

1

Introdução

Com a estabilização da economia brasileira, a partir da introdução do chamado tripé macroeconômico (câmbio flutuante, superávit fiscal e metas de inflação), juntamente com o quadro de crescimento da economia mundial, a atuação do Brasil no mercado de dívida externa deixou de ter como principal foco o financiamento do balanço de pagamentos e passou a ser fundamentada em operações qualitativas, com a construção de uma estrutura a termo da taxa de juros baseada na consolidação de pontos de referência com maior liquidez e menores custos de captação para a República.

Como são referências para a precificação de dívida corporativa, os *benchmarks* soberanos também permitem que empresas obtenham financiamento internacional com custos menores e prazos mais longos. Fabella & Madhur (2003), no entanto, observam que empresas em economias emergentes, grandes ou pequenas, tipicamente não dependem do mercado de títulos para levantar capital porque tais mercados, em geral, são subdesenvolvidos nestes países. Portanto, para aumentar o acesso das empresas ao capital internacional e o crescimento do mercado de títulos, muitos países emergentes deveriam primeiro estabelecer um mercado ativo de títulos soberanos.

O argumento é que tais títulos atuem como *benchmarks* para a avaliação do valor dos títulos corporativos e, assim, sirvam como catalisadores para o desenvolvimento do mercado de títulos privados do país. Essa idéia é corroborada pela observação empírica em países desenvolvidos, cujos mercados de dívida corporativa são frequentemente acompanhados de ativa negociação e emissão de títulos do governo.

Títulos soberanos representam um *benchmark* uma vez que são emitidos pelo governo e seu valor depende apenas de fatores sistemáticos para o país. Em outras palavras, a característica de referencial atribuída aos títulos soberanos provém da sensibilidade desses ativos às variações macroeconômicas. Em contrapartida, os títulos corporativos, além de carregarem o risco sistemático, enfrentam o risco idiossincrático relacionado especificamente à empresa que

emitir o título. Desse modo, títulos soberanos contribuem para a determinação do risco sistemático e auxiliam, assim, na precificação das emissões corporativas.

A literatura acadêmica sobre títulos *benchmark* sugere possibilidades conflitantes em termos de impacto de uma emissão soberana sobre os títulos existentes no mercado. Um argumento sobre os seus benefícios é que títulos *benchmark* ajudam a completar o mercado agindo como instrumentos de *hedge*, reduzindo assim os custos de seleção adversa e melhorando a liquidez (Shiller, 1993; Yuan, 2005).

Entretanto, a introdução de títulos *benchmark* também pode inibir o *price discovery*¹, deslocando a negociação de todos ou uma parte dos títulos existentes (Subrahmanyam, 1991; Gorton & Pennacchi, 1993). Esta é uma possibilidade real em mercados emergentes, em que títulos soberanos normalmente têm um *rating* de crédito mais elevado do que os corporativos. Como resultado, títulos soberanos podem ser mais atrativos para os investidores internacionais como substitutos do que complementares em relação aos corporativos, reduzindo assim a liquidez no mercado destes títulos.

Yuan (2005) afirma que a emissão de um título soberano possui um efeito positivo sobre a liquidez dos ativos de mercado. Dittmar & Yuan (2008) confirmam essa proposição por meio de um estudo realizado com vários países emergentes, no qual comprovam uma diminuição do prêmio de liquidez, aproximados pelo *yield spread*² e *bid-ask spread*³, dos títulos corporativos dada uma emissão soberana.

O desenvolvimento do mercado de títulos corporativos é aprimorado pelo estabelecimento de um mercado ativo de títulos soberanos. Em estágios iniciais de desenvolvimento, o mercado soberano contribui para o corporativo ao permitir que investidores se protejam dos riscos sistemáticos em um mercado incompleto. Em estágios mais avançados, o mercado soberano contribui ao promover o *price discovery* relacionado ao risco sistemático. Este impacto favorável de novas emissões soberanas sobre o *yield* e *bid-ask spread* dos títulos corporativos

¹ O processo pelo qual novas informações são incorporadas aos preços por meio da negociação de ativos (Hasbrouck, 1995).

² É o *Spread Over Treasury* – a diferença de *yield* entre determinado título e o referencial livre de risco.

³ É a diferença entre a cotação de venda (*ask*) e a cotação de compra (*bid*) de um ativo. Em nossa definição é medido em termos percentuais por meio da fórmula: $(ask\ price - bid\ price)/ask\ price$.

estabele, por sua vez, o serviço de liquidez desses títulos nos mercados emergentes (Dittmar & Yuan, 2008).

O objetivo deste trabalho é distinguir, empiricamente, se o efeito de uma emissão soberana é benéfico ou prejudicial à liquidez do mercado de títulos corporativos do Brasil. Para isso, adaptamos o modelo proposto por Dittmar & Yuan (2008) e estendemos a metodologia e os dados utilizados por Salgado (2009). Desta forma, conseguimos um banco de dados mais abrangente tanto em observações temporais – setembro de 1997 a outubro de 2014 – como no total de títulos analisados – 68 emissões soberanas e 349 corporativas.

Nossos resultados, assim como em Dittmar & Yuan (2008), sugerem que uma emissão soberana realmente afeta a liquidez dos títulos corporativos. Encontramos que o lançamento de um título soberano, controlando para o momento de decisão do governo por emitir a dívida, diminui, de forma significativa, tanto o *yield* quanto o *bid-ask spread*. Esse resultado indica que os títulos soberanos realmente atuam como ativos *benchmarks* e ajudam a promover o desenvolvimento do mercado de títulos corporativos.

O restante desta dissertação está organizado da seguinte forma. O capítulo 2 revisa a literatura acadêmica relevante sobre o tema. O capítulo 3 descreve os dados utilizados em nossa análise e apresenta a metodologia. Os resultados são mostrados e analisados no capítulo 4, enquanto no capítulo 5 é realizado um teste de robustez em que se confirmam esses resultados. Por fim, a conclusão é feita no capítulo 6.