

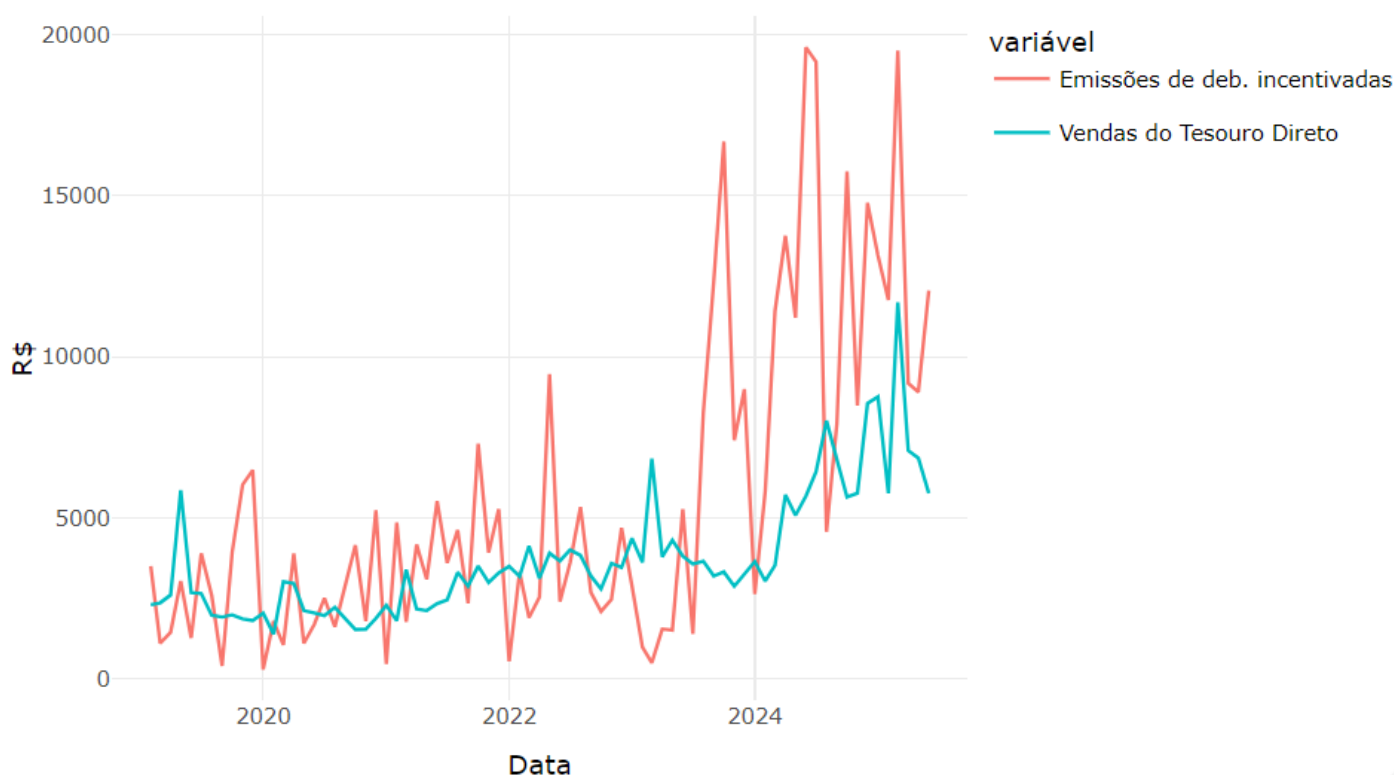
Novas emissões de debêntures incentivadas não diminuem a demanda por títulos públicos...

Gesner Oliveira¹

Rafael Prado²

As debêntures incentivadas ganharam destaque no Brasil nos últimos anos, contribuindo de maneira significativa para o investimento em infraestrutura no país, em particular em 2023 e 2024. Ao mesmo tempo, altos patamares da taxa Selic também aumentaram a demanda por títulos do Tesouro Direto neste período. O Quadro mostra a evolução histórica dos títulos do Tesouro e das debêntures incentivadas no período 2019-25.

QUADRO 1: EVOLUÇÃO HISTÓRICA DE TÍTULOS DO TESOIRO E DAS DEBÊNTURES INCENTIVADAS



Na atual conjuntura, surge uma questão importante: o desenvolvimento de novos produtos no mercado de capitais brasileiro drena a demanda por títulos do governo?

Para responder a esta pergunta, a GO Associados realizou um estudo para avaliar se existe alguma relação de causalidade entre vendas do Tesouro Direto e novas emissões de debêntures incentivadas. Os resultados estatísticos estão no Anexo.

Os resultados do exercício econométrico com mínimos quadrados ordinários (MQO) indicam que as vendas do Tesouro Direto são explicadas em grande medida pela sua própria dinâmica passada (defasagens de 1 e 2

¹ Sócio da GO Associados

² Consultor pleno na GO Associados

meses) e pela evolução da taxa Selic. Em outras palavras, o mercado de títulos públicos apresenta uma característica de persistência (inércia) e caminha em conjunto com a condução da política monetária.

Por outro lado, o coeficiente associado às emissões de debêntures incentivadas não foi estatisticamente significativo, além de apresentar sinal positivo, em vez do negativo esperado caso houvesse substituição entre instrumentos. Isso sugere que, no período analisado, não houve evidência de que o crescimento do mercado de debêntures estivesse drenando a demanda por títulos do Tesouro Direto.

É possível concluir então que o Tesouro Direto segue reagindo sobretudo ao ciclo de juros, enquanto as debêntures incentivadas ocupam um espaço complementar no portfólio do investidor, além de serem ativos de fundamental importância para garantir crescimento sustentado.

Anexo:

A principal equação do modelo está indicada em seguida:

$$\log(vendas_td) \\ = \log(lag1_vendas_td) + \log(lag2_vendas_td) + \log(emissoes_deb_inc) + \log(selic)$$

Sendo:

Vendas_td: vendas do Tesouro Direto em R\$

Emissoes_deb_inc: emissões de debêntures incentivadas em R\$

Selic: taxa Selic (% a.a.)

O modelo está em log-log, logo os coeficientes devem ser interpretados como elasticidades.

Note que a única variável que não é estatisticamente significativa é justamente $\log(emissoes_deb_inc)$

Todos os testes foram bem-sucedidos: os resíduos possuem distribuição normal, não há multicolinearidade, não há heterocedasticidade e não há correlação serial.

QUADRO 2: RESULTADOS DO MODELO

<i>Dependent variable:</i>	
log(vendas_td)	
log(lag1_vendas_td)	0.374*** (0.086)
log(lag2_vendas_td)	0.267*** (0.088)
log(emissoes_deb_inc)	0.043 (0.026)
log(selic)	0.119** (0.049)
Constant	2.297*** (0.554)
Observations	75
R ²	0.802
Adjusted R ²	0.791
Residual Std. Error	0.188 (df = 70)
F Statistic	70.855*** (df = 4; 70)
<i>Note:</i>	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

QUADRO 3: ESTATÍSTICAS DOS RESÍDUOS DO MODELO

