

# Uma proposta de mudança na taxa de juros e no índice de variação de preços aplicados nas dívidas refinanciadas dos estados brasileiros com o Governo Federal\*

Luciano Lauri Flores\*\*

Agente Fiscal do Tesouro do Estado, Mestre em Economia

## Resumo

*As condições financeiras estabelecidas nos contratos de refinanciamento das dívidas estaduais com o Governo Federal que ocorreram no final dos anos 90, sob o amparo da Lei nº 9.496/97, se foram razoáveis naquela época, hoje estão excessivamente pesadas. Isto porque uma variedade de fatores nos ambientes econômico e institucional, no Brasil, mudou substancialmente desde então, e, em geral, essas mudanças foram muito positivas. Algumas cláusulas precisam ser alteradas, a fim de evitar um desajuste financeiro contratual, para promover uma relação mais equitativa entre os níveis da Federação e para encorajar um crescimento econômico mais rápido, promovido pelos novos investimentos em infraestrutura em nível estadual. Acreditamos que, em razão das melhorias das condições fiscais e da situação dos mercados financeiros, é possível promover uma melhora nas condições dos encargos das dívidas estaduais, sem prejudicar, em essência, a conduta de responsabilidade fiscal seguida pelo País.*

**Palavras-chave:** dívidas dos estados; dívida pública; refinanciamento de dívidas.

## Abstract

*The conditions established on the refinancing contracts of debts of the Brazilian States with the federal government signed in the late 90's, under the Law 9.497/97, today are overpriced. That is because a wide range of factors in the economic and institutional environment in Brazil has changed since then, and in general, these changes were very positive. Some clauses need to be changed in order to avoid some imbalances and to encourage a faster economic growth promoted by investments in infrastructure at the state level. For this, we outlined a plan to make it possible to replace the price index and lower the interest rates applied to the contracts, based on a replacement of National Treasury bonds in the market and on a designing of an account book for the conversion of the debt of the states, then a transfer to the States of the current interest rates*

---

\* Artigo recebido em jun. 2012.  
Revisora de Língua Portuguesa: Valesca Casa Nova Nonnig.

\*\* E-mail: llflores@pro.via-rs.com.br

*practiced in the market of government securities, in replacement to the current charges, keeping fiscal responsible practices in the country.*

**Key words:** *Brazilian states' debt; public debt; debt refinancing.*

## 1 Introdução

Este artigo esboça um plano para tornar possível uma redução no custo dos serviços das dívidas estaduais refinanciadas com o Governo Federal. O Governo Federal tem condições de reduzir os encargos contratuais das dívidas dos estados, tendo em vista que o seu atual custo de captação própria, indicado pelos títulos colocados pelo Tesouro Nacional em mercado, apresenta significativa redução. Na seção 2, serão destacadas importantes mudanças nos contextos econômico e institucional brasileiros, sobretudo no âmbito do processo de ajuste fiscal do setor público, ocorrido desde a renegociação das dívidas estaduais no final da década de 90, as quais foram num sentido bastante positivo. Na seção 3, será examinado melhor por que essas e outras mudanças estão a provocar uma situação que enseja uma revisão em algumas cláusulas financeiras das dívidas dos estados. Na seção 4, será esboçado um plano que cria uma conta contábil chamada Conta de Conversão da Dívida dos Estados, que guiará uma possível transferência das atuais taxas dos títulos da dívida pública federal para as dívidas dos estados. Tal plano permitirá que os estados brasileiros possam ter um espaço ampliado para financiamentos interno e externo, a fim de aumentar os seus programas de investimentos. Ao final, são feitas algumas **Considerações finais**.

## 2 Mudanças relevantes nos ambientes econômico e institucional brasileiros

Dentre as mudanças importantes ocorridas nos ambientes econômico e institucional do País, desde a federalização das dívidas estaduais ao final dos anos 90, podemos destacar:

- a) em 1999, foi implantado o sistema de metas de inflação, como diretriz do regime de política monetária, tendo como base o Índice de

- Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A adoção do IPCA como referência para a meta de inflação pelo Governo foi um marco para a economia, pois o mesmo passou a ser aceito como o índice oficial, passando a ofuscar os índices prevalentes até então como referência nos contratos e negócios em geral;
- b) os índices de preços prevalentes até então — os Índices Gerais de Preços (IGPs) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) — passaram a sofrer diversas críticas na sociedade (ver, por exemplo, Castro (2003), Macedo (2003) e Guimarães (2011));
- c) a economia brasileira tem experimentado, na última década, um cenário macroeconômico com muito mais estabilidade. A inflação vem sendo monitorada e controlada com sucesso pelo sistema de metas. A moeda brasileira flutua de acordo com o regime de câmbio flexível, e, mesmo após a crise financeira mundial em 2008, nenhuma ameaça de crise cambial foi considerada. O País acumulou reservas internacionais de mais de US\$ 350 bilhões, segundo o Banco Central, e tem sustentado bons desempenhos na balança comercial, no crescimento da atividade econômica, na trajetória da relação dívida/Produto Interno Bruto (PIB), enquanto o desempenho fiscal melhorou em todos os níveis de governo;
- d) a percepção externa a respeito dos fundamentos da economia brasileira tem melhorado significativamente. Isso tem tornado possível ao País, por exemplo, a emissão, no exterior, de títulos soberanos denominados em reais, com custos decrescentes. Em abril de 2008, a agência de *rating* Standard & Poors elevou a classificação da dívida de longo prazo em moeda estrangeirado Brasil de BB+ para BBB-, concedendo a classificação de “grau de investimento” pela primeira vez. O aumento na classificação de crédito brasileiro para “grau de investimento” foi seguido pelas agências Fitch (maio de 2008) e Moody's (setembro de 2009);

- e) o nível da taxa de juros real da economia brasileira tem declinado substancialmente, em relação ao elevado padrão vigente no passado. Hoje, as expectativas futuras do mercado para as taxas nominais de juros e de inflação, no curto prazo, segundo o Relatório de Mercado Focus (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2012), resultam em taxas de juros reais menores que 4% ao ano. Os títulos do Tesouro Nacional referenciados pelo IPCA, as chamadas Notas do Tesouro Nacional-série B (NTN-B), de curto e de longo prazo, estão apresentando rendimentos, até o vencimento, entre 3,5% e 4,5% ao ano, conforme indicado na página na Internet do Tesouro Direto. Com base nos preços e nas taxas informados pelo Tesouro Direto, para NTN-B de diferentes prazos de vencimento — estrutura a termo —, é possível construir a curva de juros desses títulos (Gráfico 1);
- f) existem razões para acreditar que os juros reais básicos da economia brasileira possam permanecer abaixo de 5% ao ano e ainda continuar a diminuir, gradualmente, no médio e no longo prazos. Uma delas são a permanência, na economia internacional, de taxas de juros notavelmente baixas desde a eclosão da crise financeira mundial, em 2008, e a perspectiva de sua manutenção nos atuais patamares. A taxa de juros Libor encontra-se, por vários períodos, em níveis ineditamente baixos, abaixo da faixa de 1% ao ano;
- g) o programa de federalização da dívida dos estados, sob a Lei nº 9.496/97 — Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (BRASIL, 1997) —, foi muito bem-sucedido, contribuindo decisivamente para as estabilidades fiscal e econômica do País durante os últimos anos. Sob o patrocínio de programas anuais de metas de desempenho e de gestão acordados com a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), os estados passaram a engendrar consecutivos superávits fiscais (PIANCASTELLI; BOUERI, 2008);
- h) esse quadro de controle fiscal foi reforçado pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que passou a vigorar em 2000 (BRASIL, 2000). Essa lei veio patrocinar práticas fiscais mais responsáveis. Pela mesma, foram criadas regras mais rígidas para a condução fiscal de estados e municípios, foram reforçados os limites existentes para esses entes federados se financiarem via endividamento e ficou determinado o impedimento do Governo Federal de realizar qualquer novo refinanciamento de dívida de entidades subnacionais;
- i) no âmbito desse quadro, os estados brasileiros contribuíram de forma significativa para a realização de superávits nas Contas Nacionais e para o processo de estabilização macroeconômica do País. O saldo primário consolidado das 27 unidades federadas tornou-se consistentemente positivo depois de 2000 (GIAMBIAGI; BLANCO; ARDEO, 2008). Nos últimos cinco anos, os estados e municípios contribuíram com quase 30%, em média, para o saldo primário consolidado do setor governamental realizado do País. O saldo primário de estados e municípios representou 0,86% do PIB, em média, nesse período, de um resultado primário total do setor governamental consolidado de 2,94% do PIB, segundo dados do Banco Central (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010);
- j) os estados também foram inquestionavelmente bem-sucedidos na redução do crescimento de suas dívidas. A relação entre a dívida e a Receita Corrente Líquida (RCL) apresentou uma redução importante ao longo do tempo, diminuindo, no consolidado, de 1,70 em 2000 para 1,12 em 2010, como ilustra a Tabela 1. Vinte estados reduziram esse índice para abaixo de um. Nos quatro estados mais endividados da Federação — São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul —, essa relação ainda está acima de 1,5. A dívida total desses quatro estados alcança R\$ 311 bilhões, conforme a Tabela 1, e corresponde a mais de três quartos da dívida dos estados brasileiros;
- k) outra abordagem importante a ser examinada, a fim de sublinhar o processo de ajuste tomado pelos estados, é a participação na dívida líquida total do setor público. Os estados tiveram um papel fundamental na redução da relação entre a dívida e o PIB, no setor público brasileiro, nos últimos 10 anos. No período 2001-11, a dívida global do setor público caiu de 52% para 39,2% do PIB, e as dívidas dos governos estaduais diminuíram de 15,6% para 9,9% do PIB. Assim, em termos de participação no PIB, os estados brasileiros reduziram a sua dívida em cerca de um terço nesse período. Essa queda, porém, foi mais rápida em outras dívidas do que na dívida renegociada (segundo

séries temporais do Banco Central do Brasil) sob a Lei nº 9.496/97 (BRASIL, 1997);

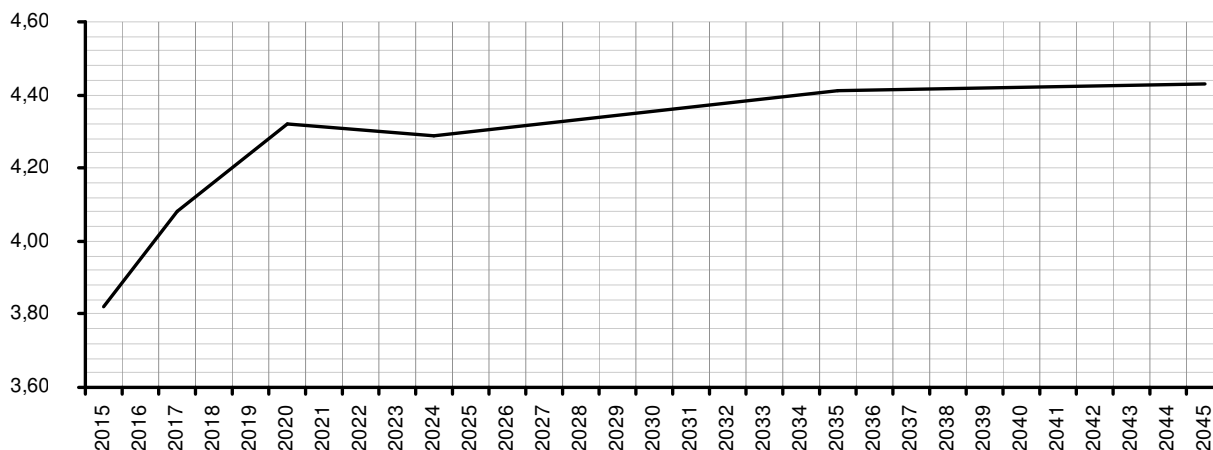
- l) todo esse processo de ajuste apresentou um lado negativo, que foi a expressiva redução nos investimentos dos Governos estaduais. Segundo Piancastelli e Boueri (2008), eles foram reduzidos de 2,2% em 1995 para 0,94% do PIB em 2006, ou seja, em mais da metade como proporção do PIB. No mesmo período, a proporção das despesas de investimento na despesa total, em nível estadual, caiu de 16,62% para 9,75%. Essa redução teria sido devida aos esforços para a realização dos pagamentos mais elevados da dívida e para a realização das metas fiscais, já que as

despesas de investimentos foram tratadas como variável de ajuste no processo.

A partir das mudanças ocorridas nos cenários econômico e institucional brasileiros, destacadas acima, somos levados a concluir que as condições dos contratos de refinanciamento das dívidas estaduais se tornaram pesadas e injustas para os estados e que, por isso, devem mudar. A seguir, comentaremos os motivos principais pelos quais as condições contratuais devem ser alteradas.

Gráfico 1

Estrutura a termo das taxas de juros dos títulos federais Notas do Tesouro Nacional-série B (NTN-B) — 2015-45



FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional (BRASIL, 2012a).

Tabela 1

Relação dívida sobre Receita Corrente Líquida (RCL) nos estados brasileiros — 2000, 2006 e 2010

| ESTADOS E MÉDIA           | DÍVIDA/RCL EM<br>2000 | DÍVIDA/RCL EM<br>2006 | 2010                 |                   |                      |
|---------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-------------------|----------------------|
|                           |                       |                       | Dívida (R\$ milhões) | RCL (R\$ milhões) | <u>Dívida</u><br>RCL |
| Acre .....                | 1,04                  | 0,52                  | 1.423                | 2.635             | 0,54                 |
| Alagoas .....             | 2,23                  | 2,22                  | 6.799                | 4.223             | 1,61                 |
| Amazonas .....            | 1,00                  | 0,33                  | 2.007                | 7.433             | 0,27                 |
| Amapá .....               | 0,05                  | 0,11                  | 449                  | 2.494             | 0,18                 |
| Bahia .....               | 1,64                  | 1,02                  | 9.057                | 17.417            | 0,52                 |
| Ceará .....               | 0,87                  | 0,60                  | 2.680                | 9.571             | 0,28                 |
| Distrito Federal .....    | 0,36                  | 0,33                  | 2.082                | 11.567            | 0,18                 |
| Espírito Santo .....      | 0,98                  | 0,34                  | 1.416                | 8.329             | 0,17                 |
| Goiás .....               | 3,13                  | 1,82                  | 13.680               | 10.523            | 1,30                 |
| Maranhão .....            | 2,58                  | 1,15                  | 4.398                | 6.766             | 0,65                 |
| Minas Gerais .....        | 1,41                  | 1,89                  | 60.499               | 33.241            | 1,82                 |
| Mato Grosso do Sul .....  | 3,10                  | 1,81                  | 6.335                | 5.193             | 1,22                 |
| Mato Grosso .....         | 2,50                  | 1,10                  | 3.928                | 7.142             | 0,55                 |
| Pará .....                | 0,57                  | 0,44                  | 2.610                | 9.000             | 0,29                 |
| Paraíba .....             | 1,53                  | 0,76                  | 1.810                | 5.028             | 0,36                 |
| Pernambuco .....          | 0,86                  | 0,67                  | 4.799                | 12.305            | 0,39                 |
| Piauí .....               | 1,73                  | 0,85                  | 2.443                | 4.524             | 0,54                 |
| Paraná .....              | 1,29                  | 1,26                  | 15.130               | 17.000            | 0,89                 |
| Rio de Janeiro .....      | 2,07                  | 1,72                  | 53.953               | 34.585            | 1,56                 |
| Rio Grande do Norte ..... | 0,71                  | 0,26                  | 1.167                | 5.557             | 0,21                 |
| Rondônia .....            | 1,11                  | 0,72                  | 2.010                | 3.722             | 0,54                 |
| Roraima .....             | 0,31                  | 0,10                  | 74                   | 1.850             | 0,04                 |
| Rio Grande do Sul .....   | 2,66                  | 2,53                  | 43.437               | 20.298            | 2,14                 |
| Santa Catarina .....      | 1,83                  | 1,09                  | 7.464                | 11.848            | 0,63                 |
| Sergipe .....             | 0,88                  | 0,57                  | 1.541                | 4.670             | 0,33                 |
| São Paulo .....           | 1,93                  | 1,89                  | 152.728              | 99.822            | 1,53                 |
| Tocantins .....           | 0,35                  | 0,13                  | 635                  | 3.969             | 0,16                 |
| Média .....               | 1,70                  | 1,43                  | 14.983               | 13.360            | 1,12                 |

FONTE: Piancastelli e Boueri (2008).

Secretaria do Tesouro Nacional (BRASIL, 2012)

### 3 Motivos pelos quais as condições contratuais devem ser alteradas

A volatilidade e a variação muito maior do Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI) em relação ao IPCA, no período de 1998 até 2011, são impressionantes — enquanto o segundo índice variou 137%, o primeiro índice variou 222%. Alguns críticos do uso do IGP como deflator argumentam que ele não tem representado bem a inflação doméstica real, tendo refletido muito os preços no mercado internacional, especialmente os preços das *commodities* de exportação.

De acordo com Paulo Rabello de Castro, em artigo na **Folha de São Paulo** (CASTRO, 2003), após

a mudança no regime cambial, em 1999, os preços no atacado foram capazes de se descolar amplamente dos preços no varejo. Para os contratos que previam o IGP como indexador, a relação tem sido perversa para a parte devedora, já que o IGP carrega em 60% a influência dos preços no atacado, estando a apresentar uma distorção importante como medida de inflação geral. Como salienta Roberto Macedo (MACEDO, 2003), as dívidas dos estados indexadas ao IGP, por exemplo, tendem a aumentar mais que as receitas fiscais.

As consequências derivadas da utilização do IGP como indexador da dívida dos estados são enormes. De acordo com um exercício numérico feito pela Divisão da Dívida Pública do Rio Grande do Sul, se fosse o IPCA, em vez do IGP-DI, o índice de correção contratual aplicado sobre a dívida do Estado com a União, considerando os pagamentos já efetuados

inalterados, haveria uma diferença de R\$ 14,8 bilhões no estoque da dívida, de modo que o saldo devedor seria, em termos percentuais, 34% menor. Isto porque o montante total da variação inflacionária seria menor, e, conseqüentemente, o total de juros aplicados também, como demonstra a Tabela 2.

Tabela 2

Correção monetária e juros anuais da dívida da Lei nº 9.496/97, calculados pelo índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI) e pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) — 1998-2011

| ANOS                | VARIACÃO ANUAL (%) |        | CORREÇÃO MONETÁRIA + JUROS DA DÍVIDA (R\$ 1.000) |            |                   |
|---------------------|--------------------|--------|--|------------|-------------------|
|                     | IGP-DI             | IPCA   | IGP-DI (A)                                       | IPCA (B)   | DIFERENÇA (A - B) |
| 1998                | 1,70               | 1,65   | 272.433  | 246.787    | 25.646            |
| 1999                | 19,98              | 8,94   | 2.489.103  | 1.669.615  | 819.488           |
| 2000                | 9,81               | 5,97   | 1.919.191  | 1.275.280  | 643.911           |
| 2001                | 10,40              | 7,67   | 2.350.243  | 1.655.782  | 694.461           |
| 2002                | 26,41              | 12,53  | 4.706.241  | 2.480.204  | 2.226.037         |
| 2003                | 7,67               | 9,30   | 2.977.836  | 2.480.135  | 497.702           |
| 2004                | 12,14              | 7,60   | 3.781.219  | 2.421.001  | 1.360.218         |
| 2005                | 1,22               | 5,69   | 2.525.964  | 2.471.091  | 54.873            |
| 2006                | 3,79               | 3,14   | 2.950.350  | 2.097.670  | 852.680           |
| 2007                | 7,89               | 4,46   | 3.505.389  | 2.052.303  | 1.453.086         |
| 2008                | 9,10               | 5,90   | 5.344.075  | 2.697.029  | 2.647.046         |
| 2009                | -1,43              | 4,31   | 1.424.475  | 2.336.607  | -912.133          |
| 2010                | 11,30              | 5,91   | 5.764.467  | 2.721.959  | 3.042.508         |
| 2011                | 5,00               | 6,50   | 4.399.940  | 3.019.696  | 1.380.244         |
| ACUMU-<br>LADO .... | 221,62             | 137,28 | 44.410.927                                       | 29.625.159 | 14.785.768        |

FONTES: Rio Grande do Sul (2010).

NOTA: Inclui a dívida do Programa de Redução da Presença do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes).

Por tudo isso, é imperativa a necessidade de substituir o IGP-DI como o índice de inflação aplicado sobre as dívidas contratuais. O IPCA poderia ser um bom sucessor do IGP-DI, pois é mais aderente à Selic e menos relacionado com os preços no atacado e os preços internacionais de *commodities*. Além disso, é um índice mais estável e não flutua tanto quanto o IGP-DI. O Governo Federal reconheceu que o IPCA é uma medida de inflação mais adequada quando, em 1999, estabeleceu o sistema de metas de inflação. Portanto, deve ser reconhecido que a substituição do índice não é um privilégio, mas destina-se a fornecer uma taxa real efetiva de juros.

O País está apresentando um cenário econômico de taxas reais de juros muito abaixo das que prevaleceram nos últimos 15 anos, com taxas tão baixas como 3% e 4% ao ano. Isso está abrindo espaço para o Tesouro Nacional reduzir o custo de financiamento do Governo, através de títulos da dívida, para níveis clara-

mente mais baixos do que o custo da dívida refinanciada dos estados com a União. Isso leva à convicção de que o Governo Federal teria os instrumentos fiscais para dar aos estados melhores condições em relação às suas dívidas contratuais. Ao oferecer isso em um plano geral de renegociação da dívida, o Governo iria desencorajar os esforços individuais e, até mesmo, inibir as pressões políticas para instituir, eventualmente, soluções particularizadas e não transparentes, sem uma avaliação das implicações no longo prazo (BLANCO, 2008).

O programa de federalização da dívida dos estados, sob a Lei nº 9.496/97 (BRASIL, 1997), foi muito bem-sucedido. Ele inaugurou uma nova era de práticas fiscais responsáveis, contribuindo, decisivamente, para a estabilidade econômica do País. O advento da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000 (BRASIL, 2000) reforçou a responsabilidade fiscal e a transparência no setor público. Nesse contexto, os municípios e estados têm contribuído, substancialmente, para o excedente do saldo primário e para a redução da dívida total do setor governamental, condições que têm ajudado na redução do juro real da economia. No entanto, ainda não foram beneficiados por uma melhora sequer nas condições de pagamento de suas dívidas.

O efeito negativo do processo de ajuste fiscal foi a significativa queda nos gastos de investimentos dos estados em projetos de infraestrutura regional. Isso configura um problema, já que o País precisa aumentar os investimentos de infraestrutura pública. O Governo Federal está gerando enormes programas de investimento sob a égide do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), e espera-se que parte disso venha de programas de investimento em nível estadual. Embora os investimentos em infraestrutura, em nível estadual, sejam muito importantes para impulsionar o crescimento econômico do País, devido à alta carga com o pagamento da dívida à qual os estados estão comprometidos, esses investimentos estão muito menores do que deveriam ser.

O Tesouro Nacional capitalizou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em montante superior a R\$ 180 bilhões, no processo de financiamento realizado entre 2008 e 2009, e o Governo tem anunciado que foi um passo crucial para manter o crédito fluindo na economia, durante e após a crise financeira global. O custo de um empréstimo do BNDES é, em geral, referenciado pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) mais uma margem de entre 1% e 2%. Esse custo é subsidiado pelo Governo, pois é inferior ao custo de mercado, bem como inferior às próprias taxas pagas pelo Tesouro para financiar a sua

dívida. Essas taxas podem ser grosseiramente comparadas ao custo dos fundos públicos para os contribuintes.

Para o Economista Geraldo Biasoto Júnior (OTTA; ANDRADE, 2010), não deveria ser aceitável restringir a capacidade dos estados para investir mais, enquanto o Governo Federal aumenta drasticamente a alocação de fundos para instituições oficiais de crédito, como o BNDES. Segundo ele, no período de dezembro de 2008 a setembro de 2010, os empréstimos desse banco cresceram de um tamanho correspondente a 1,4% para 7,4% do PIB, atingindo o valor de R\$ 254,4 bilhões. Isso significa que, em apenas menos de dois anos, esses empréstimos atingiram um montante equivalente a 75% da dívida total dos estados com a União. A decisão de aumentar as linhas de crédito do BNDES, a fim de proporcionar, principalmente para grandes empresas do setor privado, empréstimos de longo prazo com taxas abaixo das taxas de mercado, tem sido uma escolha política, mas não parece justo que, ao mesmo tempo, se continue a restringir o necessário espaço adicional para os investimentos dos estados.

## 4 Plano de conversão da dívida dos estados

Em vista da situação que descrevemos, elaboramos um plano para tornar possível a substituição do índice de preços e reduzir as taxas de juros aplicadas aos contratos de refinanciamento da dívida dos estados, com base em uma substituição de obrigações do Tesouro no mercado e na criação de uma conta contábil para essa finalidade. Esse plano pretende ser, tanto quanto possível, benéfico para o Governo Central e para os estados. Também vamos discutir, brevemente, sobre o artigo 35 da Lei de Responsabilidade Fiscal (BRASIL, 2000), que é visto como um impedimento para qualquer mudança nas cláusulas dos contratos.

O plano que esboçamos consiste, basicamente, em um programa de ajuste no cronograma de emissão dos títulos do Tesouro ligados ao IPCA e uma transferência programada, para os estados, das atuais taxas de juros praticadas no mercado de títulos do Governo Federal, em substituição aos atuais encargos, que se constituem, para a maioria dos estados, de correção pelo IGP-DI mais juros de 6% ao ano.

A dívida dos estados renegociada sob a Lei nº 9.496/97 (BRASIL, 1997) é um ativo importante no ba-

lanço do Tesouro Nacional. Essa dívida, juntamente com outros créditos do Tesouro Nacional, deve ser diminuída do valor total da dívida bruta, para resultar na chamada dívida líquida. O montante de créditos do Tesouro Nacional relacionados com a dívida dos estados sob a Lei nº 9.496/97 (BRASIL, 1997) corresponde a R\$ 361,5 bilhões, o que totaliza 9,1% do PIB, conforme dados de agosto de 2011, extraídos da página na Internet da Secretaria do Tesouro Nacional e apresentados na Tabela 3. No lado devedor, há três grupos principais que acumulam R\$ 2,479 trilhões: Dívida Mobiliária Federal em Poder do Público, Títulos Públicos Federais em Poder do Banco Central e Dívida Externa. A dívida bruta do Tesouro corresponde a R\$ 2,463 trilhões (62,3% do PIB), mas a dívida líquida, ou seja, a dívida bruta menos o total de créditos (haveres), é muito menor, correspondendo a R\$ 929,0 bilhões (23,5% do PIB).

Tabela 3

Estrutura da dívida líquida do Tesouro Nacional — ago./11

| DISCRIMINAÇÃO   | VALOR<br>(R\$ milhões) |
|---|------------------------|
| A - DÍVIDA INTERNA LÍQUIDA .....                                      | 854.025                |
| A.1 - <b>Dívida Interna</b> .....                                     | 2.387.596              |
| Dívida Mobiliária Federal em Poder do Público .....                   | 1.692.958              |
| Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) .....                            | 560.437                |
| Letras do Tesouro Nacional (LTNs) .....                               | 347.775                |
| Notas do Tesouro Nacional- série B (NTN-Bs) .....                     | 432.793                |
| Notas do Tesouro Nacional- série C (NTN-Cs) .....                     | 61.342                 |
| Notas do Tesouro Nacional- série F (NTN-Fs) .....                     | 256.328                |
| Outros Títulos .....  | 34.282                 |
| Títulos Públicos Federais em Poder do Banco Central .....             | 711.319                |
| Outros .....  | -16.680                |
| A.2 - <b>Haveres Internos</b> .....                                   | 1.533.572              |
| Disponibilidades Internas .....                                       | 402.637                |
| Créditos com Governos Subnacionais .....                              | 480.494                |
| Dívida Renegociada (Lei nº 8.727/93) .....                            | 30.521                 |
| Dívida Renegociada-Estados (Lei nº 9.496/97) .....                    | 361.508                |
| Dívida Renegociada-Municípios (MP 2.185/01) .....                     | 58.484                 |
| Outros .....  | 29.981                 |
| Créditos com Entidades Indiretas .....                                | 244.872                |
| Créditos Administrados pela STN .....                                 | 405.568                |
| B - DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA .....                                      | 75.012                 |
| B.1. - <b>Dívida Externa</b> .....                                    | 75.435                 |
| Títulos (Euro, Global US\$, Global BRL e outros) .....                | 61.025                 |
| Dívida Contratual (Multilaterais, Credores Privados e Governos) ..... | 14.410                 |
| B.2 - <b>Créditos Externos</b> .....                                  | 423                    |
| C - DÍVIDA LÍQUIDA DO TESOURO NACIONAL (A + B) .....                  | 929.037                |
| D - DÍVIDA LÍQUIDA DO TESOURO NACIONAL/PIB (%) .....                  | 23,5                   |
| E - DÍVIDA BRUTA DO TESOURO NACIONAL (A.1 + B.1) .....                | 2.463.031              |
| F - DÍVIDA BRUTA DO TESOURO NACIONAL/PIB (%) ..                       | 62,3                   |

FONTES: Secretaria do Tesouro Nacional (BRASIL, 2011).

No grupo Dívida Mobiliária Federal em Poder do Público, o Tesouro apresenta um portfólio de títulos com características diferentes, formado por três tipos principais de obrigações:

- a) Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) - títulos indexados à Selic (taxa de juros básica);
- b) Letras do Tesouro Nacional (LTNs) e Notas do Tesouro Nacional-série F (NTN-Fs) - títulos com juros prefixados;
- c) Notas do Tesouro Nacional-série B (NTN-Bs) - títulos indexados ao IPCA (títulos vinculados à inflação medida pelo IPCA).

Nossa proposta é que o Tesouro Nacional coordene os esforços na gestão da dívida mobiliária federal em um plano integrado, para tornar possível a substituição dos encargos atuais da dívida dos estados de IGP-DI mais 6% ao ano para uma remuneração equivalente à correção pelo IPCA mais juros de 4% ao ano, ou menos. Esses esforços consistem, principalmente, em um ajuste de perfil da carteira de títulos, em direção a um perfil mais vinculado ao IPCA. Nesse plano, não haveria desconto ou redução no estoque da dívida dos estados, mas uma mudança, para o futuro, do índice de inflação utilizado para a atualização monetária, bem como na taxa de juros real.

No processo de reestruturação da dívida entre 1997 e 1999, o Governo Federal colocou em prática um programa de novas emissões de obrigações do Tesouro (LFTs), em coordenação com o Banco Central, a fim de assumir títulos e dívidas contratuais dos estados brasileiros e substituí-los, em cada estado, por uma única dívida contratual. Para esse propósito, o Tesouro Nacional emitiu R\$ 115,6 bilhões em novos títulos, e um programa de emissão extraordinário logo depois, de R\$ 61,9 bilhões, foi implementado para atender ao Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária (Proes) (DIAS, 2004). Desta vez, não há necessidade de qualquer programa especial de novas emissões de títulos. Há a necessidade apenas de um ajuste na programação regular da emissão da STN, a fim de a carteira mobiliária ser movida em direção a um perfil mais ligado ao IPCA e gerar um espaço livre, onde um grau de correspondência, no âmbito ativos-passivos, satisfatório para o Tesouro Nacional seja alcançado, em um cenário no qual os encargos da dívida dos estados serão, gradualmente, convertidos para IPCA mais 4% ao ano.

Para tanto, propomos a criação de uma conta contábil, que será chamada de Conta de Conversão da Dívida dos Estados, a qual irá guiar a mudança das condições da dívida dos estados ao longo de um

período. Esta conta será constituída de uma quota de 25% do total de futuras emissões regulares de títulos da dívida pública federal no mercado interno. Assim, um quarto de cada futura emissão de títulos federais dará entrada nessa conta, até que o valor nominal da dívida refinanciada dos estados seja coberto. Isso irá fornecer ao Tesouro Nacional o tempo suficiente para pôr em prática os ajustes necessários em sua carteira de valores mobiliários.

Com base na média dos últimos 12 meses, projetamos o provável volume das futuras emissões de títulos no mercado doméstico e, conseqüentemente, o tempo necessário para formar uma conta com fundos suficientes para cobrir uma conversão integral da dívida dos estados sob a Lei nº 9.496/97 (BRASIL, 1997). Considerando uma contribuição de 25% do total das futuras emissões de títulos da dívida federal para a Conta de Conversão da Dívida dos Estados, o valor exigido correspondente seria coberto em 24,67 meses, seguindo a fórmula abaixo:

$$T = \text{Dívida} / (\text{Emissões} * \text{Contribuição}\%)$$

Onde:

T = tempo em meses;

Dívida = total da dívida refinanciada dos estados, em R\$ bilhões;

Emissões = média de emissões mensais de títulos federais, em R\$ bilhões;

Contribuição = contribuição para a conta de conversão, em percentual;

$$T = 361,5 / (58,6 * 25\%) = 24,67 \text{ meses.}$$

No final desse processo, o Tesouro Nacional irá apresentar uma carteira de dívida mais ponderada em títulos vinculados ao IPCA, abrindo espaço seguro para a mudança proposta nas condições contratuais da dívida dos estados brasileiros. Não obstante isso, nenhuma mudança no saldo nominal terá lugar, porque não haverá alteração no valor nominal das dívidas.

Uma vez que o Tesouro é capaz de obter novos fundos e proceder à rolagem de sua dívida com taxas de juros muito próximas das condições de substituição propostas para a dívida dos estados, o processo não produzirá qualquer deterioração no seu balanço. Os estados deverão continuar a cumprir todas as suas obrigações em relação aos contratos, incluindo os pagamentos limitados a um percentual de sua receita e o cumprimento das metas fiscais e de gestão acordadas no Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal (PAF), incluindo a obtenção de superávits primários e uma taxa de declínio da dívida sobre a receita.

Os estados serão beneficiados pelas condições de menor custo, que resultarão, para muitos, em



menores pagamentos, principalmente, no longo prazo, mas tudo isso devido a uma transferência de custos que o Governo Federal pode fazer por causa do melhor ambiente nos mercados de capitais e de títulos da dívida. Assim, numa visão geral, não haverá, com esse plano, desvio na conduta de responsabilidade fiscal que o País tem seguido nos últimos anos, pois nenhum ônus estará sendo transferido. Portanto, nenhuma ameaça deve ser considerada na percepção de risco do País, principalmente por investidores estrangeiros e agências de notação de crédito.

Ao propormos uma conta contábil e sugerirmos um tempo para essa conta ser completada, concedemos ao Tesouro Nacional o tempo suficiente para pôr em prática os ajustes desejáveis em sua carteira de valores mobiliários. No entanto, o Governo Federal poderia implementar a conversão dos contratos mesmo antes de iniciar os ajustes no perfil de títulos de sua dívida, porque não há nenhuma ligação formal entre a dívida contratual dos estados (crédito) e a carteira de títulos (dívida) do Governo Federal, a não ser o disposto no artigo 12 da Lei nº 9.496/97:

A receita proveniente dos pagamentos dos refinanciamentos concedidos aos estados e ao Distrito Federal, nos termos desta Lei, será integralmente utilizada para abatimento de dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional (BRASIL, 1997, p. 20249).

Assim, nenhum impedimento existe para o Governo Federal aplicar a conversão da dívida dos estados e promover os ajustes em sua carteira de títulos de dívida no período imediatamente seguinte.

Esse plano de conversão da dívida contratual dos estados está baseado na ideia de que o Governo Federal pode transferir melhores taxas de juros para os estados com base nos custos de financiamento e de rolagem atuais do Tesouro Nacional, indicados pelo presente custo de emissões de valores mobiliários, em particular, da emissão de NTN-B, cuja estrutura a termo, que dá uma boa aproximação desse custo, está ilustrada no Gráfico 1. Está também baseado na expectativa plausível e aceita pela maioria dos economistas de que as taxas de juros reais vão, provavelmente, manter a sua tendência descendente nos próximos anos. Portanto, o Governo Federal, fornecendo aos estados o custo representado pelo IPCA mais 4% ao ano, está oferecendo um custo muito próximo ao seu custo de financiamento, ou, pelo menos, um custo que deverá apresentar brevemente.

Consideramos que o Governo Federal poderia exigir dos estados, como forma de recompensa, maiores investimentos em projetos conjuntos como os do PAC, o principal programa de desenvolvimento de

infraestrutura do Governo Federal, conduzido pela Presidente Dilma Rouseff. Para esse fim, sugerimos um ajuste nas revisões do PAF, a fim de redefinir a meta sexta (relação entre despesas de investimentos e Receita Líquida Real) como um intervalo com mínimos e máximos, em vez de um valor-limite máximo.

Fazendo um balanço desse plano de conversão da dívida dos estados, consideramos que ele beneficiará as finanças dos mesmos, principalmente no longo prazo, proporcionando-lhes uma melhor perspectiva de sustentabilidade da dívida, mas também poderá trazer alguns benefícios de curto prazo importantes. O primeiro benefício será uma melhoria na sustentabilidade da dívida, possibilitando redução no valor residual esperado e encurtamento no tempo esperado para saldar a mesma. Em segundo lugar, o perfil da dívida tornar-se-á melhor, devido à redução, em pelo menos dois pontos percentuais, da taxa de juros e à mudança para um índice de inflação mais estável e menos oneroso. Isso se irá refletir em uma diminuição relevante no valor presente da dívida total e em uma redução significativa na relação do seu valor presente sobre o valor de face. Finalmente, a velocidade em que a dívida será paga vai aumentar, e a relação dívida sobre receita vai diminuir mais rapidamente, abrindo, no curto e no médio prazos, mais espaço, dentro das regras estabelecidas pelas Resoluções do Senado Federal, à contratação de novos empréstimos para investimentos. Uma capacidade de endividamento ampliada é esperada nesse processo, e, assim, uma maior capacidade de investimentos.

O Governo Federal beneficiar-se-ia em alguns aspectos importantes. Primeiramente, será possível para ele mudar o índice de um ativo importante em seu balanço para outro mais alinhado com suas preferências e adotado como índice oficial de inflação. Em segundo lugar, o plano pode ajudar a fomentar o novo ciclo de investimentos que o Governo Federal está patrocinando no País. Pela fórmula sugerida acima, de compensação através de programas de investimento conjunto, significativas despesas de investimento adicionais poderiam vir dos orçamentos dos estados. Finalmente, esse seria um plano satisfatório que o Governo Federal poderia apresentar para enfrentar prováveis pressões crescentes entre os governadores dos estados (OLIVEIRA, 2009), que reivindicam uma mudança em uma situação que é considerada injusta, mantendo a responsabilidade fiscal no setor público do Brasil.

Ocorre, atualmente, um debate em relação à Lei de Responsabilidade Fiscal (BRASIL, 2000), em

particular sobre o artigo 35, que é visto como um impeditivo para qualquer renegociação ou alteração dos contratos de dívida, porque estabelece como proibida a realização de operação de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração direta, mesmo sob a forma de refinanciamento, novação ou postergação de dívida contraída anteriormente.

O Ministério da Fazenda brasileiro entende que qualquer alteração nos contratos de refinanciamento das dívidas estaduais só pode ser possível com a alteração da LRF neste artigo. Em um discurso, durante uma audiência na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal, em três de maio de 2011 (OLIVEIRA, 2011; REUNIÃO DA COMISSÃO DE ASSUNTOS ECONÔMICOS DO SENADO FEDERAL, 2011), o Ministro Guido Mantega pareceu mostrar maior disposição do que antes para discutir mudanças nos contratos, reconheceu que o IGP não é um índice adequado e que algumas taxas, que eram pertinentes no passado, não são mais apropriadas. No entanto, indicou que qualquer ajuste nos contratos exigiria, primeiro, uma alteração na LRF. Para o Governo Federal, a LRF como é hoje impede qualquer renegociação da dívida dos estados.

Por esse e outros motivos, a alteração da LFR é um ponto que, inevitavelmente, terá que ser enfrentado em breve. Uma possível revisão da LRF contextualizar-se-á, naturalmente, dentro de um jogo político, do qual o Governo Federal poderá ter amplo interesse em participar, com a intenção, por exemplo, de negociar apoio em outras matérias de seu interesse (AGÊNCIA ESTADO, 2011; CASTRO, 2011). Nesse contexto, quanto mais os governadores dos estados engajarem-se em um trabalho de convencimento político, maiores serão as chances de uma mudança favorável nas condições das dívidas estaduais. É importante que sejam intensificados os esforços conjuntos nas comissões, como o Conselho Nacional de Política Fazendária (Confaz), para pressionar os representantes junto ao Poder Executivo e ao Congresso em favor de mudanças nos contratos de dívida, porque é uma decisão política que o Governo Federal terá de tomar.

A alteração dos contratos das dívidas estaduais com o Governo Federal, no modelo proposto neste trabalho, terá como uma importante consequência a diminuição mais acelerada da dívida em relação à receita dos estados, o que produzirá uma ampliação dos limites de endividamento.

Limites importantes estabelecidos por Resoluções do Senado estão relacionados tanto com o desempe-

no quanto com o saldo devedor e com o pagamento da dívida relativamente à receita líquida. A Resolução do Senado nº 40-2001 determina que o estado ou o município com uma relação dívida sobre receita acima de dois, ou acima de uma trajetória descendente projetada para reduzir o excesso em um quinze avos ao ano, fica proibido de contratar operações de crédito. A Resolução do Senado nº 43-2001 estabelece outras condições restritivas e outros limites para estados e municípios contratarem operações de crédito.

Assim, num cenário de dívidas convertidas pela proposta exposta neste trabalho, os estados terão espaço ampliado e crescente no curto e no médio prazos para os programas de investimentos financiados por novos empréstimos. Embora limitado, esse espaço é muito importante, já que os investimentos nesses entes federados vêm sendo comprimidos, para se atingirem os objetivos mínimos de saldo primário.

Um aspecto importante a salientar são as condições vantajosas que podem ser encontradas no mercado de crédito, na atualidade. Programas estaduais de investimentos em um amplo espectro de finalidades podem ser financiados pelo BNDES ou por instituições multilaterais, como o Banco Mundial (BIRD) ou Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), atualmente, com custos bastante favoráveis. O custo médio dos empréstimos do BNDES é TJLP mais 1% ou 2% ao ano. A carga típica de um empréstimo do Banco Mundial ou do Banco Interamericano de Desenvolvimento é taxa Libor mais um *spread* de até 2% ao ano. Os encargos de juros, nesses casos, são muito menores do que os encargos de IGP-DI mais 6% ao ano, presentemente aplicados sobre a dívida com o Governo Federal. Dessa forma, no novo cenário, os estados poderão aproveitar taxas de juros de empréstimos muito mais baixas nas economias nacional e internacional.

Cabe destacarmos que, em razão das condições favoráveis no mercado de crédito internacional e da necessidade de suavizar os pagamentos do serviço da dívida, o Estado do Rio Grande do Sul, já em 2008, conseguiu obter um empréstimo de US\$ 1,1 bilhão junto ao Banco Mundial, para uma reestruturação parcial de sua dívida extralimite (CALAZANS; FLORES, 2009).

Devido à diminuição na taxa de juros e à manutenção dos pagamentos mensais da dívida da Lei nº 9.496/97 (BRASIL, 1997), limitados a 13% da Receita Líquida Real (RLR), conforme descrito pelo plano, os estados mais endividados poderão evitar uma grande concentração de pagamentos da dívida no período 2028-38. No cenário em que o índice de inflação e a

taxa de juros são alterados para IPCA mais 4% ao ano, o saldo devedor apresenta uma trajetória de redução muito mais rápida que anteriormente, e o total do saldo residual, que será refinanciado em abril de 2028, é muito menor, gerando, dessa forma, pagamentos mais baixos no período 2028-38.

No novo cenário da dívida convertida, a relação dívida sobre Receita Líquida Real vai diminuir mais rapidamente. Tomando o exemplo do Estado do Rio Grande do Sul, a linha contínua no Gráfico 2 mostra a projeção atual da trajetória dessa relação para o período de 2011 a 2038. A linha traçada representa a projeção no cenário da dívida convertida. Nessa segunda projeção, uma relação dívida/RLR que é equivalente a um ou menos é atingida em 2022, enquanto, na projeção atual, uma relação dívida/RLR equivalente a um ou menos só é alcançada em 2027.

Portanto, no novo cenário, um espaço maior para novos empréstimos, nos próximos anos, é esperado, em comparação ao cenário atual. Esse espaço crescente de novos empréstimos ao longo do tempo, porém, ainda estará sob os limites dados pelas Resoluções do Senado. Qualquer autorização de empréstimo

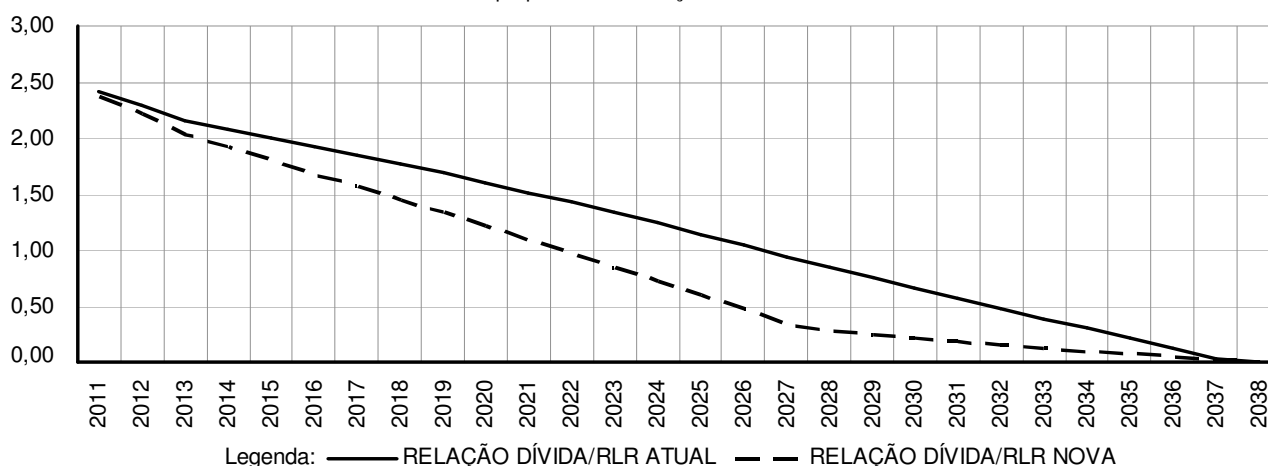
específico continuará a depender da inclusão do mesmo em um quadro específico do Programa de Reestruturação e de Ajuste Fiscal e de o estado ou município apresentar a relação dívida sobre a receita descendente.

Por causa do monitoramento da STN e da observância obrigatória ao PAF, a quantidade de novos empréstimos autorizados não deverá piorar a relação entre dívida e receita, e, partindo desse pressuposto, todos os novos empréstimos tomados nesse espaço ampliado, criado no novo cenário, tendem a trazer dois importantes resultados favoráveis:

- o estado ou município vai ter uma quantidade alargada de fundos para colocar em investimentos de infraestrutura ou outros programas de investimento que, de outra forma, não seriam possíveis;
- o perfil do *portfolio* da dívida terá melhorado, considerando-se que novas dívidas possíveis de serem tomadas atualmente apresentam encargos significativamente menores que IGP-DI mais 6%.

Gráfico 2

Projeção da relação dívida/Receita Líquida Real (RLR) no cenário atual e no cenário da proposta de mudança — 2011-38



FONTE DOS DADOS BRUTOS: Tesouro do Estado do Rio Grande do Sul (RIO GRANDE DO SUL, 2010).

## 5 Considerações finais

A melhoria das perspectivas da economia brasileira, juntamente com práticas fiscais mais responsáveis, que a Lei de Responsabilidade Fiscal tem patrocinado, está abrindo um espaço relevante para o Tesouro Nacional reduzir o custo de financiamento do Gover-

no, representado por títulos de dívida. A maioria dos economistas acredita que as taxas de juros reais, no Brasil, provavelmente, continuarão com tendência de queda nos próximos anos.

Como exposto neste trabalho, o Governo Federal pode implementar um plano para transferir as condições de menor custo, prevaletentes no mercado de

títulos do Governo, para a dívida contratual dos estados. Esse plano permitiria um ajuste nos contratos das dívidas dos estados, a fim de mudar o índice de inflação para o IPCA e diminuir a taxa de juros real para 4% ao ano, ou menos.

De acordo com o plano que traçamos neste trabalho, de uma conversão da dívida dos estados, essas unidades federadas poderão aproveitar o novo cenário de taxas de juros mais baixas nas economias nacional e internacional, enquanto preservada a conduta de responsabilidade fiscal. Em curto e médio prazos, os estados terão espaço ampliado para os projetos de investimento financiados por novos empréstimos, dentro dos limites estabelecidos pelas Resoluções do Senado. Os investimentos em infraestrutura regional executados pelos Governos estaduais, ou investimentos locais executadas pelos municípios, são tão importantes para o desenvolvimento econômico da Nação como os programas de investimentos do Governo Federal. Uma participação efetiva dos estados e municípios no PAC, liderado pelo Governo Federal, pode ser fundamental no futuro crescimento econômico das regiões brasileiras.

Uma mudança geral nos contratos das dívidas dos estados é tecnicamente possível, como tentamos mostrar, sem prejuízo do comportamento de responsabilidade fiscal no País. A alteração no índice de variação e nas taxas de juros proposta abriria um espaço importante para a ampliação dos gastos de investimentos no Brasil, gerando mais desenvolvimento econômico, em benefício do País como um todo, além de corrigir uma situação injusta que, atualmente, se configura na relação entre estados e Governo Federal.

A forma como os estados podem procurar alcançar uma mudança benéfica nos contratos da dívida é a via política, porque é uma decisão política que o Governo Federal tem de tomar. Nesse contexto, ele pode considerar interessante participar de um acordo em relação a uma mudança dos contratos da dívida dos estados, a fim de atender à pressão de governadores e obter o seu apoio em outros projetos politicamente estratégicos do seu ponto de vista.

## Referências

- AGÊNCIA ESTADO. Governo decide alterar indexador de dívida de Estados. **A Tarde on line**, Salvador, 14 jun. 2011. Disponível em: <<http://atarde.uol.com.br/noticias/5734596>>. Acesso em: 05 out. 2012.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Boletim do Banco Central**: Relatório Anual 2010. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2010>>. Acesso em: 23 out. 2012.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Mercado Focus**: 25/05/2012. 2012. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20120525.pdf>>
- BLANCO, F. **Endividamento sub-nacional no Brasil**. Brasília: [S. n.], 2008.
- BRASIL. Lei complementar n. 101, de 4 de maio de 2000. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 5 maio 2000. Seção 1, p. 1.
- BRASIL. Lei n. 9.496, de 11 de setembro de 1997. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 12 set. 1997. Seção 1, p. 20249.
- BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Consulta aos dados coletados de estados, DF e municípios pelo SISTN**. 2012. Disponível em: <[http://www.stn.fazenda.gov.br/estados\\_municipios/sistn.asp](http://www.stn.fazenda.gov.br/estados_municipios/sistn.asp)>. Acesso em: 23 out. 2012.
- BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Resultado do Tesouro Nacional**. 2011. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/resultado.asp>>. Acesso em: 23 out. 2012.
- BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. Tesouro Direto. **Preços e taxas dos títulos públicos disponíveis para compra**. 2012a. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro\\_direto/](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/)>. Acesso em: 28 maio 2012.
- CALAZANS, R. B.; FLORES, L. L. A reestruturação da dívida como instrumento de gestão fiscal no Rio Grande do Sul. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 37, n. 3, p. 97-109, 2009.
- CASTRO, P. R. de. Como Dilma pode ganhar os governadores. **Revista Época**, Rio de Janeiro, n. 665, 11 fev. 2011. Disponível em: <<http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,EMI210489-15230,00-COMO+DILMA+PODE+GANHAR+OS+GOVERNADORES.html>>. Acesso em: 23 out. 2012.
- CASTRO, P. R. de. Extingam o IGP. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p. B2, 19 mar. 2003.

DIAS, F. Á. C. **O refinanciamento dos governos subnacionais e o ajuste fiscal 1999/2003**. Brasília, DF: Consultoria Legislativa do Senado Federal, 2004. (Textos para Discussão, 17).

GIAMBIAGI, F.; BLANCO, F.; ARDEO, V. Proposta de Recriação de uma Dívida Estadual e Municipal com o Setor Financeiro Privado. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 365-398, jun. 2008.

GUIMARÃES, E. A. O indexador da dívida dos estados. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A15, 30 jun. 2011.

MACEDO, R. Por um novo IGP. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, p. 2, 27 mar. 2003.

OLIVEIRA, R. Mudança de indexador das dívidas em negociação. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A2, 05 maio 2011.

OLIVEIRA, R. Queda da Selic pode forçar revisão de acordos de dívidas dos estados. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, p. A4, 17 mar. 2009.

OTTA, L. A.; ANDRADE, R. Estoque da dívida de estados com união reproduz financiamentos impagáveis. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, p. A4, 29 nov. 2010.

PIANCASTELLI, M.; BOUERI, R. **Dívida dos estados 10 anos depois**. Rio de Janeiro: IPEA, 2008. (Texto para Discussão IPEA, n. 1366).

REUNIÃO DA COMISSÃO DE ASSUNTOS ECONÔMICOS DO SENADO FEDERAL, 12., 3 maio 2011, Brasília, DF. **Ata...** Brasília, DF: 2011. Disponível em: <<http://www19.senado.gov.br/sdleg-getter/public/getDocument?docverid=19d40bcd-788f-40a8-97f3-0e77a3cb2106>>. Acesso em: 05 out. 2012.

RIO GRANDE DO SUL. Secretaria da Fazenda. **Dívida Pública Estadual**: relatório anual 2010. Porto Alegre: SEFAZ, 2011. Disponível em: <[https://www.sefaz.rs.gov.br/Site/MontaMenu.aspx?MenuAlias=m\\_div\\_pub\\_dow](https://www.sefaz.rs.gov.br/Site/MontaMenu.aspx?MenuAlias=m_div_pub_dow)>. Acesso em: 23 out. 2012.

