

A gestão da dívida mobiliária federal e sua inserção no Real¹

Leonardo Luis Calixto²

Introdução

A partir do final dos anos 1980 e no transcorrer da década de 1990, variados países adotaram estruturas de administração da dívida pública diferenciadas. Paralelo à isto, foi possível verificar progressiva sofisticação de técnicas e instrumentos empregados para a gestão do endividamento dos governos nacionais. Estas mudanças introduziram novos formatos de relacionamento institucional para os governos, em especial no que se refere ao relacionamento entre a instituição encarregada da administração da dívida pública e o Banco Central, assim como tiveram efeitos sobre os arranjos para a condução das políticas monetárias e de dívida pública. Do ponto de vista da confecção de políticas econômicas, as novas técnicas e instrumentos ampliaram o leque de possibilidades de atuação dos governos.

O transcorrer desse processo pode ser entendido como parte de uma mudança conceitual referente à administração da dívida pública. A organização institucional e as técnicas utilizadas no financiamento público passam a valer-se de práticas adaptadas do modo de atuação dos agentes financeiros privados, envolvendo técnicas de administração de risco. Este enfoque contrasta com o modo tradicionalmente passivo de condução do endividamento público, caracterizado por contrair obrigações e zelar pelo seu cumprimento de forma

(1) O presente trabalho faz parte de um estudo mais amplo que o autor está desenvolvendo a respeito do processo de endividamento federal por títulos públicos após o Plano Real (*Aspectos da administração da dívida pública: o caso do Brasil pós-Plano Real*), sendo promovido com o apoio do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), sob a orientação do Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato.

(2) Graduando – 2º ano (Unicamp – Instituto de Economia).

burocrática. E, como aspecto mais importante, essa nova abordagem coloca ênfase sobre o caráter estratégico da dinâmica do endividamento público para a confecção e a condução de políticas econômicas nacionais em um ambiente de maior integração entre os mercados financeiros mundiais.

A partir da implementação do Plano Real, as políticas fiscal, monetária e cambial estão sujeitas a novas restrições e têm o impacto sobre a dívida pública modificado. Nesse contexto, no qual o Brasil se insere, o presente artigo se propõe a alcançar dois objetivos. Primeiramente o de demonstrar que a administração da dívida pública brasileira se adequa a uma estratégia de política econômica assumida pelo governo, sem a intenção de fazer quaisquer julgamentos sobre a eficácia de tal política. Posteriormente pretende-se demonstrar que a política de gastos públicos, vale dizer os gastos correntes do governo, de maneira alguma é responsável isolada pelo aumento da dívida mobiliária a partir do Real.

Para tanto, o artigo estará dividido em 3 partes. A primeira descreve as políticas assumidas pelo Real, tendo em mente mostrar aspectos que serão relevantes para a discussão a qual o texto se propõe, na segunda parte. Esta, por sua vez, fará uma análise a respeito dos reflexos de tais políticas sobre o comportamento da dívida mobiliária federal, procurando enfatizar suas bases fiscais. Por fim, sendo apresentada uma conclusão.

1 O Plano Real e suas políticas

A administração da dívida mobiliária federal interna após o Real apresenta aspectos peculiares e, em certa medida, completamente adversos aos métodos adotados em períodos imediatamente anteriores. Essas mudanças estão ligadas à própria implantação do Plano e suas políticas assumidas; e, conjuntamente, é oportuno citar os novos arranjos institucionais entre os órgãos encarregados pelas emissões de títulos da dívida pública, quais sejam: Banco Central e o Tesouro Nacional.

Portanto, como ponto de partida da discussão, é procedente começarmos a análise das políticas monetária, cambial e fiscal para, posteriormente, traçarmos seus reflexos sobre o comportamento da dívida pública.

1.1 Ancoragem monetária e sua metamorfose

Nos primeiros meses do Real, a preocupação primordial do governo era manter sob controle um possível processo de forte recrudescimento da demanda interna que poderia ser propiciada pela estabilização monetária e o conseqüente fim da inflação, advindo assim pressões sobre o nível geral de preços. Como medida, o governo buscou saídas num regime de severo controle da base monetária,³ porquanto, uso da ancoragem monetária.⁴ Através da implementação dos instrumentos de política monetária, estabeleceu-se que a emissão de reais não poderia ultrapassar R\$ 7,5 bilhões até setembro de 1994, R\$ 8,5 bilhões até 31 de dezembro de 1994 e R\$ 9,5 bilhões até março de 1995.

Para tanto, essa medida foi seguida de uma forte elevação na taxa de juros interna com o intuito de promover uma apreciação no câmbio e assim criar uma componente externa que pudesse manter a inflação sobre controle. A lógica dos juros altos e apreciação do câmbio é inserida na presença de mobilidade internacional de capitais e na retirada do Banco Central do mercado de câmbio. O resultado foi um aumento do já elevado superávit na conta de capitais e excesso de oferta de divisas no mercado de câmbio.

A recomposição da demanda por moeda acabaria sendo mais rápida do que previra o governo na época da introdução do real. Os tetos de expansão da base monetária passaram então por sucessivas revisões e redefinições. Na prática, acabaram sendo relegados a segundo plano, alguns meses mais tarde, sem que isso tivesse impacto adverso perceptível sobre o andamento do programa de estabilização.

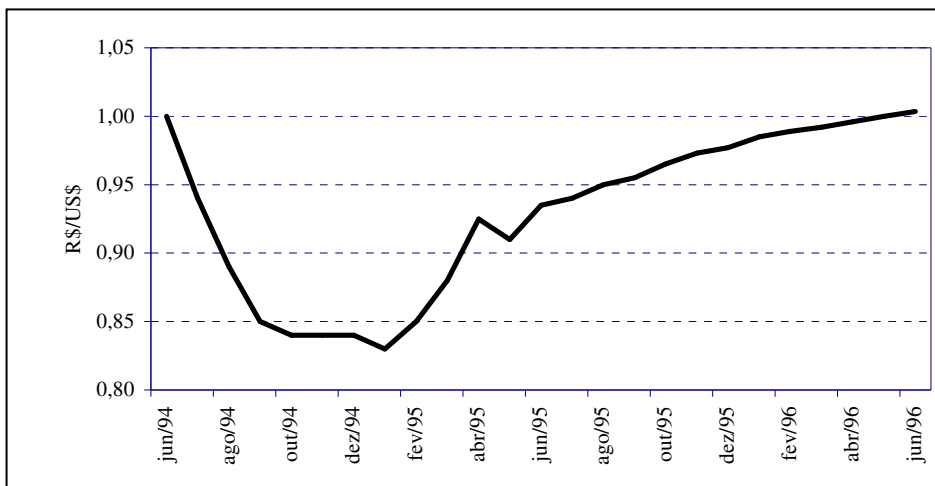
(3) Refere-se ao conceito ampliado (M4).

(4) A ancoragem monetária, a serviço do controle da elevação de demanda que se verificou após o Real, estabelece limites de expansão da base, com a fixação de tetos que devem ser seguidos pela política econômica.

1.2 O câmbio apreciado e a maxidesvalorização

O câmbio apreciado frente ao dólar era uma política deliberada por parte do Banco Central. Era consensual que os fundamentos básicos⁵ da estabilização, pelo menos em seu início, deveriam ser sobrepujados pela taxa de câmbio valorizada. Isso pode ser notado pelo Gráfico 1, que descreve a evolução do valor do real ante ao dólar durante os primeiros dois anos de Plano.

Gráfico 1
Taxa de câmbio (R\$/US\$)



Fonte: Bacha (1997).

Com uma paridade do real sobrevalorizada em relação à moeda americana, os preceitos para atingir com êxito um forte controle do processo inflacionário estavam lançados. Isso é explicado pelo fato do câmbio agir como um componente externo e que, estando valorizado, contribuiria para a entrada de produtos importados que concorreria com os nacionais. Paralelamente à apreciação do câmbio, a mobilidade internacional de capitais permitiu essa

(5) Os fundamentos básicos da estabilização dizem respeito ao controle das contas públicas (ajuste fiscal), e ao equilíbrio das contas externas.

assimilação de postura (do câmbio sobrevalorizado) por parte do governo, uma vez que aqueles viram-se cada vez mais atraídos pela política de juros praticada pelo Banco Central e pela redução dos juros nos países desenvolvidos, o que acarretou, em grande parte, a elevação da liquidez internacional.

Um aspecto fundamental seguido pelas políticas do BC era a sua não intervenção sobre o mercado de câmbio. Este era determinado pelas livres forças do mercado, propiciado pelos mecanismos de oferta e demanda de divisas existentes no país. Pode-se dizer que essa política vigorou – apenas com pequenas alterações – até início de 1999. A primeira alteração na política cambial ocorre depois da crise mexicana de dezembro de 1994. Visando evitar uma excessiva fuga de capitais e manter o câmbio ainda valorizado, o governo promove uma elevação das taxas de juros e, paralelamente, instaura um regime de bandas assimétricas para o câmbio.⁶

A partir de janeiro de 1999, frente à decretação da moratória russa e do clima de instabilidade financeira nos mercados emergentes, o governo altera a política cambial, abandonando o regime de bandas e adotando um sistema de livre flutuação dessa taxa, promovendo a desvalorização do real. Essa mudança de concepção na conduta cambial, como veremos posteriormente, serviu de primeiro passo para alterações consistentes e impactantes nos juros internos.

1.3 Fundamentos fiscais do Real

A política cambial e a política de comércio exterior (já que o câmbio valorizado estimulava a entrada de produtos importados que concorreriam com os nacionais) foram colocadas a serviço dos propósitos de curto prazo da estabilização monetária. A âncora monetária e os constantes apelos e exaltações frente à necessidade do ajustamento das contas públicas entravam de forma a não se encaixar nos preceitos requeridos para uma estabilização.

(6) Nos termos da banda assimétrica, o Banco Central se comprometia a não deixar a paridade do real com o dólar ultrapassar 1:1 fazendo intervenções no mercado de câmbio. Caso o câmbio apresentasse tendência à apreciação, este era deixado ser determinado pelas livres forças do mercado.

O fato da política fiscal não se adequar aos fundamentos propostos pela estabilização correlaciona-se aos problemas internos provocados pelas políticas de ajuste e financiamento dos desequilíbrios externo engendrados pelo Plano Real. Desde o início o Real contou com um crescimento impressionante da demanda interna assim como uma deterioração dos fundamentos externos (balanço de pagamentos). Ambos fatores exigiram uma rápida resposta por parte do governo.

Em fins de 1994 e início de 1995, o governo lançou um pacote de medidas visando à contenção da demanda (uma forte demanda interna poderia gerar pressões inflacionárias) e o financiamento dos desequilíbrios externos. Nessas situações, adotaram-se medidas de contenção acelerada do consumo interno, principalmente de bens de consumo duráveis, e, paralelamente, mecanismos que surtiram efeitos sobre a atração de recursos externos a fim de equilibrar nosso balanço de pagamentos, que se mostrava altamente deficitário e poderia, se mantida essa tendência negativa, comprometer os fundamentos externos do Real.

Grosso modo, essas medidas refletiram em uma forte elevação da taxa de juros que, combinadas à expressiva sobrevalorização cambial com abertura às importações, tiveram efeitos negativos sobre as empresas brasileiras. O resultado foi uma onda de inadimplência que terminou por provocar forte abalo no sistema bancário.⁷ Nesse sentido, no segundo semestre de 1995 o Banco Central, através de um esquema para a aquisição dos bancos em dificuldades pelos bancos privados, que envolvia ajuda monetária (o Proer), promoveu assistência financeira aos bancos, o que refletiu na expansão da dívida pública.

Naturalmente, o setor público também sentiu os efeitos de forma acentuada em decorrência do desequilíbrio das contas externas. A recessão no final de 1995 afetou adversamente a receita tributária e elevou os saques do FGTS e despesas com o seguro desemprego. A política de juros altos ampliou

(7) Foram os casos de dois dos maiores bancos comerciais do País (Econômico e o Nacional), onde o Banco Central se viu obrigado a intervir. Desde julho de 1994 os bancos comerciais brasileiros haviam procurado se adaptar à queda dos ganhos associados à inflação com o aumento das tarifas bancárias e, especialmente, com a rápida expansão das políticas de crédito. Assim, as restrições impostas ao crédito bancário e o aumento da inadimplência provocaram forte deterioração da qualidade dos ativos bancários.

substancialmente o custo da dívida de curto prazo do Tesouro. As dificuldades de refinanciamento das dívidas mobiliárias estaduais e municipais acabaram levando a que o Banco Central absorvesse grande parte desses papéis, substituindo-os por títulos federais.

Em consequência desses e outros fatores, os resultados consolidados do setor público acusaram forte deterioração ao longo de 1995. O superávit primário diminuiu de 5,16% do PIB em 1994 para 0,37% do PIB em 1995 (Tabela 1). Nesse período, a carga de juros reais sobre as dívidas interna e externa aumentou de 3,82% para 5,36% do PIB. Assim, o resultado operacional do setor público passou de um superávit de 1,34% do PIB em 1994 para um déficit de 4,99% em 1995. No primeiro semestre de 1996, a situação fiscal continuou problemática, a despeito da queda das taxas de juro incidentes sobre a dívida pública, do congelamento dos salários do funcionalismo federal e de reajustes inferiores à inflação para o salário mínimo e os benefícios previdenciários (Batista, 1997).

Tabela 1
Resultado nominal, operacional, primário e despesa com juros do setor público
1992/95

		Em % do PIB			
Período		Déficit nominal	Déficit operacional	Juros reais	Déficit primário
1992		44,14	2,21	4,53	-2,32
1993		58,41	-0,25	2,39	-2,64
1994		44,41	-1,34	3,82	-5,16
1995	1º semestre ano	5,49	2,33	4,53	-2,2
	ano	7,34	4,99	5,36	-0,37

(+) Déficit (-) Superávit

Fonte: Banco Central do Brasil/Batista (1997).

A partir de 1998, dentro do contexto do contágio da crise do sudeste asiático, o governo federal assina com o Fundo Monetário Internacional um conjunto de intenções onde há a explicitação de compromissos fiscais a serem seguidos. Foi um passo fundamental rumo à disciplina fiscal na qual hoje convivemos, institucionalizada pela Lei de Responsabilidade Fiscal.

De acordo com a Tabela 2, vemos a substancial modificação no resultado primário do governo federal, refletindo de maneira vigorosa o empenho do país no cumprimento de suas metas fiscais. Em questão de um ano, o superávit saiu de R\$ 5,5 bilhões em fins de 1998, atingindo expressivos R\$ 21 bilhões em 1999 com tendência à manutenção dessa meta.

Tabela 2
Resultado primário do Governo Federal

Anos	Valor em R\$ milhões
1997	2.453
1998	5.584
1999	21.000
2000	21.613

Fonte: Banco Central do Brasil.

Assim sendo, os fundamentos fiscais imediatamente anteriores à implementação do Real não serviriam como arma consistente para o programa de estabilização em seu início. Servindo até, em princípio, como um argumento parcial para demonstrar a evolução da dívida pré-Real, visto que existem outros determinantes relacionados à política econômica que foi operada até então (1994). Mas a partir de 1998, como se demonstrará, os fundamentos fiscais não são condizentes com a evolução do estoque da dívida mobiliária, sendo esta explicada através de um contexto mais amplo de política econômica.

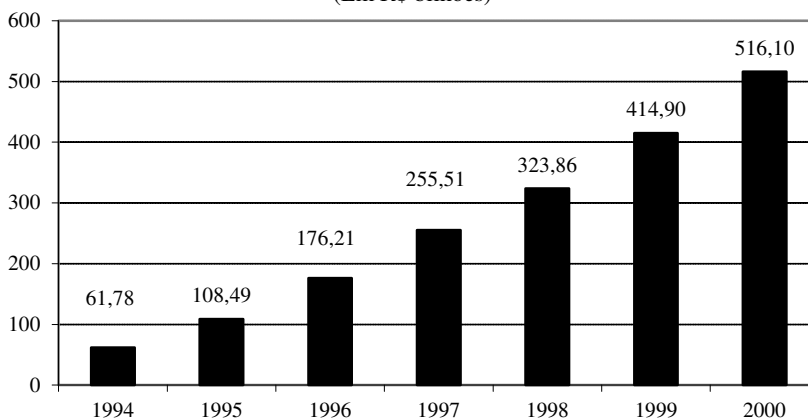
2 A Dívida Mobiliária Federal (DMF) e as políticas do Real

Depois dessa breve resenha sobre as políticas a que conduziu o Plano Real, partiremos agora para seus reflexos imediatos sobre o montante da dívida pública enfatizando, como já mencionado, a relação de não causalidade exclusiva dos parâmetros fiscais do governo federal sobre a evolução do endividamento público. Ao longo da discussão será levantada uma gama de justificativas que ajudam a esclarecer o comportamento da dívida mobiliária federal (daqui em diante DMF).

2.1 A evolução da DMF

O Gráfico 2, mostrado a seguir, apresenta a evolução da dívida após o Plano Real. Em 1995, a dívida atingiu o valor de R\$ 108,5 bilhões, o que representou um crescimento de 75,4% em relação ao ano anterior. No ano seguinte, o crescimento foi de 62,4 %; e em 1997 houve um incremento de 45% sobre o montante relativo ao ano de 1996. Essa expressiva expansão foi resultado da utilização da dívida mobiliária como instrumento para esterilizar a base monetária que apresentava uma trajetória acentuadamente ascendente. A expansão da base monetária está relacionada com a entrada de dólares no país promovida pelo diferencial de juros entre o Brasil e os Estados Unidos, dentro de um contexto de grande liquidez internacional. Essa entrada de dólares⁸ pressupunha a utilização de títulos públicos como método para controlar a liquidez interna e, conseqüente, a evolução da demanda.

Gráfico 2
Evolução do estoque da Dívida Mobiliária Federal
(Em R\$ bilhões)



Obs.: Os números do Tesouro são ligeiramente diferentes por conta de diferenças entre os critérios de contabilidade.

Fonte: *Boletim do Banco Central do Brasil*.

(8) No Brasil não é permitido investimentos em dólar. Assim, a entrada de dólar deveria ser necessariamente convertida na moeda local, o que indubitavelmente acarretava a expansão da base monetária. Em níveis indesejáveis, essa expansão da base monetária poderia provocar a volta da inflação.

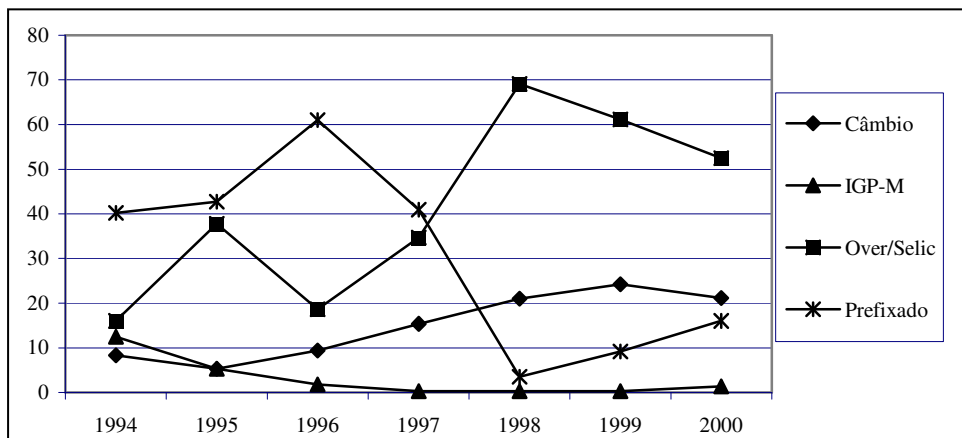
No ano de 1998 verificou-se uma progressiva flexibilização da política cambial o que culminou, em 1999, com a efetiva desvalorização do Real. Num quadro de forte depreciação da moeda, a política de juros altos seguida pelo Banco Central foi paulatinamente sendo guiada no sentido da redução da taxa básica de juros (Selic). Dessa forma, o ritmo de evolução da dívida perdeu intensidade, mostrando nos anos de 1999 e 2000, taxas de 28,1% e 24,3%, respectivamente.

2.2 A composição da DMF

A distribuição da DMF pelos principais tipos de títulos, a partir de 1994, mostra-se assim configurada (Gráfico 3). A análise das variações desse gráfico apresenta uma gama de acontecimentos econômicos que se sucederam após o Real e que transmitem, de certa forma, o grau de confiança dos agentes, pois estes apresentarão suas expectativas de acordo com a condução da política econômica assumida pelo governo. Pelo mesmo gráfico vê-se que os títulos prefixados sofrem, a partir de 1996, uma substancial queda em sua participação sobre o montante da dívida, atingindo em fins de 1998, a participação de 3,5% (em 1996 era de 61%). Os títulos pós-fixados, no mesmo período, atingiram o patamar de 69,1% sobre o total da dívida (em 1994 era de 16%). Essas alterações são, em grande parte, reflexos das crises internacionais sobre a economia brasileira; reflexos estes que promovem instabilidade na movimentação de capitais dos países emergentes, forçando o governo a elevar os juros para reter esses recursos (tornando os títulos indexados à Selic mais atraentes).

Com a crise da Ásia em 1997, o grau de confiança dos investidores no país foi abalado, o que os fizeram migrar para investimentos mais seguros. Portanto, diante dessa situação, passaram a exigir prêmios cada vez maiores para os papéis prefixados do governo ou, paralelamente a isso, optaram por títulos pós-fixados cuja rentabilidade é corrigida por algum tipo de indexador (Selic, câmbio ou índice de preços), o que os tornam mais seguros.

Gráfico 3
Participação percentual por indexador



Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (Vários anos).

Em linhas gerais, essas mudanças estão relacionadas às condições macroeconômicas do país. Sendo um reflexo de como o mercado está avaliando a condução da política econômica, ou seja, diz respeito ao risco que estes correm de não receberem seus investimentos na forma de rendimentos dos títulos da dívida em poder do público.

2.3 Saldo da DMF

Neste tópico, analisar-se-á de forma um pouco mais detida os determinantes monetário, cambial e fiscal que tiveram forte impacto sobre o saldo da dívida. Embora não sendo do âmbito deste artigo, mas é importante salientar o papel relevante que as crises financeiras internacionais tiveram sobre a trajetória de ascendência da DMF, contribuindo em grande parte (até mesmo mais que os determinantes de natureza endógena) para a explicação do comportamento do endividamento público.

Grosso modo, a política cambial seguida pelo Real até o início de 1999, quando ocorreu a desvalorização da moeda, não teve impacto significativo

sobre a trajetória da dívida. De julho de 1994, quando o Real foi introduzido, até fins de 1998, a desvalorização da moeda frente ao dólar atingiu, em termos nominais, aproximadamente 30%.⁹ Nesse ínterim, o saldo da dívida atingiu o montante de R\$ 323 bilhões no final de 1998, representando um considerável acréscimo ao saldo de dezembro de 1994, quando este era de R\$ 61,8 bilhões (Gráfico 2).

A partir desse período, o impacto da desvalorização se fez sentir no comportamento da dívida, representando em grande parte sua evolução. Desde 1996, os títulos da dívida indexados pelo câmbio apresentavam uma tendência constante, embora não muito acentuada, de maior participação sobre a montante da DMF. Quando ocorreu a maxidesvalorização em janeiro de 1999, tendo como mecanismo indutor os reflexos da crise da Rússia, a dívida pública sentiu de forma preocupante os percalços dessa lógica. Na eclosão da alteração da política cambial, os títulos atrelados ao dólar representavam aproximadamente 24,3% de todos os títulos que compunham a DMF. Em 2000 a baixa em sua participação foi discreta, o que torna a dívida pública altamente vulnerável às variações cambiais, vale dizer, aos desajustes de nosso setor externo.

Com respeito à política monetária, os efeitos sobre a dívida também foram acentuados e se encaixa, como dito anteriormente, à lógica de combate à inflação e, *pari passu*, aos acontecimentos externos a que ficamos vulneráveis desde a crise da desvalorização do peso mexicano, em dezembro de 1994.

A política de juros altos seguida pelo Banco Central é decisiva para explicar o saldo do endividamento na medida em que a taxa Selic é um fundamental indexador da dívida e teve sua participação substancialmente alterada desde 1996 (Gráfico 3). A partir desse ano a dívida indexada à Selic partiu de 19% para 60,5% de participação sobre o total de títulos que integram a DMF. Dessa expressiva participação tira-se a conclusão de que a dívida reflete de forma direta os caminhos seguidos pela política monetária. Nesse intervalo em questão, qual seja, de 1996 à 1998, conhecemos uma rígida política de juros que significou a manutenção em patamares elevados da taxa básica de juro da economia, que corrige os títulos públicos. A manutenção desses patamares se

(9) Cf. Batista (1997). Baseado em dados do Banco Central.

adequa ao contexto de crises financeiras que assolou economias emergentes da Ásia e da América Latina, inclusive o Brasil, em 1999. Esse contexto se insere na forte dependência das regiões acima citadas dos fluxos internacionais de capitais como mecanismo de financiamento de seus balanços de pagamentos. Diante disso, são levados a implementar juros que propiciem rendimentos atrativos a esses capitais altamente voláteis. Assim contribuindo para manter os capitais externos dentro do país e financiar seu setor externo.

A partir de 1999, com a mudança do regime cambial, passamos a conviver com uma política mais flexível de juros, demonstrando consistentes tendências de queda. No entanto, o impacto sobre a dívida não foi significativo. Ainda convivemos com resíduos das políticas seguidas anteriormente, o que significa a emissão de títulos da dívida servindo para esterilizar os impactos monetários gerados pela atração dos capitais externos.

Por fim, vale mencionar os determinantes fiscais e suas causalidades sobre a DMF. Nesse sentido, as Tabelas 1 e 2 são conclusivas com respeito ao baixo grau de “contágio” dos fundamentos fiscais sobre a dívida pública. Levando em consideração o balanço primário do governo, não se consegue estabelecer ou verificar nenhuma relação explícita entre seu comportamento e o incremento do estoque da DMF.

Nos anos de 1994 e 1995, o superávit primário do governo federal foi de 5,16 % do PIB para reduzidos 0,37% do PIB. Apesar dessa variação expressiva, não se verifica nenhuma tendência explosiva no comportamento dos anos posteriores (Gráfico 2). A partir de 1998, com a assinatura de compromissos fiscais (não somente esses) com o Fundo Monetário Internacional, as metas fiscais sofreram um profundo choque de reestruturação institucional, contribuindo de forma satisfatória para um cumprimento continuado e sustentado da disciplina fiscal. Portanto, o impacto do desempenho dos gastos públicos sobre a DMF foi reduzido e não nos ajudam a compreender de forma exata e realista o comportamento desta. Para tanto, é necessária uma análise levando em consideração um contexto mais abrangente de políticas seguidas pelo Real juntamente, como um aspecto determinante, os reflexos das crises financeiras internacionais e o seu corolário contágio sobre a economia nacional.

Conclusão

Nos limites deste artigo tentou-se uma exposição concisa a respeito dos determinantes da evolução da Dívida Mobiliária Federal levando em consideração sua inserção no Plano Real. Para tanto, o texto atingiu um nível de simplificação que talvez não impeça um primeiro entendimento do assunto.

Partindo de uma nova concepção de gestão da dívida pública (levantada logo na introdução), esta ficou sujeita às limitações da política econômica implementada pelo governo. Assim, a administração do caso brasileiro seguiu a lógica das políticas adotadas pelo plano de estabilização, as quais foram explicitadas acima.

Posteriormente, o comportamento da dívida ficou atrelado às mudanças de condução de políticas. Objetivamente, essas mudanças foram em grande parte acontecendo em decorrência do *efeito contágio* das crises financeiras internacionais do México (1995), do sudeste asiático (1997), da Rússia (1998) e do próprio processo de evolução do Plano Real. Com certeza, suas influências tiveram implicações substanciais sobre a condução da dívida pública, uma vez que estamos atingindo um grau de integração e inserção econômica nunca antes vistos.

Procurou-se demonstrar como os aspectos fiscais do Real não foram significativos no que tange à uma explicação razoável para o crescimento da DMF, cabendo esta explicação a uma gama de acontecimentos que combinam uma lógica externa com fatos de política econômica seguidos domesticamente. Em suma, o crescimento da DMF é, fundamentalmente, explicado pelas políticas cambial e monetária adotadas após o Plano Real.

Para finalizar, é oportuno salientar um fundamental aspecto da estrutura de administração da dívida dos governos nacionais. Pelo que foi visto até aqui, de forma alguma, o volume da dívida em si se mostra como parâmetro mais relevante para averiguar os empecilhos (ou estímulos) ao desenvolvimento econômico de um país. Em primeiro lugar, deve-se voltar para a análise de como se dá o financiamento dessa dívida, sua estrutura de custos e prazos, ou seja, verificar sua sustentabilidade no longo prazo, sem que esta venha a

ameaçar o potencial de crescimento da economia. Assim, a administração do endividamento público não deve se voltar para o simples ordenamento burocrático, caracterizado pela forma passiva de sua condução. O endividamento deve se atrelar a um contexto mais amplo de política econômica conduzida pelos governos nacionais.

No nosso caso, essa relação atingiu 48,5% do PIB em fins de 2000, no entanto não apresentamos ainda uma estrutura confortável de gestão da DMF. Isso é verificado pela excessiva participação de títulos indexados à Selic no total da dívida, o que nos coloca numa posição de constantes alterações da credibilidade da gestão da dívida.

Sendo assim, uma administração ótima da DMF exige como condição *sine qua non*, a necessária passagem por um ajuste estrutural de longo prazo em nossas contas, tanto interna como externa, como mecanismo primeiro para se atingir um desenvolvimento sustentável e condizente com nossas potencialidades de crescimento do produto.

Bibliografia

a) Publicações periódicas

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília – Vários anos.

NOTAS PARA IMPRENSA, Brasília: Banco Central do Brasil, vários anos.

b) Livros e teses

BACHA, Edmar L. O Plano Real: uma avaliação preliminar. *Revista do BNDDES*, Rio de Janeiro, n. 3, jun. 1995.

_____. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, Aloízio (Org). *Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas, SP: Unicamp. IE, 1997.

BATISTA JÚNIOR, Paulo N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, São Paulo, n. 10, p. 129-197, 1997.

BEVILAQUA, A. S., GARCIA, M. G. P. *Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead*. Rio de Janeiro: PUC, 1999. 49p.

- BLANCHARD, Olivier J. *Macroeconomia: teoria e política econômica*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. cap. 29.
- FRANCO, Gustavo H. B. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995. 358p.
- GIAMBIAGI, Fábio, MOREIRA, Maurício M. (Org.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. 2v.
- _____. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 380p.
- LLUSSÁ, F. A. J. *Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil*. São Paulo: EAESP/FGV, 1997. 117p. (Dissertação, Mestrado em Economia).
- MOTTA REZENDE, Marcelo Ferreira. *O crescimento da dívida pública no período 1970 a 1999*. Rio de Janeiro: PUC/RJ, 2000. 95p. (Dissertação, Mestrado em Economia).