

# 1

## Introdução

Uma discussão relevante de política econômica no Brasil é a questão do alongamento da dívida pública, sua importância para a diminuição da vulnerabilidade externa do Brasil e seu papel na trajetória para a obtenção de grau de investimento pelo estado brasileiro. Neste contexto, estudamos se a existência de um *trade off* informacional é relevante para o mercado de dívida externa soberana.

A questão do alongamento da dívida pública é recorrente na cena de política econômica brasileira. As vulnerabilidades atreladas a uma estrutura de dívida de curto prazo são bem conhecidas e é consenso entre gestores de política econômica e participantes do mercado financeiro que o alongamento da dívida pública deve ser um dos principais objetivos da estratégia de gestão da dívida. Menos enfoque é dado aos custos atrelados a essa política. Neste artigo investigamos um possível *trade off* na decisão de emissão de dívida.

O Risco-Brasil reage de forma sistemática a determinadas emissões de dívida soberana. Durante o primeiro ano de mandato presidencial, o Risco-Brasil recua em média 17 pontos-base na proximidade de emissões de títulos de curto prazo e aumenta em 29 pontos-base em dias próximos às emissões de longo prazo. Em contraste, o movimento do Risco-Brasil é desprezível na proximidade de emissões realizadas durante os demais anos de governo. Nas figuras (1.1) e (1.2), vemos esse fenômeno para duas emissões realizadas durante o primeiro ano de mandato.

Qual é a justificativa para estes movimentos no Risco-Brasil em momentos de emissão? A teoria padrão de Finanças não oferece uma resposta direta para esta questão. Ao estudarmos este fenômeno, a primeira pergunta que se faz é: em que difere o período de início de governo do resto da amostra? Uma conjectura possível é que a principal diferença é o grau de assimetria informacional entre governo e público. Em particular, no caso do risco soberano, a assimetria relevante é entre autoridades econômicas e investidores.

A intuição é simples: no início do mandato os investidores terão observado poucas ações do governo, o que faz com que suas expectativas sobre as preferências do governo tenham baixo conteúdo informacional. À medida que

decisões são tomadas, porém, as expectativas são atualizadas, o mercado conhece progressivamente mais sobre as preferências do governo e torna mais precisas suas expectativas sobre a política econômica futura.

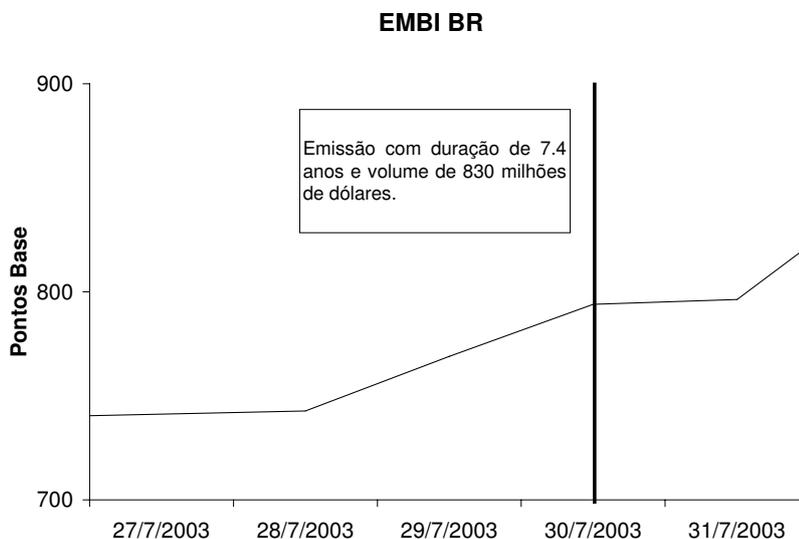


Figura 1.1: Risco-Brasil e uma emissão de longo prazo- Comportamento do índice EMBI BR nas proximidades de uma emissão de longo prazo, com duração (Macaulay duration) de 7,4 anos e volume de 830 milhões de dólares

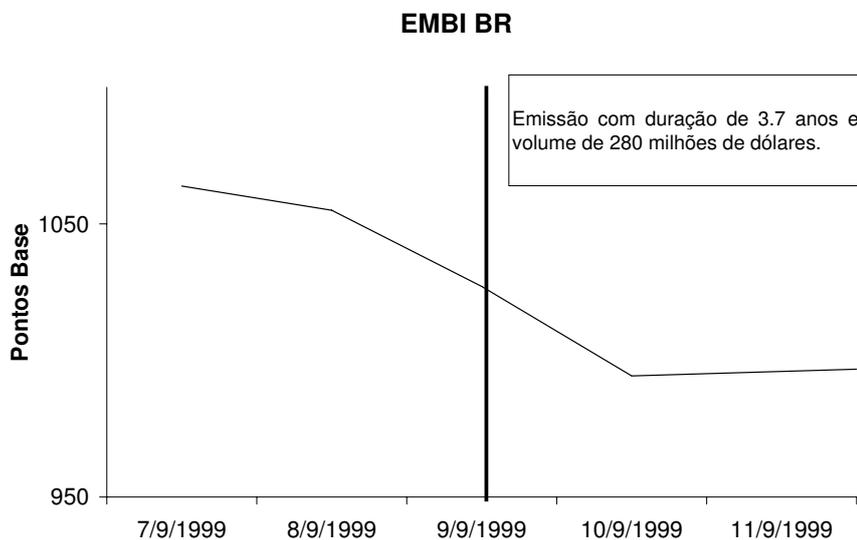


Figura 1.2: Risco-Brasil e uma emissão de curto prazo- Comportamento do índice EMBI BR nas proximidades de uma emissão de curto prazo, com duração (Macaulay duration) de 3,7 anos e volume de 280 milhões de dólares

Missale, Giavazzi e Benigno (MGB, 2000) utilizam o período anterior a uma estabilização fiscal como *proxy* para um maior grau de assimetria informacional entre governo e investidores, e encontram que antes de promover uma estabilização fiscal, países diminuem a maturidade média da dívida e essa diminuição é mais acentuada quanto maior for a redução das taxas de longo prazo após a estabilização. MGB interpretam essa redução como uma medida de credibilidade do governo. Desta forma, quanto maior for a redução (menor a credibilidade *ex-ante* do programa de estabilização), mais o governo aumenta a parcela de títulos de curto prazo para se aproveitar da redução futura na taxa de financiamento. Os governos parecem levar em conta sua determinação em realizar uma estabilização fiscal quando decidem a maturidade da dívida. Será que o mercado pode inferir da decisão de dívida a determinação do governo em conduzir uma estabilização fiscal? Ou simplesmente inferir a determinação do governo em conduzir uma política consistente com as restrições econômicas relevantes para o país?

A literatura de finanças corporativas já explorou a possibilidade de que, sob assimetria informacional, decisões de emissão revelem informação privada do emissor ao mercado financeiro. A literatura de emissão primária de ações (*IPO*)-por ex., Allen e Faulhaber (1989)-interpreta a alta valorização das ações logo após a emissão como um custo que empresas boas incorrem para sinalizar aos investidores sua qualidade. Em Myers e Majluf (1984), discute-se que o mercado pode inferir informação negativa sobre a avaliação da gerência em relação ao valor da empresa de emissões secundárias de ações.

A evidência empírica para a possibilidade de revelação informacional através da emissão de dívida foi pouco explorada na literatura de finanças internacionais ou de finanças corporativas<sup>1</sup>, mas alguns modelos teóricos abrem espaço para esta possibilidade. Flannery (1985) encontra que emissões de curto prazo funcionam como uma sinalização positiva a respeito da probabilidade de solvência do emissor; Diamond (1991) encontra um equilíbrio *pooling*, onde tanto emissores bons como ruins emitem curto prazo; MGB (2000) apresentam um modelo em que governos mais austeros optam por emissões de prazo mais curto como forma de sinalizar determinação.

Neste trabalho, investigamos empiricamente se, em momentos de severa assimetria informacional, a maturidade de uma nova emissão de dívida

<sup>1</sup>Na área de finanças corporativas, já se discutiu principalmente a interação entre risco de crédito, maturidade da emissão e assimetria informacional. Esta literatura busca responder se a maturidade da emissão aumenta com o risco da empresa, consistente com Flannery (1985), ou se esta relação é não linear, com empresas muito boas e ruins emitindo curto prazo e as de risco médio emitindo para prazos mais longos, consistente com Diamond (1991). Destacam-se Barclay e Smith (1995), que conclui a favor de Diamond, e Berger, Espinosa-Vega, Frame e Miller (2005) que encontra evidência a favor de Flannery.

pode revelar informação privada do governo, e apresentamos um modelo que racionaliza este fenômeno, considerando o *trade off* entre custo de financiamento e risco de refinanciamento vivenciado pelo governo emissor.

Escolhemos focar no *trade off* risco-custo, mas devemos ler este trabalho tendo em perspectiva que o gestor da dívida toma decisões mirando em um conjunto muito maior de objetivos, como por exemplo para o Brasil da década de 90: construção de curva *benchmark* para o setor privado; diversificação de indexadores; expansão dos mercados de colocação; diversificação do tipos de investidores; e substituição de títulos oriundos do plano Brady por títulos novos.

Concluimos que emissões de curto prazo em períodos de alta assimetria informacional revelam informação positiva ao mercado sobre a solvência futura do país e, em contraste, emissões de longo prazo nestes momentos revelam informação negativa. Essa é a nossa interpretação para os seguintes resultados empíricos encontrados: (i) emissões brasileiras de curto prazo durante o primeiro ano de mandato reduzem o índice EMBI Brasil em pelo menos 12 pontos-base, efeito que, após desagruparmos o índice por maturidade, continua presente apenas nos títulos de maturidades mais longas; (ii) em um painel com dez economias emergentes, emissões de curto prazo durante o primeiro ano de mandato reduzem em média o risco país em 18 pontos-base; (iii) emissões brasileiras de longo prazo durante o primeiro ano de mandato aumentam o Risco-Brasil em pelo menos 90 pontos-base, efeito que, como no caso das emissões de curto prazo, é presente apenas nas taxas dos títulos de maturidades mais longas.

Este trabalho está organizado em 4 capítulos. No capítulo 2, modelamos a decisão de maturidade. No capítulo 3, apresentamos a metodologia empírica e os principais resultados. Concluimos no capítulo 4.