

Nota Técnica nº 001/2017/COGEP/SUDIP/STN/MF-DF¹

Assunto: Análise comparativa entre as metodologias utilizadas pelas agências de classificação de risco de crédito para os governos regionais e a metodologia da STN.

1. A presente Nota Técnica versa sobre as diferenças entre as metodologias utilizadas pelas agências de classificação de risco de crédito para a aferição das notas dos governos subnacionais e a metodologia de avaliação da capacidade de pagamento de Estados, do Distrito Federal e de Municípios, adotada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) com a finalidade de subsidiar a concessão de aval ou garantia da União em operação de crédito interna ou externa definida pela Portaria MF n.º 306/2012 e STN n.º 543/2012.

2. Conforme será explicado a seguir, as notas atribuídas aos estados para avaliação de capacidade de pagamento pela STN não se correlacionam literalmente com as notas de risco utilizadas pelas agências de rating.

I - Objetivos Metodológicos

3. O objetivo da metodologia das agências de crédito é avaliar os fatores que afetam a disposição e a capacidade de determinado ente subnacional de cumprir com suas obrigações quanto aos serviços da dívida, no prazo e em seu montante total. **A análise das agências de classificação mensura a disposição e capacidade não apenas do ente tomador de crédito, como também de todos os demais níveis de governo que eventualmente atuem no pagamento da dívida do ente local.** Nos critérios das agências, por exemplo, é considerada a garantia implícita da União, ou seja, a possibilidade de o Governo Federal honrar a dívida de um estado que não paga a sua dívida ou oferecer alívio financeiro em caso de grave desequilíbrio fiscal.

¹ Autores: José Franco Medeiros de Moraes – Subsecretário da Dívida Pública; Luiz Fernando Alves – Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública e Paulo Moreira Marques – Gerente de Relacionamento Institucional

4. Em contraste, o objetivo da metodologia estabelecida pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) é avaliar a capacidade de pagamento e de contrapartida para a concessão de aval e garantia da União em operações de crédito interna ou externa de interesse de Estado ou Município. Portanto, **não faz sentido a metodologia da STN considerar a possibilidade de qualquer tipo de apoio ou suporte adicional do Governo Federal aos entes Subnacionais.** As diferenças entre as metodologias podem ser compreendidas a partir das diferenças de seus objetivos: enquanto as agências de riscos focam na proteção do credor imediato ante o passivo financeiro dos governos locais, considerando a possibilidade do Governo Federal atuar como garantidor em última instância, a metodologia da STN prima pela sustentabilidade das relações fiscais e em última instância visa proteger o contribuinte.

5. Embora haja diferença entre os parâmetros das metodologias adotadas por cada agência em suas respectivas avaliações, as três principais agências, *Standard & Poor's Rating Services (S&P)*, *Moody's Investor Service (Moody's)* e *Fitch Ratings (Fitch)*, possuem uma estrutura de avaliação muito semelhante. Todas as agências atribuem a nota de crédito com base em uma análise individual do ente subnacional, **levando em consideração a probabilidade de suporte extraordinário do soberano em cenário de stress para os governos regionais.**

6. No processo de avaliação das agências, primeiramente mensura-se o risco idiossincrático dos governos locais diante do risco do soberano, dado que o ambiente macroeconômico e financeiro do país exerce grande influência sobre os governos locais. Após esta avaliação inicial, as agências avaliam o “*extraordinary support*”, ou seja, a probabilidade de suporte do soberano ao ente regional em cenário de *stress*, por meio de critérios objetivos e subjetivos. **A nota de crédito do ente subnacional pode refletir apenas a probabilidade de suporte do soberano nos casos em que a probabilidade de necessidade de socorro é muito alta. Nesta situação a nota de risco de crédito do ente subnacional será igual à nota do soberano.**

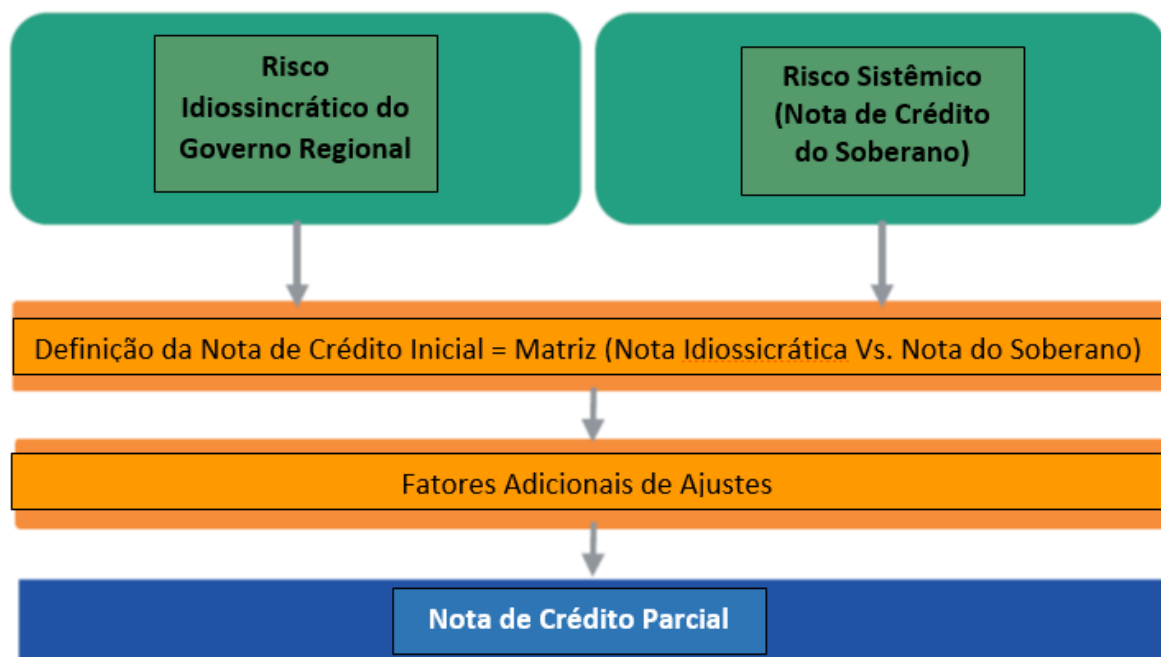
7. Essa sistemática de avaliação do risco de crédito de governos regionais fica evidente quando avaliamos a estrutura da metodologia das agências *S&P* e *Moody's*². Como

2 A escolha por apresentar a metodologia dessas duas agências, deve-se ao fato de que estas fornecem maior detalhamento dos critérios utilizados em suas avaliações

podemos observar a seguir, as metodologias das agências sempre levam em consideração a nota de crédito do soberano e a probabilidade de suporte do soberano em um evento de *stress*.

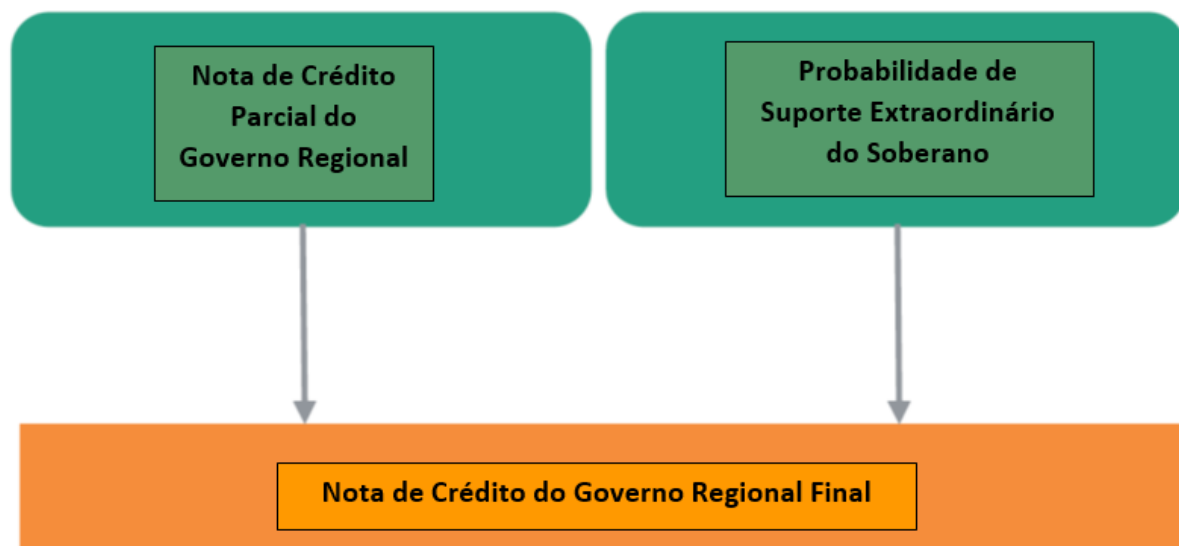
II - Metodologia da Moody's

8. Na primeira etapa de avaliação da metodologia, a *Moody's* classifica o risco idiossincrático do governo regional com base em fundamentos econômicos, estrutura institucional, **performance financeira, composição da dívida, governança e gestão financeira**. Paralelamente a essa avaliação idiossincrática do ente, a agência mensura o risco sistêmico dado o ambiente no qual todos os governos regionais estão envolvidos. O risco sistêmico é definido pela nota de risco de crédito do soberano. Uma matriz formada pelo risco idiossincrático e o risco sistêmico define uma nota inicial que pode ser ajustada por fatores adicionais, como passivos contingentes, riscos naturais, etc.



9. Num segundo momento a metodologia da *Moody's* avalia a probabilidade de suporte extraordinário do soberano em um eventual cenário de complicações econômicas do governo regional. A probabilidade de suporte é definida por vários critérios, como por exemplo, **a existência de um arcabouço legal que garanta o suporte do soberano**, o grau de fiscalização e regulação do soberano sobre o governo local, **a ocorrência recente de suporte ao ente**, entre outros. No caso do Brasil, a Lei de Responsabilidade Fiscal, LC n.º101/2000 e as Resoluções n.º 48/2007 e n.º 43/2001 do Senado Federal estabelecem critérios claros em

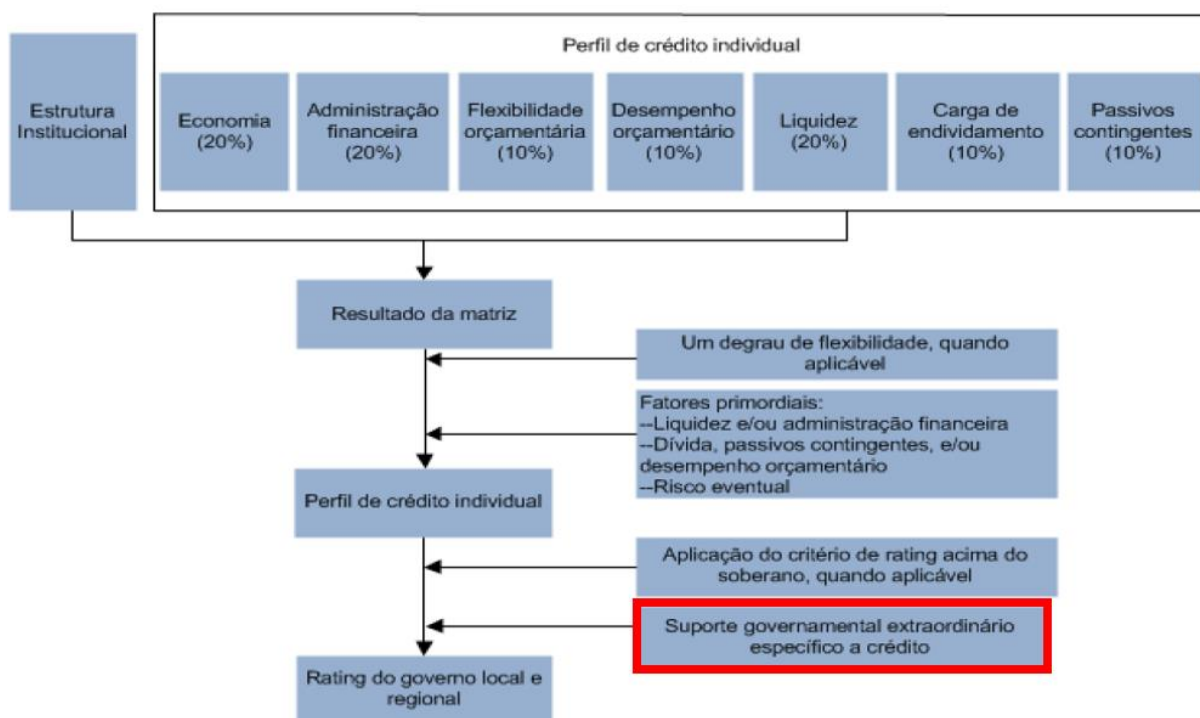
relação à concessão e execução de garantias pelo Governo Federal para operações de crédito dos governos subnacionais. Ademais, historicamente o Governo Federal tem demonstrado disposição em auxiliar os governos subnacionais em situações de dificuldade financeiras, conforme exemplificado pela Lei n.º 9.496/1997, MP n.º 2.192/2001, Lei Complementar n.º 148/2014 e Lei Complementar n.º 156/2016.



III - Metodologia da S&P

10. A *S&P* também utiliza uma metodologia semelhante à da *Moody's*, visto que também considera a probabilidade de suporte extraordinário de instâncias de governo superiores para os governos regionais. Assim como a *Moody's*, a *S&P* avalia critérios específicos no perfil de crédito individual do ente subnacional, como estrutura institucional³, economia, **administração financeira**, flexibilidade orçamentária, **desempenho orçamentário**, liquidez, **carga de endividamento** e passivos contingentes. Conforme ilustrado pela figura abaixo, após a definição da nota de crédito individual, a nota final do ente subnacional é ajustada em função da probabilidade de suporte do soberano.

³ O parâmetro estrutura institucional leva em consideração a previsibilidade da estrutura institucional na qual o ente está inserido, isto é, o equilíbrio entre despesa e receita suportado por uma estrutura institucional que garanta o equilíbrio fiscal no longo prazo e a transparência na prestação de contas. Assim, de certa forma, mesmo antes da definição da nota final, a possibilidade de acessar um suporte extraordinário do soberano para equilibrar as receitas e despesas também é preliminarmente considerada. Este parâmetro se assemelha ao risco sistêmico, utilizado na metodologia da *Moody's*.



11. O objetivo das agências ao levar em consideração a probabilidade de suporte do soberano baseia-se na necessidade de avaliar o risco de crédito dos governos locais diante de seus credores. Diferentemente da metodologia da STN, a metodologia das agências não necessariamente atenta para questões de equilíbrio fiscal ou busca resguardar o contribuinte, conquanto o credor não esteja ameaçado. A *S&P*, inclusive, deixa explícito em sua metodologia que, via de regra, a nota do soberano representa um limite superior para a nota dos governos locais⁴.

12. A correlação entre a nota de crédito atribuída pelas agências e a nota de crédito do soberano pode ser evidenciada na tabela abaixo. Entre os três estados avaliados pela *S&P*, São Paulo, Santa Catarina e Minas Gerais, podemos observar que a nota dos entes corresponde, durante quase todo o período de avaliação da agência, à nota do soberano. Isso fica claro quando observamos as datas de alteração da nota de crédito dos governos locais, dado que a alteração da nota do soberano ensejou a alteração da nota dos entes subnacionais. Por exemplo, no dia 9 de setembro de 2015 a nota de risco de crédito do soberano foi alterada de

⁴ Para a nota do governo regional ser maior que a nota do soberano a agência realiza diversos testes de estresse para avaliar se existe a possibilidade de um ente adquirir uma nota maior que a do soberano. De qualquer sorte, essa diferença sempre estará limitada a um nível acima da nota do soberano.

BBB- para BB+ e no dia 11 de setembro de 2015 a agência revisou a nota dos três estados de BBB- para BB+.

Estado	Data de Alteração da Nota do Estado	Nota de Crédito do Estado	Nota de crédito do Soberano
Santa Catarina	18/12/2012	BBB-	BBB
	11/09/2015	BB+	BB+
	18/02/2016	BB	BB
São Paulo	27/09/2010	BBB-	BBB-
	11/09/2015	BB+	BB+
	18/02/2016	BB	BB
Minas Gerais	02/07/2012	BBB-	BBB
	11/09/2015	BB+	BB+
	18/02/2016	BB-	BB
	13/12/2016	B-	BB

IV - Metodologia da STN

13. A metodologia da STN para a análise da capacidade de pagamento de governos subnacionais está estruturada em duas etapas: classificação da situação fiscal associada ao risco de crédito, tendo como parâmetros **oito indicadores econômico-financeiros**, e o enquadramento da operação pleiteada na correspondente situação fiscal, tendo como parâmetros **o indicador de nível de endividamento e o indicador de serviço da dívida de cada ente**.

14. Como podemos observar, a metodologia utilizada pela STN utiliza apenas critérios econômico-financeiros próprios do ente avaliado, como endividamento, serviços da dívida, resultado primário, despesa com pessoal, capacidade de geração de poupança própria, participação dos investimentos na despesa total, receitas tributárias nas despesas de custeio e participação das contribuições e remunerações do RPPS nas despesas previdenciárias. Todos estes parâmetros assemelham-se aos critérios utilizados pelas agências na avaliação idiossincráticas dos governos locais, porém, em função da obrigação legal da STN de observar o equilíbrio fiscal do setor público de forma consolidada, além do arcabouço vigente não

permitir tal suporte, a possibilidade de apoio financeiro do Governo Federal não deve ser considerada em sua metodologia sob o risco de fornecer incentivos inadequados com respeito à responsabilidade fiscal.

V - Conclusão

15. **Assim, ressalta-se que a metodologia adotada pela STN tem natureza e propósito distintos das agências de classificação de risco privadas e não comporta a avaliação da probabilidade de um suporte extraordinário, uma vez que, sendo a garantidora de última instância da maioria das operações de crédito interno ou externo dos entes subnacionais, comprometeria o equilíbrio fiscal da própria União.**

16. **Com o objetivo de resguardar o equilíbrio e a eficiência de seu papel como garantidora das operações de crédito dos entes subnacionais, a STN atribui em sua metodologia um peso maior para o nível de endividamento e serviço da dívida dos governos regionais. As agências de crédito, por possuírem natureza e propósitos distintos, não necessariamente atribuem a esses parâmetros o mesmo peso que a metodologia da STN.**