de ser um governo que compromete pouco de sua receita para honrar o serviço da dívida que contratou no passado, o mesmo investe muito e aí tem um razoável raio de manobra, seja para fomentar sua economia, seja para ajustar seu orçamento; o outro, que gasta muito com juros, e investe parcela irrisória do que arrecada, tem pouco espaço para ajuste.

Nada mais emblemático e radicalmente contrastante, não apenas entre os dois governos aqui comparados, mas também em relação aos mitos e falácias que cercam o que seria um bom desempenho da política fiscal do que as diferenças entre os resultados.

Segundo os relatórios da LRF, a meta fiscal da prefeitura do Rio para 2013 era de um (sic) déficit de R\$ 1,6 bilhões. Seu desempenho foi melhor e gerou um déficit bem menor, de apenas R\$ 448 milhões, equivalente a 2,5% de sua receita e a 0.2% do PIB local (mas, nunca é demais recordar, ainda sim um déficit!). Já o governo central, como já é sabido, não apenas tinha uma meta de gerar superávit primário, como declarou o fazer acima do que era buscado: em R\$ 77 bilhões, ou quase 12% de sua receita corrente e 1,6% do PIB.

Fosse o superávit primário o único critério relevante para avaliar o desempenho fiscal e a qualidade de risco de um governo, como acreditam alguns (até autoridades e analistas), e a julgar pelas contas de 2013, a situação do governo federal seria óbvia e infinitamente muito melhor que a do município do Rio, que buscava e gerou déficit primário.

Como o resultado primário não é o único, e talvez nem a mais importante medida de resultado é bem provável que não tenha falhada a avaliação e muito menos a comparação. Tanto superávit primário foi insuficiente para cobrir os gastos com o serviço da dívida, ou melhor, com a variação dessa dívida - que decorre de outros fatores, que nem sempre passam pelo orçamento.

Como importa mesmo é o resultado nominal a situação se inverte: em 2013, a Prefeitura do Rio teve superávit equivalente a 1.3% de sua receita - apesar de ter tido déficit primário. Isso se explica porque provavelmente ela recebe mais juros e ganhos aplicando suas disponibilidades do que paga de juros sobre o que deve. Note que as receitas patrimoniais equivalem a 4.2% da RCL da prefeitura, acima do déficit primário. Já na União, o superávit primário vira um déficit nominal maior até do que aquele: R\$ 144 bilhões, equivalente a 22% do que arrecada e a 3% do PIB.

No que tange à posição patrimonial, se consolida a radical diferença entre o governo nacional muito mais endividado do que o carioca. Usando os relatórios exigidos pela LRF (que, por princípio, devem diferir dos números publicados pelo BC na DLSP), se consta o contraste entre os dois governos citados. Na dívida consolidada ou bruta, o governo nacional deve o equivalente a 4,8 vezes o que arrecada contra apenas dois terços no Rio. Mesmo quando tal dívida é medida em termos líquidos, a diferença cai (mas continua persistindo) de 1,7 vezes para menos de metade.

As disponibilidades financeiras também precisam ser examinadas com muito cuidado. Aparentemente, aí ocorreria o inverso, um caixa enorme nas mãos do governo federal em relação ao do governo carioca - afinal, em termos brutos, aquele chega a dispor de 5% a mais do que arrecada, enquanto a prefeitura nem chega a um quarto do que recebe.

Nem que tudo está no caixa, porém, está disponível. As obrigações financeiras imediatas alcançavam 19% da receita contra menos de 10% na prefeitura. Em termos líquidos, a diferença caiu muito: 86% na União contra 12% na Prefeitura, ainda assim parece uma goleada do primeiro.

Mas, um detalhe, é quando verificamos quanto do caixa está formado por recursos não vinculados e aí aquele enorme diferencial desaparece: o montante que o governo federal dispõe, atendidas obrigações imediatas e não vinculado, despenca de R\$ 691 para 46 bilhões, ou 7% do que arrecada; no mesmo critério, o realmente disponível na prefeitura equivale a 4% do que arrecada.

Como a maior preocupação de um avalista de risco é saber quanto efetivamente se dispõe na mão, para se usar a qualquer momento e para qualquer finalidade, o enorme caixa federal é reduzido drasticamente e, no que importa, a parcela do caixa efetivamente livre para qualquer destinação, não é muito melhor que o da prefeitura do Rio.

Guardadas as devidas proporções de comparar governos com tamanhos e funções bem distintas e de se traçar uma avaliação sumária e concentrada em poucos indicadores fiscais e apenas em um ano, é visível uma diferença entre a melhor saúde financeira e fiscal da Prefeitura do Rio vis-à-vis a do Tesouro Nacional. Não é de se estranhar, portanto, a PMRJ ser avaliada com menor risco de *default* comparativamente ao Governo Federal.

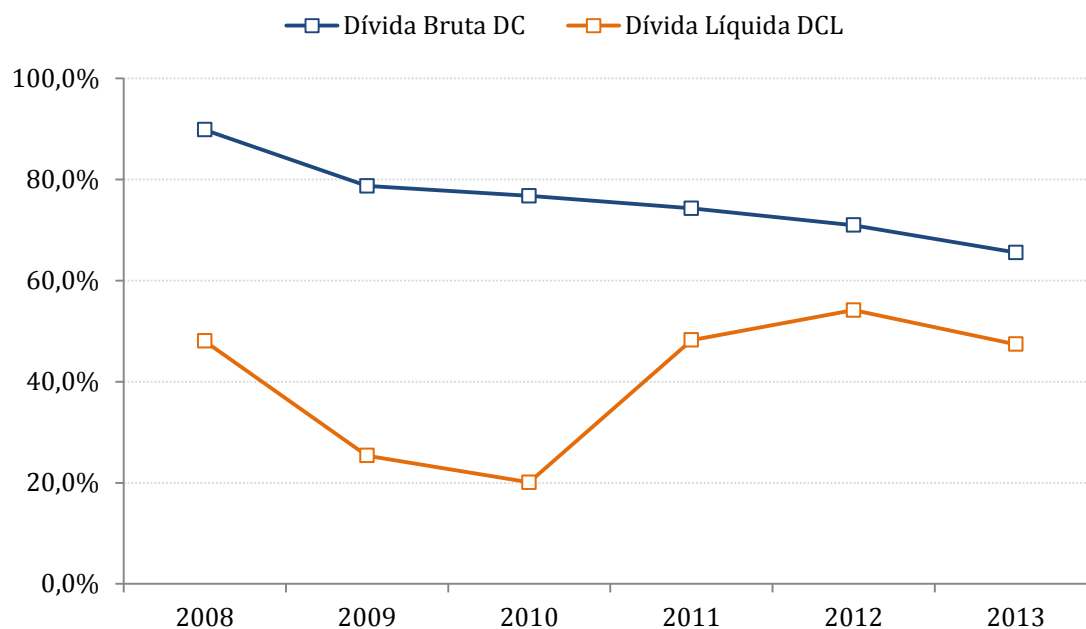
3.3. Evolução de indicadores municipais do Rio de Janeiro

Feitas as principais considerações sobre as semelhanças e diferenças entre os governos carioca e nacional, cabe agora uma análise mais pormenorizada do comportamento da economia carioca nos últimos anos. As análises são feitas sempre em proporção à RCL.

Como observação geral antecipa-se que 2011 parece marcar uma grande virada nos indicadores da PMRJ.

Inicialmente, cabe analisar as principais variáveis de estoque: a Dívida Corrente Líquida (DCL) e a Dívida Bruta. Ambas ostentavam tendência de queda até 2011 quando, observou-se uma reversão dessa tendência no caso da DCL, a qual vem apresentando uma evolução na sua participação em relação à RCL. Paralelamente a Dívida Bruta vem sustentando constantes reduções. A Figura 3 apresenta os principais resultados.

Figura 3. Dívida Bruta e Dívida Corrente Líquida da PMRJ (2008 – 2013)

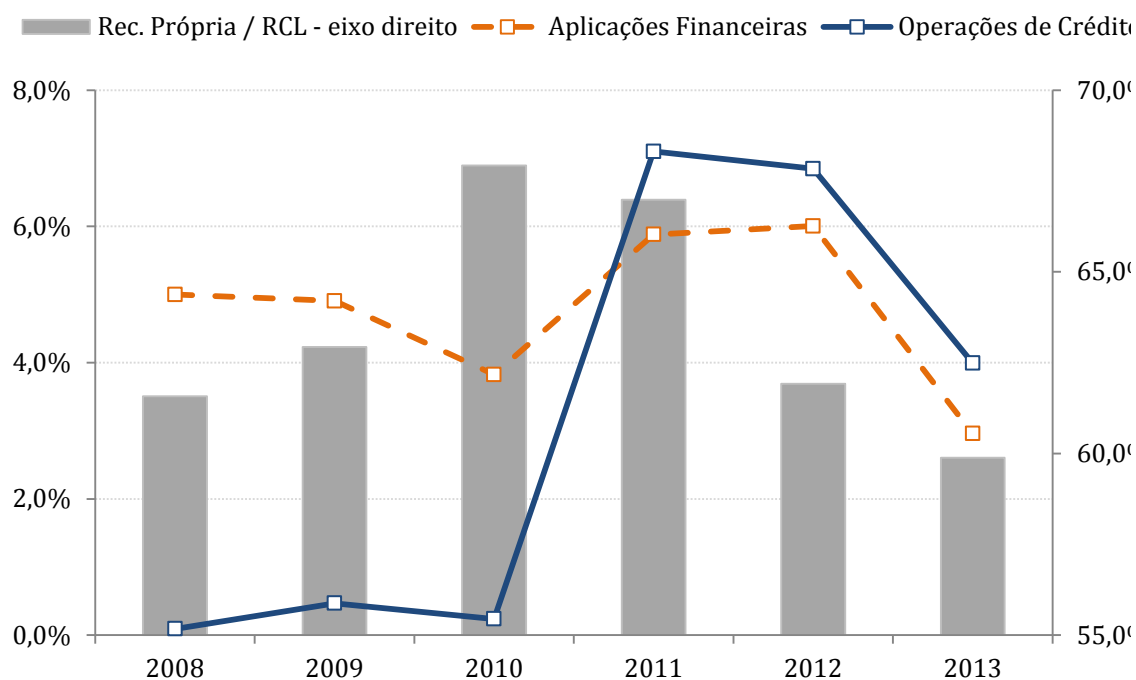


Fonte: elaboração própria

No que tange ao comportamento dos indicadores de fluxo destacam-se o comportamento de Receita e da Despesa nas Figuras 4 e 5. Em relação às receitas nota-se um forte crescimento da participação das operações de crédito a partir de 2011. Comportamento similar é apresentado pelas aplicações financeiras. Quanto ao comportamento das receitas próprias, nota-se que as mesmas crescem até o ano de 2010 (chegando ao máximo de 67,7%) e, a partir de então as mesmas começam a se reduzir. Ainda assim, nota-se uma expressiva participação de sua RCL (quase 60%) é decorrente de suas próprias receitas, denotando uma forte independência financeira das transferências dos governos Federal e Estadual, preservando certa autonomia para o ente subnacional.

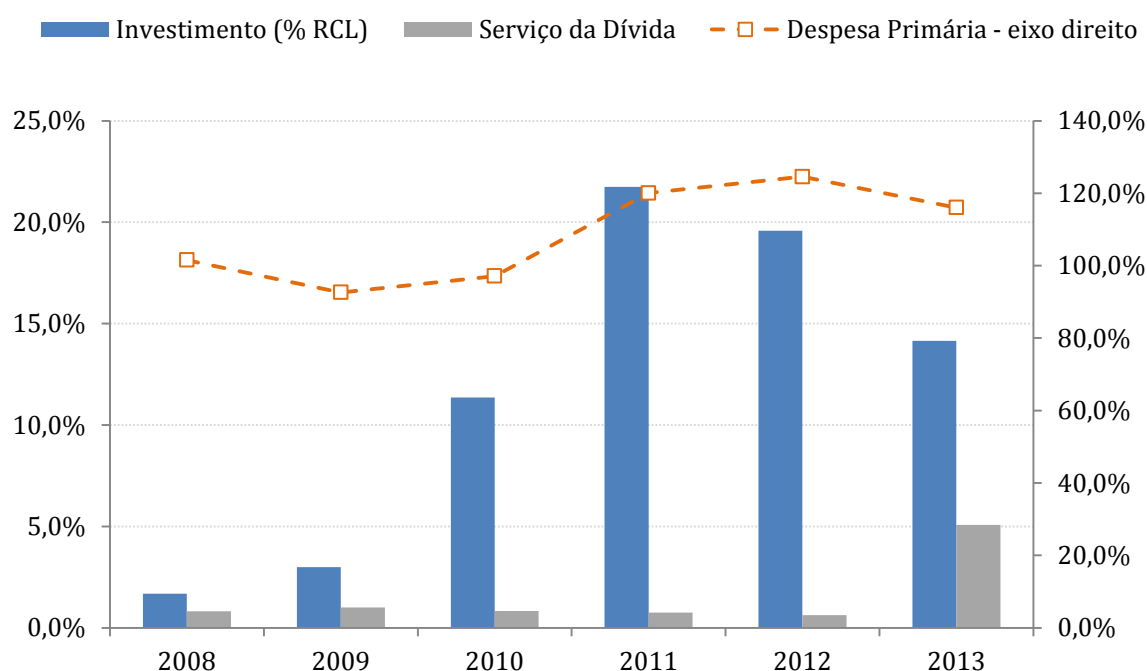
Em relação às despesas o principal destaca fica por conta do volume de investimentos. Um crescimento expressivo em 2010 fez com que seu montante representasse uma proporção elevada da RCL, o que vem se mantendo nos anos seguintes. Isso explica a elevação das despesas primárias que chegam a representar montantes acima da RCL (justificando os déficits primários, que serão destacados). Quanto ao serviço da dívida, nota-se que a mesma mantém uma proporção constante em relação à RCL.

Figura 4. Comportamento da Receita da PMRJ (2008-2013)



Fonte: elaboração própria

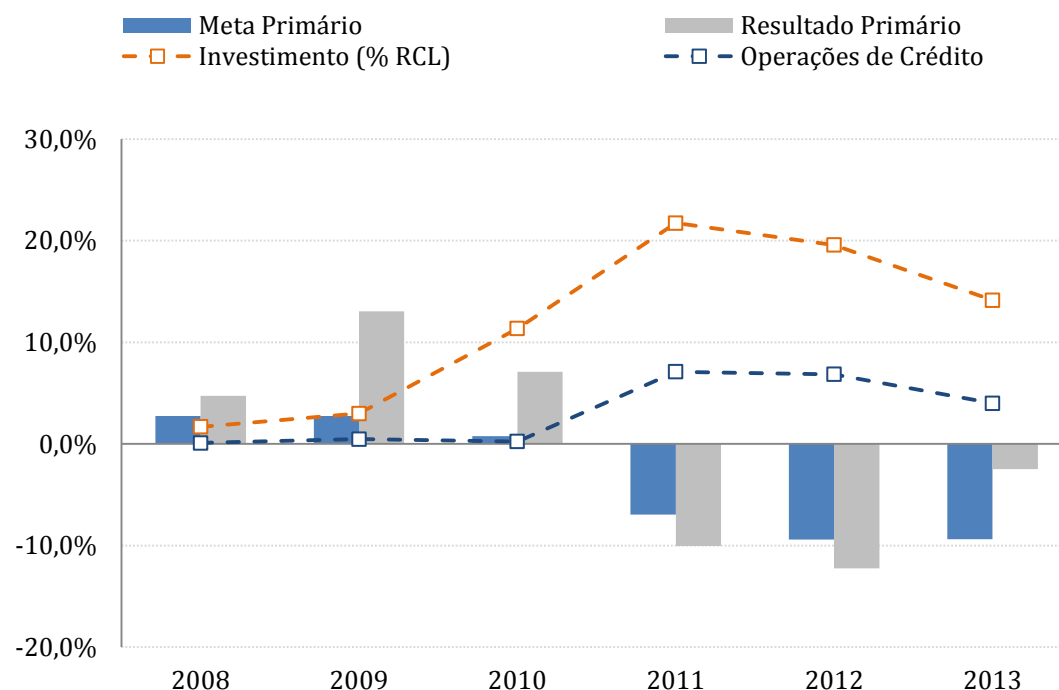
Figura 5. Comportamento da Despesa da PMRJ (2008-2013)



Fonte: elaboração própria

A Figura 6 consegue, de certa forma, sintetizar as principais informações das contas da PMRJ. Nota-se que até o ano de 2010, a PMRJ tinha uma gestão que privilegiava o superávit primário. Seu montante em proporção à Receita corrente Líquida era sempre positivo, superando a meta nos três anos observados. Isso era justificado por baixos níveis de gastos com baixo nível de investimento, não necessitando de ampliações nas receitas oriundas das operações de crédito. Ainda em 2010, os ventos começam a mudar para os investimentos, elevando-se a um montante expressivo em 2011 (21,7% da receita corrente líquida). Essa ampliação dos investimentos significou aumento dos gastos e, por conseguinte, o primário teve que ser “sacrificado”. Já em 2011, a própria meta já denotava valores negativos (déficits) e tanto em 2011 quanto em 2012 o governo conseguiu a façanha de exceder a própria meta. O que, à primeira vista, poderia ser visto como uma medida descabida (ao se analisar os valores *per se*) mostrou-se interessante sob uma ótica qualitativa (ao se analisar que tipo de gasto estava sendo ampliado).

Figura 6. Resultados operacionais PMRJ (2008-2013)



Fonte: elaboração própria

4. Considerações Finais

Se muito já comentado sobre a decisão, algo esperada, da Standard & Poor's de rebaixar o *rating* do governo brasileiro para emissão em moeda estrangeira, por outro, pouco se atentou ao fato de que a mesma agência não reduziu as notas antes atribuídas a governos estaduais (que passaram a ser iguais às da República rebaixada) e, em particular, a da Prefeitura do Rio de Janeiro - que era igual a anterior da República (um ponto na escala acima dos governos estaduais). Ao ser mantida esta última, se criou uma situação peculiar – uma prefeitura municipal passou a ter uma avaliação de risco para emitir no exterior melhor que a do próprio governo brasileiro.

Uma avaliação simples e traçando um retrato apenas de 2013, mas baseada em indicadores extraídos de relatórios oficiais, reforça o caráter peculiar da atual cena brasileira. Ainda que os governos subnacionais sejam

razoavelmente dependentes de transferências provenientes da União, e até mesmo para tomar crédito bancário (concentrado em bancos oficiais e com garantias do Tesouro), o rebaixamento da avaliação daquela não contaminou os governos subnacionais. Mais inusitado ainda é que no caso do governo que se tornou o mais bem avaliado, a Prefeitura do Rio, ela tenha uma meta fiscal de gerar déficit primário e seu resultado efetivo em 2013 (como em anos anteriores) tenha confirmado tal déficit (ainda que abaixo da meta), porém, depois ele se transforme em superávit nominal – porque os juros recebidos superam os pagos, refletindo a excelente posição financeira de dito governo local. Esse resultado peculiar reflete a solidez financeira da prefeitura, que consegue conciliar caixa alto com baixo grau de endividamento (uma situação ideal para quem precifica o risco de crédito), que, por sua vez, se reflete numa execução de despesa em que salta aos olhos a elevada parcela do orçamento dedicada aos investimentos fixos.

Na situação inversa, ainda que o governo federal arrecade proporcionalmente muito mais e tenha um caixa enorme, na prática, o seu espaço fiscal é muito restrito, porque está muito endividada, que provoca um peso grande do serviço da dívida, e resulta em uma baixa taxa de investimento. Obviamente é bom que gere superávit primário, mas este é insuficiente para cobrir os demais compromissos, e resulta em um déficit nominal expressivo e que não se financia internamente. Na mesma direção, se dispõe de um saldo de caixa astronômico, na prática, acaba comprometido por obrigações financeiras imediatas e pela vinculação da maior parte das fontes de recursos. O raio de manobra se revela restrito.

Não é de se estranhar, portanto, a situação ainda que inusitada e peculiar apontada pela agência de classificação de risco, em que uma prefeitura brasileira se revela menos arriscada do que a própria República para emitir no exterior.

5. Referências

Brandazza, D. **Metodologia para *Ratings* de Governos Locais e Regionais**. Apresentação realizada no seminário “Avaliação do risco de Crédito dos Governos Estaduais e Municipais”. Realização: IBRE/FGV (Período: 12 e 13 de Setembro de 2013), 2013.

Hughes, A. **What makes a Subnational Government “Creditworthy”?**. Apresentação Standard & Poors (em 20/05/2013), 2013.

Johnson, C.; Kriz, K.; Fiscal Institutions, Credit *Ratings*, and Borrowing Costs. **Public Budgeting and Finance**, v.25, n.1, 2005.

Lipnick, L.; Rattner, Y.; Ebrahim, L.. The Determinants of Municipal Credit Quality, **Government Finance Review**. v.15, n.6, 1999.

Moody's Investors Service, **Rating Migration and Default Rates of Non-U.S. Sub- Sovereign Debt Issuers, 1983-2007**, September, 2008b.

Moon, C.G.; Stotsky, J.. Testing the Differences Between the Determinants of Moody's and Standard & Poor's *Ratings*. **Journal of Applied Econometrics**, v.8, 1993.

Norbert Gaillard. The Determinants of Moody's Sub-Sovereign *Ratings*. **International Research Journal of Finance and Economics**, 31, 2009 (ISSN: 1450-2887).

Standard & Poor's. **Autonomous Community of Navarre outlook revised to stable following the same action on Spain**; 'BBB+' Rating. (em 13 de Dezembro de 2013), 2013b.

Standard & Poor's. **Basque Country outlook revised to stable following the same action on Spain**. 'BBB+' Rating Affirmed. (em 13 de Dezembro de 2013), 2013a.

Standard & Poor's. **Default, Transition, and Recovery: 2008 Default and Transition Study for International Local and Regional Governments**, May 5, 2009.

Standard & Poor's. **Rebaixamento da nota do Brasil não afeta imediatamente a qualidade de crédito dos Governos Locais e Regionais**. Relatório, 25 de Março de 2014.

Standard & Poor's. **Spain's Bizkaia Territory outlook revised to stable after the same action on Spain**; 'BBB+/A-2' *Ratings* Affirmed . (em 13 de Dezembro de 2013), 2013c.

Watanabe, M. Rating da S&P para o Rio é melhor que o do país. **Valor Econômico**, 04/04/2014, p. A04 (Disponível em: <http://bit.ly/valor4414>)

Wescott, S. Accounting numbers and socioeconomic variables as predictors of municipal general obligation bond *ratings*. **Journal of Accounting Research**, v.22, 1984.

6. Apêndice

	Em R\$	
	União	Rio
Estoques		
Dívida Consolidada	3.130.872.778.350	11.781.005.274
Dívida Consolidada Líquida	1.120.086.710.158	8.522.181.295
Disponibilidade de Caixa Bruta	690.849.301.000	3.989.903.243
Disponibilidade de Caixa Líquida	564.532.842.000	2.230.205.191
Disponib. Caixa Líquida Não		
Vinculado	46.446.769.347	720.105.129
Obrigações Financeiras	126.316.459.000	1.759.698.052
Fluxos		
RCL	656.094.217.900	17.970.301.769
Receita Própria dentro da RCL	655.361.245.130	10.760.585.664
Transferências Recebidas	732.972.770	7.209.716.105
Receita Primária Total	991.113.221.104	20.401.020.477
Recita Patrimonial (Aplicações		
Fin.)	46.506.648.650	531.771.842
Despesa Primária Total	914.041.196.334	20.849.431.272
Despesa Pessoal Bruta	221.981.324.000	9.993.943.167
Despesa Pessoal Total	189.118.213.000	7.204.065.596
Investimento Liquidado	19.523.911.430	2.542.176.744
Resultado Primário	77.072.024.769	-448.410.794
Resultado Primário Meta	73.036.000.000	-1.686.862.466
Serviço da Dívida	259.397.059.610	912.585.948
Juros	141.691.425.500	550.391.472
Amortização	117.705.634.110	362.194.476
Resultado Nominal	-144.204.210.372	232.961.828
Operações de Crédito	90.450.885.420	717.931.852
Variáveis de Base		
População	201.032.714	6.323.037
PIB	4.838.000.000.000	244.239.957.000
PIB per capita	24.065	36.631

7. Anexo

Tabela 2 - Indicadores Financeiros Selecionados dos LRGs Brasileiros Avaliados					
	Receitas de fontes próprias como % das receitas operacionais	Capex como % das despesas totais	Balanco operacional como % das receitas operacionais	Balanco após capex como % das receitas totais	Carga da dívida como % das receitas operacionais
Estado de São Paulo					
2011 A	90,80	10,00	11,30	1,55	141,80
2012 A	91,50	7,53	9,12	2,43	136,00
2013 BC*	91,60	8,50	8,86	1,10	138,00
2014 BC*	91,70	9,00	8,70	0,37	141,50
Média	91,40	9,00	9,50	1,39	139,30
Estado do Rio de Janeiro					
2011 A	89,00	8,90	8,93	2,70	122,10
2012 A	89,00	9,00	3,59	(5,00)	135,00
2013 BC*	89,00	10,33	2,71	(5,80)	141,00
2014 BC*	88,80	10,34	2,49	(5,67)	140,80
Média	89,00	9,64	4,43	(3,44)	134,70
Estado de Minas Gerais					
2011 A	78,00	7,00	8,99	3,59	156,58
2012 A	78,40	6,30	8,35	4,78	154,69
2013 BC*	78,59	7,74	7,70	1,77	158,00
2014BC*	78,68	7,40	7,53	1,63	16300
Média	78,00	7,11	8,14	2,94	158,00
Estado de Santa Catarina					
2011 A	71,51	7,27	13,53	6,80	97,68
2012 A	72,39	6,26	3,28	(3,00)	98,46
2013 BC*	73,23	7,79	6,25	(1,16)	97,24
2014 BC*	73,40	7,91	6,60	(1,23)	93,98
Média	72,63	7,30	7,42	0,35	96,84
Estado do Mato Grosso					
2011 A	68,00	8,17	8,76	2,38	47,52
2012 A	70,50	8,19	11,89	5,00	41,57
2013 BC*	70,96	9,90	8,56	0,01	39,90
2014 BC*	71,06	9,97	8,22	(0,47)	39,00
Média	70,00	9,08	9,36	1,73	42,00
Estado do Paraná					
2011 A	75,94	2,83	6,18	4,62	68,46
2012 A	77,37	4,23	4,27	1,09	61,64
2013 BC*	75,50	4,72	3,48	(0,07)	61,56
2014 BC*	75,48	5,14	4,07	0,12	57,30
Média	76,00	4,23	5,10	1,44	62,24
Cidade do Rio de Janeiro					
2011 A	64,74	21,08	15,62	(5,84)	72,60
2012 A	64,23	18,96	9,12	(7,79)	69,30
2013A	64,19	15,74	12,46	(2,26)	64,00
2014 BC*	64,19	18,75	11,44	(3,85)	68,36
Média	64,30	18,63	12,16	(4,94)	68,57

A--atual. BC--nosso cenário de caso base.

Fonte: S&P (2014)



www.fgv.br/ibre

Rio de Janeiro

Rua Barão de Itambi, 60
22231-000 - Rio de Janeiro – RJ

São Paulo

Av. Paulista, 548 - 6º andar
01310-000 - São Paulo – SP