

4 Conclusão

Neste trabalho, argumentamos pela relevância de um canal informacional nas emissões de dívida externa soberana. Mostramos, por meio de um modelo simples que um custo político de reestruturação de dívidas abre espaço para que governos com políticas de melhor qualidade consigam revelar de maneira crível ao mercado seu tipo através de emissões de maturidade menores que o ótimo sob ausência de assimetria informacional (*first best*). O modelo implica, assim, que em momentos em que o equilíbrio com revelação é o relevante, emissões geram grandes variações de spread. Indica ainda que quanto maior a assimetria mais pronunciados serão estes movimentos. Levamos estas implicações aos dados utilizando o ciclo político como *proxy* para a variação no nível de assimetria informacional entre governo e investidores. A idéia é simples: governos só revelam crivelmente suas preferências através de políticas adotadas, promessas de melhoria fiscal raramente ganham crédito do mercado antes que sejam realmente implementadas. Usando esta idéia, dividimos as emissões entre aquelas feitas em períodos em que o mercado havia observado pouco a política econômica (até um ano após posse de novo governo) e as feitas em períodos onde já se havia observado o governo em ação (o restante do período).

Os resultados encontrados nos exercícios empíricos sugerem uma forte relevância das emissões de curto prazo como um canal de sinalização positiva e alguma relevância das emissões de longo prazo como um canal de sinalização negativa, podendo ser resumidos como: (i) emissões de curto prazo até um ano após eleições (PRIM) tem o efeito em adicional¹ de reduzir o Risco-Brasil entre 12 e 48 pontos-base; (ii) as emissões curtas em PRIM afetam somente as taxas longas da estrutura a termo do spread-fato consistente com a intuição de que a variação nos spreads vem de uma revelação sobre a qualidade da política econômica futura; (iii) conduzindo estimação semelhante ao caso brasileiro para um painel de dez economias emergentes, encontramos que emissões de curto prazo reduzem em média o spread soberano de cada país em 18 pontos-base; (iv) encontramos um efeito de mais de 80 pontos-base para as emissões de

¹adicionalmente ao efeito das emissões de curto prazo em períodos regulares

longo prazo em PRIM- resultado que é enfraquecido por observarmos apenas uma emissão de longo prazo em PRIM. O resultado, porém, permanece caso classifiquemos duas emissões próximas² ao período pós-eleitoral como PRIM; (v) assim como as emissões curtas as de longo prazo aumentam apenas os spreads das taxas longas da ETS; (vi) no exercício de painel, encontramos uma estimativa pontual que indicaria uma sinalização negativa das emissões de longo prazo, mas com magnitude de apenas 6 pontos-base e nenhuma significância estatística.

Os resultados empíricos, interpretados à luz dos modelos teóricos discutidos, indicam que riscos específicos ao país, particularmente aqueles gerados por uma má condução da política econômica, não devem ser evitados por meio de estratégias de seguro como emissões de longo prazo, uma vez que nestas situações, o próprio fato de o governo comprar seguro revela informação ao mercado sobre seu tipo e sobre sua disposição de conduzir as reformas necessárias para evitar o risco de crise em sua forma mais fundamental, i.e., variações nos fluxos de caixa do governo.

Este trabalho busca aperfeiçoar nosso entendimento sobre a relevância do canal informacional durante emissões de dívida e do *trade off* entre risco de refinanciamento e custo de financiamento para a decisão de prazo da dívida soberana. Possíveis extensões incluem um refinamento do estudo com dados em painel e a investigação de outros fenômenos informacionais durante as emissões de dívida externa.

²Emissões até dez dias úteis após o primeiro ano de mandato.