

# Demanda por dívida pública

RUBENS PENHA CYSNE\*

Uma corrente de economistas defende a idéia de que a demanda por dívida pública no Brasil seria particularmente estável, em relação a outros países. Isto nos colocaria em uma situação mais favorável do que, por exemplo, o México de 1994 ou a Rússia de 1998, na eventualidade de uma crise. Isto porque, como se sabe, âncoras cambiais apenas são possíveis enquanto a dívida pública pode ser rolada com taxas de juros politicamente aceitáveis. E uma demanda por dívida pública estável significa que não haveria necessidade de elevações abruptas dos juros quando de crises externas. São basicamente dois os argumentos utilizados neste sentido. Primeiro, o fato de que, no Brasil, a maior parte da dívida pública estaria em mãos de residentes (argumento usualmente denominado *home bias*). Segundo, o fato de o Banco Central brasileiro trabalhar historicamente provendo liquidez primária à dívida pública, sempre que esta se faz necessária para contrabalançar a liquidez que as instituições financeiras que compram tais títulos provêm a seus passivos.

Toda esta argumentação cai por terra diante de uma simples pergunta: se a dívida pública brasileira apresenta uma demanda tão estável, como explicar a elevação da taxa de juros que a remunera da ordem de 20% para 40% ao ano quando da crise asiática? Ou mesmo, seu novo salto após a crise russa? Por definição, dada a maturidade e denominação, a demanda por um ativo seria estável na medida em que outros parâmetros que não os juros não a afetariam. Isto não tem ocorrido com a dívida pública brasileira. De fato, a elevação dos juros nos dois episódios supracitados reflete um deslocamento de toda a curva de demanda por dívida. E não um deslocamento ao longo da curva, em função de um possível aumento da quantidade de títulos em circulação. Ou seja, a demanda por dívida pública no Brasil, infelizmente, não tem se mostrado estável.

Diga-se de passagem, este desagradável fato

(da instabilidade da demanda por títulos públicos no Brasil) nada tem a ver com a administração da dívida da parte do Banco Central. Este tem feito o que pode, dadas as circunstâncias. O problema reside no passado de inadimplências e calotes (inclusive através da subavaliação da correção monetária). Bem como na ausência de independência, celeridade e isenção das instituições que deveriam prover estabilidade às questões públicas, a dívida pública em particular. Se a demanda por dívida pública não é estável, o que dizer dos motivos anteriores (*home bias* e modelo operacional do Banco Central), que lhe proveriam estabilidade?

Iniciemos pelo segundo. O fato de o Banco Central brasileiro operar com um modelo no qual elevações abruptas de juros não implicam elevadas perdas para os detentores de títulos significa que o mercado tem operado, oferta e demanda, com um tipo particular de dívida: a de curta maturidade (observe-se que neste modelo operacional a maturidade nominal não é importante). A questão é saber se esse tipo de dívida apresenta demanda mais estável que as dívidas que são sujeitas a maiores perdas de seus portadores quando de aumentos de juros. A resposta a esta pergunta não é clara. Com dívidas de curto prazo, qualquer elevação dos juros incide sobre uma parcela relativamente maior do seu estoque total em circulação, o que pode colocar o governo em uma trajetória de insolvência com muito mais facilidade. E a percepção desse fato pode tornar severamente instável a demanda por títulos públicos, ainda que seus compradores se encontrem segurados contra oscilações abruptas dos juros através do procedimento operacional utilizado pelo Banco Central.

Diga-se de passagem, qualquer Banco Central pode passar a operar desta forma em qualquer tempo, bastando para isto recomprar ao preço antigo dívidas de longo prazo, quando de oscilações abruptas dos juros. Isto posto, se o argumento acima fosse verdadeiro, a prerrogativa de se obter estabilidade da dívida através da provi-

são de seguro (como faz o Brasil) estaria aberta a qualquer Banco Central. O problema é que a partir de certo ponto o sinistro pode ser tal que o segurador (leia-se credor) pode passar a desconfiar da capacidade de pagamento da seguradora (leia-se, adimplência do governo).

Quanto ao *home bias*, anteriormente definido, o argumento que relaciona a estabilidade da dívida ao seu tomador final é tão débil quanto as análises que objetivam definir a maturidade da dívida pública brasileira com base nas datas de vencimentos dos títulos. A corrida para a qualidade (*flight to quality*) quando do surgimento das crises implica necessariamente em um movimento líquido contra títulos de países emergentes, principalmente aqueles com maiores problemas nos fundamentos macroeconômicos. Não faz diferença significativa, no sistema de vasos comunicantes no qual operam os mercados financeiros, se o portador final da dívida emitida pelos emergentes se chama João ou John, e se é residente ou não residente. Em poucas palavras, a posse final do título não contém informação suficiente para a inferência sobre covariâncias (nas aplicações) ou sobre assimetrias de informação (o que tornaria os rumores mais importantes que os fundamentos macroeconômicos).

O tomador final da dívida pública brasileira pode ser um residente. Mas este pode ser financiado direta ou indiretamente por um não residente, e assim por diante. Em particular, lembremo-nos que os não residentes nos financiam hoje em dia em um montante superior em torno de US\$ 216 bilhões (nosso passivo externo líquido). Em adição, boa parte deste financiamento, oficialmente oriundo de não residentes, pode ter como base capitais de brasileiros, alocados no exterior, e por aí vai. Como se vê, qualquer inferência sobre estabilidade da demanda por dívida com base na residência do tomador final é de difícil defesa.

\*Diretor de Pesquisas da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV