

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
Coordenadoria Geral de Especialização, Aperfeiçoamento e Extensão
Decisão de Investimento e Avaliação Estratégica de Risco

**CONCENTRAÇÃO DA BASE DE INVESTIDORES E RISCO
DE LIQUIDEZ NO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA
MOBILIÁRIA FEDERAL NO BRASIL**

Milena de Oliveira Campanha

São Paulo
2010

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
1. LIQUIDEZ DE MERCADO NA VISÃO DA TEORIA DA MICROESTRUTURA DE MERCADO	7
1.1 A IMPORTÂNCIA DA LIQUIDEZ.....	7
1.2 O MODELO DE ESTOQUE	8
1.3 O MODELO COM BASE NA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO	11
1.4 FATORES QUE AFETAM O GRAU DE LIQUIDEZ DE MERCADO.....	12
1.4.1 <i>Características dos títulos públicos</i>	13
1.4.2 <i>Características Institucionais – Estrutura de Mercado</i>	14
1.4.3 <i>Comportamento e heterogeneidade dos participantes de mercado</i>	15
1.5 SELEÇÃO DA ESTRUTURA DE MERCADO	18
2. O PERFIL DO MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS PÚBLICOS: A CONCENTRAÇÃO DA BASE DE INVESTIDORES	20
2.1 COMPOSIÇÃO ATUAL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL DO BRASIL	20
2.2 PERFIL DOS TÍTULOS BRASILEIROS	23
2.3 ESTRUTURA DE OFERTA	24
2.3.1 <i>Mercado Primário</i>	24
2.3.2 <i>Mercado Secundário</i>	26
2.3.3 <i>Formação de preços</i>	27
2.3.4 <i>Custos de transação</i>	28
2.4 ESTRUTURA DE DEMANDA.....	28
3. POLÍTICAS EM CURSO PARA DIVERSIFICAR A BASE DE INVESTIDORES E AMPLIAR A LIQUIDEZ DO MERCADO BRASILEIRO	35
3.1 MEDIDAS LANÇADAS EM 1999 PELO BCB E STN	37
3.2 A CRIAÇÃO DO TESOUREIRO DIRETO	42
3.3 MEDIDAS PARA AMPLIAR A LIQUIDEZ – ANDIMA	43
3.4.1 <i>Argumentos contrários</i>	46
3.4.2 <i>Argumentos a favor</i>	48
3.5 NEGOCIAÇÃO DE TÍTULOS BRASILEIROS NO EUROMTS	49
3.6 A MEDIDA PROVISÓRIA 281	49
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54
ANEXOS	57

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – As Três Dimensões da Liquidez de Mercado	10
Figura 2 – Composição da Dívida Pública Federal Interna por Indexador – Dezembro/2009	20
Figura 3 – Evolução do estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna: Jan/1999 – Jul/2006	21
Figura 4 – Prazo médio das emissões da DPMFi em Ofertas Públicas x Prazo Médio do Estoque	21
Figura 5 – Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade.....	22
Figura 6 – Detentores dos títulos públicos (em nov/1999).....	29
Figura 7 – Detentores dos títulos públicos (em set/2006)	30

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: <i>Dealers</i> Primários.....	26
Quadro 2: <i>Dealers</i> Especialistas.....	26
Quadro 3: Posição Carteira Própria (set/2006).....	30
Quadro 4: Resumo do quadro de medidas.....	38
Quadro 5: Medidas de Natureza Microestrutural	40
Quadro 6: Medidas de Natureza Institucional	41
Quadro 7: Medidas de Natureza Macroeconômica	41

INTRODUÇÃO

As crises financeiras internacionais ocorridas nos anos 1990 têm atraído *policymakers* das principais economias do mundo, sobretudo aquelas que carregam elevada dívida pública; a desenvolver um mercado de títulos públicos com maior liquidez.

Devido esta preocupação, o *Bank for International Settlements* – BIS e o Fundo Monetário Internacional – FMI divulgaram um estudo que contempla um conjunto com recomendações de políticas para guiar os gestores da dívida pública. Dentre as principais recomendações, destaca-se a alteração na estrutura institucional de negociações dos títulos para reduzir os custos de transação, melhora na liquidez e formação de preços mais eficientes.

Segundo o Estudo de Grupo do BIS (1999), a liquidez é de suma importância, uma vez que é a garantia dos investidores para precificar seus ativos e administrar seu *portfólio* e, para o Banco Central na condução de sua política monetária.

A base teórica das reformas para a ampliação da liquidez segue a Teoria de Microestrutura de Mercado, que destaca a importância da equidade dos mercados para a ampliação da liquidez de mercado na busca pela sustentabilidade e eficiência do sistema financeiro global. A teoria baseia-se nos efeitos da microestrutura de mercado e o comportamento individual para explicar o processo de formação de preço e liquidez.

No Brasil, a necessidade de ampliação da liquidez no mercado de títulos públicos também se faz necessária principalmente após as crises cambiais de 1998/99, as turbulências de 2002, na elevação da taxa de juros dos Estados Unidos em maio de 2006, e recentemente, a crise mundial de 2009, que fortaleceram a percepção de que o mercado brasileiro de títulos públicos apesar de ser bastante desenvolvido para os padrões das economias emergentes, apresenta problemas de liquidez e ineficiências operacionais relevantes; uma vez que a composição e o perfil da dívida pública o deixa a mercê de crises internacionais.

Assim, a partir de 1999 o Banco Central do Brasil – BCB juntamente com a Secretaria do Tesouro Nacional - STN divulgaram o primeiro conjunto de medidas para aumentar a liquidez do mercado de títulos da dívida pública. Os principais problemas identificados foram as condições de financiamento, com prazo de vencimento curto, concentração de detentores e rentabilidade indexada à taxa selic.

Após estas recomendações, outras medidas foram propostas e implantadas, com o objetivo de alongar prazos e diversificar emissões, aumentar a liquidez, ampliar a transparência e, sobretudo, tornar a base de investidores mais diversificada.

Sendo assim, o objetivo desse trabalho é analisar as falhas estruturais do mercado brasileiro de dívida pública que não promovem sua liquidez, dando ênfase à concentração da base de investidores. Para tal, pretende-se apresentar os conceitos teóricos sobre liquidez de mercado, conhecer as características e particularidades do mercado brasileiro, verificar a composição e evolução da DPMFi e levantar as recentes mudanças aplicadas no Brasil.

A metodologia deste trabalho está amparada em um levantamento bibliográfico coletados em dissertações de mestrado, períodos e internet ligados ao tema. Os dados empíricos e demais informações foram retiradas junto a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro – Andima, Associação Nacional dos Bancos de Investimento – Anbid, Banco Central do Brasil – BCB, Secretaria do Tesouro Nacional – SNT e Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para sustentar a hipótese de que o mercado brasileiro de títulos públicos é ilíquido, e possui uma base de investidores com comportamento homogêneo e que por isso as contribuições da Teoria de Microestrutura de Mercado se ajustam a necessidade brasileira.

O trabalho está estruturado em três capítulos, além desta introdução. O primeiro capítulo apresenta os conceitos da teoria de microestrutura de mercado, para demonstrar como os elementos microeconômicos afetam a liquidez de mercado. É apresentado o modelo de estoques, que é tido como a primeira versão da teoria e posteriormente o modelo com base na assimetria da informação, sendo a versão atual.

O segundo capítulo descreve o atual perfil do mercado brasileiro de títulos públicos, evolução da dívida, perfil dos títulos, prazos e emissões, apresentando uma análise mais robusta quanto aos detentores da dívida, uma vez que este é o ponto principal da análise.

O terceiro capítulo apresenta as recomendações e últimas medidas aplicadas no Brasil, na tentativa de alterar certas características institucionais a fim de promover a ampliação da liquidez no mercado de títulos públicos. Em seguida são apresentadas as conclusões do estudo, sintetizando os principais argumentos que sustentam este trabalho.

“(...) Se a decisão dos participantes de mercado não é independente do mecanismo específico de negociação, então como os mercados estão estruturados é inteiramente importante para entender o comportamento dos preços dos títulos”. (Maureen O’Hara)

1. LIQUIDEZ DE MERCADO NA VISÃO DA TEORIA DA MICROESTRUTURA DE MERCADO

O objetivo deste capítulo é apresentar os principais elementos de microestrutura e sua relação com a liquidez do mercado financeiro. Tal relação é sustentada pela Teoria de Microestrutura de Mercado, composta pelo modelo de estoque e o modelo com base na assimetria de informação. O modelo de estoque é a versão antiga da teoria e por isso o primeiro a ser apresentado; e o modelo de informação assimetria é a forma atualizada da teoria e é analisado posteriormente.

Os estudos sobre liquidez de mercado intensificam-se após outubro de 1987, quando ocorreram conturbações nas bolsas de todo o mundo, e mais recentemente, com as crises financeiras da Rússia e da Ásia. Estes acontecimentos alertaram tanto os bancos centrais, quando da condução de suas políticas monetárias, bem como grandes instituições que atuam em todo o mundo.

A partir de então, propostas e recomendações foram surgindo a fim de reestruturar a área de administração de recursos da dívida pública e a marcação a mercado das carteiras próprias e *portfólios*.

1.1 A importância da liquidez

A liquidez dos mercados de títulos públicos tem despertado crescente atenção nos últimos anos nas principais economias do mundo, em especial, nas que carregam elevada dívida pública. Sua importância cresce por influenciar diretamente na estabilidade do sistema financeiro como um todo, visto que, uma elevada liquidez proporciona uma melhor formação de preços, evitando grandes oscilações nos mercados, que poderiam desestabilizar e afetar a confiança dos investidores.

A definição de liquidez de um mercado é apresentada de forma multifacetada por diversos autores, porém sua importância é indiscutível. “Os mercados líquidos geralmente são vistos como aqueles que acomodam operações com a menor oscilação sobre os preços”.(O’Hara, 1995, p.216). Liquidez de mercado está associada à habilidade de comprar e

vender um título facilmente. Essa habilidade requer um mercado dinâmico e, por isso, sofre forte influência de aspectos do mecanismo de negociação e das regras de negociação. Desta forma, um mercado líquido requer uma estrutura de mercado eficiente em que trocas possam ser executadas com baixo custo.

Os mercados líquidos são importantes, pois permitem aos seus participantes ajustar seus *portfólios* ao menor custo possível. Caso este mercado não promova esta eficiência, os investidores irão cobrar um preço maior para compensar esta iliquidez, aumentando persistentemente os custos de captação dos emissores do segmento.

De acordo com Silva (2004), diversos estudos¹ destacaram o papel fundamental da liquidez dos títulos públicos na sustentabilidade e na eficiência do sistema financeiro global, por serem formadores do *benchmark*² e sinalizadores para a precificação de outros ativos financeiros, além de facilitarem a oferta de instrumentos de *hedge* para papéis privados, aumentarem a eficiência da política monetária e melhorarem as condições para a colocação primária de títulos, com redução do custo de financiamento do setor público.

Quando o mercado opera com baixa liquidez em tempos normais, torna-se vulnerável a choques inesperados, gerando desestabilização, ocasionado pelo desaparecimento da liquidez. A microestrutura de mercado propõe que sejam feitas mudanças nos elementos da estrutura de mercado, como regras de negociação e os arranjos institucionais, pois, se os arranjos dos mecanismos de negociação podem afetar a composição das trocas, a liquidez de mercado também depende da estrutura do mercado.

1.2 O modelo de estoque

Anteriormente,

“Os primeiros estudos relacionados à microestrutura de mercado foram baseados nos modelos de formação de estoques (*inventory models*). Estes estudos enfatizam o comportamento do *market maker* (especialista ou negociador do mercado de balcão) no processo de negociação dos ativos em ambientes de incerteza sobre os preços fluxo de ordens. Investigam como os preços de mercado são fixados por um agente específico de mercado, em vários ambientes, e como esses preços mudam quando são introduzidos diferentes tipos de incertezas dos fluxos de ordens”. (O’HARA, 1995, p.14).

¹ Ver: BIS (1999): “*Market liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*”; BIS (1999). How should we design deep and liquid markets? The case of government securities”; O’HARA (2001): “Market Structure Issues in Market Liquidity”; MURANAGA e SHIMIZU (1999): “Market Microstructure and Market Liquidity”; FLEMING (2003): “Measuring Treasury Market Liquidity”; O’HARA (2004). “*Liquidity and Financial Market Stability*”.

² Sinalização de taxa de juros que consegue transmitir as intenções da política monetária por toda a cadeia de taxas de juros da economia. Segundo a Anbid, são os indicadores que ajudam investidores e profissionais do mercado a avaliar o desempenho de um fundo. Em inglês significa ponto de refere, e serve de base de comparação para um produto, um serviço, títulos ou taxas.

Segundo Silva (2004), a discussão sobre liquidez de mercado havia se iniciado com o modelo de estoque através do trabalho pioneiro de Demsetz, em 1968. *The Cost of Transacting* (O Custo de Transacionar) demonstrou como os custos de transação afetam os preços dos títulos públicos. Demsetz criou o conceito de *bid-ask spread*: sobre condições competitivas, é o custo de fazer transações rapidamente. Securato e Mendonça Neto (2003) explicam que o *bid-ask spread* revela a diferença entre as cotações de compra e venda e reflete os custos de transação, "... mede a firmeza do mercado que é uma das dimensões da liquidez. Quanto menor o *spread* mais firme será o mercado e, portanto menor o risco de liquidez sob este aspecto" (SECURATO; MENDONÇA NETO, 2003, p. 4).

A teoria de estoques (*inventory models*) mostra que os *dealers*³ ajustam o *spread* em resposta às flutuações no seu nível de estoque de títulos e administram a quantidade de forma a não apresentarem ativos apenas de um lado do mercado. O formador de mercado (*market maker*) utiliza-se dos preços para ajustar sua posição durante certo período de tempo – diante de um risco de desequilíbrio, pois ainda há a incerteza quanto ao fluxo de ordens – gerando um problema de estoque para os *dealers* e um problema de execução de troca para os *traders*.

Em maio de 1999, acadêmicos do BIS – *Bank for International Settlements* e do FMI – Fundo Monetário Internacional elaboraram o relatório *Market Liquidity: Research Finding and Selected Policy Implications* (*Liquidez de Mercado: Resultados de Pesquisas e Implicações em Políticas Seleccionadas*). Baseado na teoria de microestrutura de mercado, o relatório apresenta diversas definições, bem como recomendações para a ampliação da liquidez no mercado de títulos públicos das economias mundiais.

Segundo BIS (1999, p.13), a abordagem usual dos pesquisadores em microestrutura de mercado considera a liquidez de mercado de acordo com uma das três possíveis dimensões, sendo que estas dimensões estão baseadas no modelo de estoques anteriormente apresentado.

A figura abaixo mostra as três dimensões da liquidez:

³ O *dealer* é conhecido como *market maker* no mercado de balcão e como especialista nas bolsas.

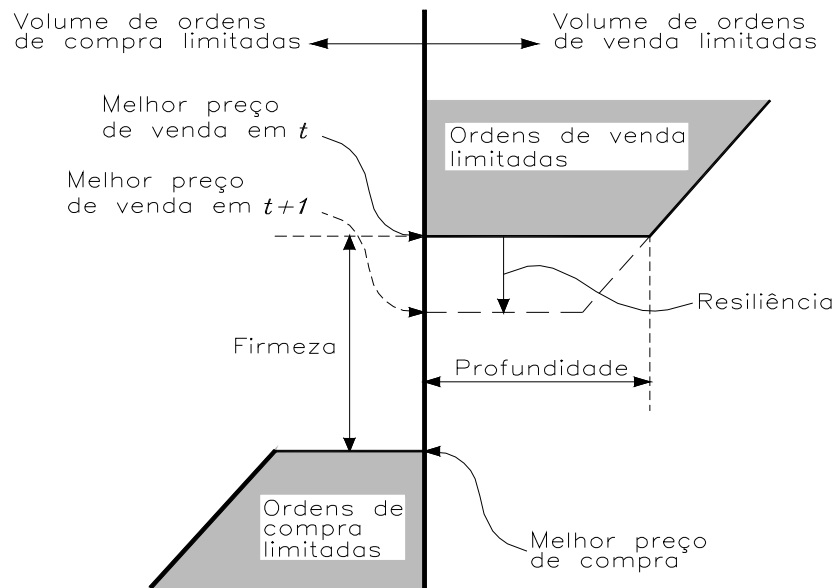


Figura 1 – As Três Dimensões da Liquidez de Mercado

FONTE: Adaptado⁴ do Relatório Market Liquidity – BIS: 1999, 41.

1) **Tightness (Firmeza)**: mede a diferença entre os preços de compra e venda (custos de transação) e o preço médio de mercado, geralmente mensurado pelo *bid-ask spread*.

2) **Depth (Profundidade)**: refere-se ao possível número de negócios a serem realizados sem impactar nos preços que permanecem no mercado.

3) **Resiliency (Resiliência)**: denota a velocidade com que as flutuações de preços das negociações são disseminadas.

Sendo um *market maker* monopolista e neutro ao risco, sua principal função será a de ajustar o preço de compra e venda conforme seu estoque, alterando preços e *spreads*, dado que o estoque do *dealer* é limitado. Dessa forma, o *spread* não determina a viabilidade do mercado, porém opera essencialmente como um custo de transação. Com isso, atuando num mercado competitivo, a diferença entre o preço de compra e venda nas transações realizadas pelo *dealer* compensam os custos de transação.

Entretanto, o modelo de estoques apresenta uma falha. Mesmo o *market maker* sendo neutro ao risco, não possuir custos de transação e negociar em um mercado competitivo, ainda assim os *spreads* existem.

⁴ Adaptação retirada de: RISCO DE LIQUIDEZ – Uma proposta para Avaliação do Risco de Liquidez de Mercado.

1.3 O modelo com base na assimetria de informação

Para explicar esta falha, surgiram os modelos com base na assimetria de informação. Estes modelos tomam como pressupostos as expectativas racionais e teoria dos jogos, diante de um mercado com competição imperfeita. Nestas condições, sendo os agentes econômicos racionais e desprovidos de informações perfeitas, estes não são capazes de deduzir o nível de preços e de tomar decisões. Isto explica o fato dos investidores cometerem erros, causando dessa forma, problemas para a liquidez do mercado no curto prazo.

Segundo O'Hara (1995), neste modelo, o *spread* permanece devido ao custo de existência de uma informação privada no processo de troca. A teoria de assimetria de informação destaca-se por acrescentar as negociações uma nova informação que foi trocada durante as ordens, sendo essa informação incorporada aos preços, gerando um processo de aprendizagem e comportamento estratégico dos *traders*.

Dado que a informação afeta a formação de preços, quanto maior é a transparência do mercado, do ponto de vista de execução das ordens, acesso e disseminação das informações, maior é a liquidez desse mercado, no sentido de que possibilita a redução do custo da assimetria de informação ou a seleção adversa e, portanto, reduz o *bid-ask spread*, deixando os agentes mais confortáveis para assumir novas posições. (SILVA, 2004, p.30).

Assim, a liquidez de mercado ganhou maior importância com a publicação de *Market Microstructure Theory* (Teoria da Microestrutura de Mercado), de Maureen O'Hara, em 1995.

A Teoria da Microestrutura de Mercado estuda a relação do mercado e sua liquidez, enfatizando que a formação eficiente de preços e a criação de liquidez são resultados da estrutura institucional em que este mercado está inserido, bem como o tipo de negociação realizada. Com isso, um mercado bem estruturado gera menores custos, possui maior liquidez e preços mais justos, proporcionando maiores benefícios à sociedade.

Em sua publicação, O'Hara uniu os conceitos do modelo de controle de estoques com os fundamentos de assimetria de informação. A autora define microestrutura de mercado como sendo "o estudo do processo e resultado das trocas de ativos sob regras de negociação explícitas (...) é a análise de como o mecanismo específico de negociação, afetando o processo de formação de preços."(O'HARA, 1995, p.01). A notoriedade desta teoria existe devido à ênfase dada aos fatores microeconômicos e influência dos fatores institucionais no processo de formação de preço, dando destaque aos efeitos de curto prazo.

Um mercado eficientemente estruturado pode gerar maior transparência às negociações, diminuir os custos de transação, influenciar positivamente seus participantes, diversificar os investidores, ativar a relação com outros mercados, sendo que, mudanças nesses elementos demandam alterações na estrutura do mercado.

Segundo Calamia (1999), se o *market maker* for incapaz de distinguir com que *trader* está negociando, então ele cobra um *spread* maior para compensar a perda de negociar com uma *market maker* menos informado que ele.

Segundo a autora, os modelos com base na informação são divididos em duas classes: modelos de trocas seqüenciais e modelos estratégicos.

O modelo de troca seqüencial ocorre numa estrutura competitiva com agentes informados. As trocas ocorrem seqüencialmente com uma estrutura probabilística em que os preços agem como sinais e há um problema de aprendizagem confrontando os agentes deste mercado. O *bid-ask spread* aumenta com a redução da assimetria de informação e reduz-se conforme o *market maker* adquire mais informação (Glosten e Milgrom (1985), Easley e O'Hara (1987), Easley e O'Hara (1992) in Calamia, 1999, p. 8).

Segundo Calamia (1999), o modelo de estratégia refere-se a um *trader* que por possuir informação privada apresenta melhores condições para escolher o tempo certo para negociar o seu volume de títulos; usa esta vantagem frente aos *traders* desinformados e age estrategicamente para maximizar seu lucro. Em geral, o comportamento estratégico pode induzir padrões nas transações, rentabilidades e volatilidade.

1.4 Fatores que afetam o grau de liquidez de mercado

Muitos trabalhos na área de microestrutura de mercado têm sido realizados na tentativa de caracterizar os determinantes da liquidez do mercado de títulos públicos. Em 1999, o Grupo de Estudo do Comitê do Sistema Financeiro enumerou os principais condicionantes que influenciam a liquidez de mercado do ponto de vista microeconômico: o desenho do produto, a microestrutura de mercado e o comportamento e diversificação dos participantes de mercado. Tais condicionantes são discutidos a seguir.

1.4.1 Características dos títulos públicos

Os títulos públicos possuem uma grande vantagem ao se tratar de liquidez, devido a grande demanda de recursos exigida pelo Estado. Ademais, possuem uma elevada liquidez potencial “de partida” que pode ser reforçada através de práticas e instituições voltadas para aumentar a negociabilidade desses papéis. Segundo a Andima (2003), quanto maior esta negociabilidade, menor será o risco de liquidez do título e maior a atratividade de investidores, permitindo ao setor público reduzir o serviço de sua dívida.

As principais características dos títulos públicos são: a maturidade, tamanho e frequência das emissões e divisibilidade dos papéis.

Conforme o Grupo de Estudos BIS (1999), a maturidade dos títulos apresenta uma contrapartida. De um lado, se o governo não oferece títulos com maturidade exigida pelos investidores, estes podem exigir um prêmio extra para compensar o fato de adquirirem um título com maturidade diferente, na maioria nos papéis de longo prazo; o que acaba encarecendo o custo de financiamento do governo. Por outro lado, se os títulos são emitidos em diferentes maturidades originais, as emissões serão menores, reduzindo-se a liquidez. Dessa forma, o prêmio de liquidez exigido pelos investidores também contribuirá para o aumento do custo de financiamento do governo.

Com relação ao tamanho e frequência das emissões, o relatório do BIS (1999) demonstrou que o tamanho das emissões é importante para medir a liquidez de mercado, e seus estudos revelaram que quanto maior é o volume de emissões, menor é o *bid-ask spread*. Ao que se refere à frequência das emissões,

Para garantir a liquidez do mercado é recomendável que a frequência de emissões seja reduzida. A concentração de leilões primários em mercados periódicos contribui para a ampliação da liquidez e profundidade do mercado e reduz a volatilidade dos preços. A escolha pela frequência ótima das emissões no mercado primário e das negociações no mercado secundário depende do estágio de desenvolvimento do mercado. (SILVA, 2004, p.57-58).

Por último, a divisibilidade do papel conforme Silva (2004) também pode gerar melhoras na liquidez de mercado. Caracteriza-se pela separação de um título em principal e cupons, sendo possível dessa forma, negociá-los separadamente, como valores distintos, valores mobiliários sem cupom. Esta possibilidade dá aos investidores a chance de ajustar suas carteiras de investimento de acordo com suas necessidades. Dessa forma, *strippability*

(decomposição de títulos) contribui para o alargamento da base de investidores do mercado de títulos.

Segundo a Andima (2003), outra prática que possibilita a ampliação da liquidez destes títulos é o aumento da densidade e abrangência de seus mercados, principalmente no mercado secundário. Dessa forma, “a homogeneidade dos papéis negociados é diretamente proporcional à sua fungibilidade, ou seja, sua capacidade de ser substituído aos olhos do investidor”. (ANDIMA, 2003, p. 17).

Para a associação, se dois papéis são tidos como substitutos, a demanda de um soma-se a do outro, formando um mercado potencialmente mais ativo do que seria um separadamente do outro. Dessa forma, a padronização dos títulos e a busca pelo aumento do grau de fungibilidade dos títulos são formas estratégicas de proporcionar maior liberdade ao investidor além de ampliar suas possibilidades de substituir um título por outro.

Em BIS (1999), esta idéia também é discutida. De acordo com o grupo a homogeneidade seria maior entre papéis com maturidades iguais, pois com isso, os agentes não teriam razões em preferir um ou outro.

Dessa forma, como complementa Silva, a

maior fungibilidade dos títulos aumenta a liquidez das emissões similares, especialmente porque é mais fácil fazer uma posição de *hedge* em um título com posição em outro título. Neste sentido, a concentração dos vencimentos também é outro elemento favorável à ampliação da liquidez. (2004: p. 52-53).

1.4.2 Características Institucionais – Estrutura de Mercado

A estrutura de mercado é a forma com que as negociações são realizadas e/ou a operacionalidade de compra e venda no mercado de títulos público.

De acordo com O’Hara (2001), são as instituições que ditam os títulos que podem ser negociados, quem pode negociar, onde e como as ordens podem ser submetidas, quem pode ter acesso e manusear as ordens, além de como processá-las; dessa forma, determinam a estrutura de mercado que vai influenciar a formação dos preços, bem como o grau de liquidez.

A autora indica o limite de ordens e a transparência como outros fatores que influenciam nesta formação. Complementa que mercados bem organizados e com regras claras de funcionamento tendem a ter liquidez mais elevada. Um mercado mais organizado e

operando eficientemente, pressupõe a escolha do conjunto de regras e mecanismos de negociação que possam fornecer todas as informações disponíveis no momento da troca e que estas sejam incorporadas no preço final do título.

No entanto, deve-se destacar que esta estrutura precisa ser adequada conforme as peculiaridades do mercado, determinando assim o conjunto de regras e mecanismos de negociação que possam gerar maior eficiência e menor custo operacional para as negociações.

Conforme aponta Silva (2004), pelo fato de nesse mercado um vendedor monopolista negociar em uma base de compradores oligopolistas, o governo deveria estimular a maior confiança e credibilidade dos investidores, prevendo a expansão da base de investidores. Esse compromisso do governo em desenvolver um eficiente conjunto de políticas, proporcionaria maior transparência às negociações, diminuindo a assimetria de informações entre os negociantes.

Os mercados contínuos se apresentam na forma de *dealers* e mercado de plataformas de leilões eletrônicos (*auction-agency markets*), que são mais utilizados no mercado secundário.⁵

1.4.3 Comportamento e heterogeneidade dos participantes de mercado

O comportamento dos participantes de mercado também pode afetar a liquidez de mercado. Primeiramente, o comportamento dos investidores varia de acordo com a escolha do nível de risco que desejam assumir. Quando o investidor é muito avesso ao risco, a liquidez de mercado diminui. Da mesma forma, se há perda de confiança dos participantes em suas expectativas sobre os preços futuros. Finalmente, a liquidez pode diminuir devido à mudança na sensibilidade dos negociadores sobre o efeito de uma nova informação.

A heterogeneidade e diversificação da base dos investidores é outro fator que pode influenciar a liquidez do mercado de títulos públicos e esta característica é o ponto central de análise deste trabalho.

Comportamento dos participantes

⁵ Para características detalhadas sobre os tipos de mercados contínuos ver Silva (2004).

A teoria da microestrutura de mercado defende que um mercado com investidores diversificados possui maior liquidez, pois cada uma apresenta um comportamento diferente frente às novas informações e exposição ao risco.

Esta discussão é reforçada em BIS (1999). O Grupo de Estudos reforçou que o grau de aversão ao risco, a confiança⁶ dos *traders* e a sensibilidade da informação apresentam efeitos sobre a liquidez de mercado. Quando os participantes do mercado se tornam mais avessos ao risco, esta liquidez decresce. Isto também ocorre quando os investidores perdem a confiança em suas expectativas quanto aos preços futuros e finalmente, a liquidez também pode ser reduzida devido às mudanças na sensibilidade dos investidores sobre o efeito de uma nova informação.

O estudo demonstrou que a estrutura institucional altera do comportamento dos participantes do mercado. Essa estrutura vai desde as regras de estrutura de capital até os sistemas de liquidação e custódia.

Heterogeneidade da base de investidores

Uma base de investidores diversificada proporciona um aumento nas negociações, dá vazão a melhores projeções de investimentos além de reduzir a taxa de risco. A teoria da microestrutura de mercado acredita que a heterogeneidade entre os participantes torna o mercado menos vulnerável a ataques especulativos.

A teoria ainda discute que como diversificação dos investidores pode ser promulgada aumentando-se a participação de investidores domésticos – sobretudo os de varejo –, e com incentivos a investidores estrangeiros. A explicação para promover o interesse de não-residentes em investir em outro mercado é que eles apresentam estratégias e predisposições diferentes de atuação frente a uma nova informação e para correr um risco. Dessa forma, deve-se estimular não-residentes a investirem no mercado doméstico, bem como permitir que investidores residentes negociem em outros mercados, para isso é necessário quebrar barreiras de negociação e promover iniciativas em ambos os mercados.

⁶ Neste estudo, o aumento da confiança significa um acréscimo na estimativa média do risco que o investidor estaria disposto a se submeter em uma negociação.

Segundo BIS (1999), tendo o mercado uma base de investidores mais diversificada, os *dealers* tornam-se mais confiantes para renovar suas ordens, reduzindo-se uma provável redução na liquidez de mercado.

De acordo com O'Hara (1995), para a teoria da microestrutura de mercado, a característica dos *traders* influencia na formação e seleção da estrutura de mercado, pelo fato de apresentarem preferências pelo tipo de negociação e se comportam de forma diferente. Os tipos mais comuns de *traders* que negociam no mercado de dívida pública são:

1) *Traders* pacientes versus *traders* impacientes:

Os *traders* impacientes são aqueles que desejam realizar suas negociações naquele exato momento e por isso estão dispostos a pagar um preço aos *traders* pacientes, tal que estes não atrapalhem suas operações. Com isso, quanto maior for o tempo de transação entre os *traders* maior será o preço de troca presente em relação ao preço de troca futura.

2) Pequenos *traders* versus *traders* que negociam em bloco (*block-size traders*):

A diferença entre estes negociantes é que o primeiro negocia pequenas quantidades e por isso exigem menos segurança e procuram negociar em mercados que geram menores custos de produção, como mercado de leilão centralizado em uma agência. Já a segunda categoria negocia grandes quantidades e assim, preferem negociar no mercado de *dealers*, uma vez que este oferece maior segurança contra o risco de negociação.

3) *Traders* informados versus *traders* desinformados:

Os *traders* informados são aqueles que possuem uma informação privilegiada e a partir dela escolhem o melhor cenário do mercado para realizar suas operações e também o melhor momento que promova a variação de preço que lhe possibilite os maiores ganhos. Estes investidores preferem negociar em mercados onde sua identidade não seja revelada, pois se a for, os preços voltarão a se ajustar em resposta à revelação da informação.

Dessa forma, a escolha da melhor estrutura de mercado deve levar em consideração a existência de monopólios de informação privada e a criação de um mecanismo que reduza a diferença entre os *traders*.

Deve-se notar que a existência de informações privilegiadas influencia as decisões de troca dos investidores, alterando o comportamento dos preços e reduzindo a liquidez do mercado, promovendo assim o aumento do custo de refinanciamento da dívida do governo.

1.5 Seleção da estrutura de mercado

O relatório do BIS (1999) divulgou os estudos realizados por Dattels (1995) em relação ao mercado de títulos públicos. O cerne da discussão era o desenvolvimento deste mercado, sobretudo a criação de critérios para a seleção da estrutura de mercado conforme as características e peculiaridades de cada país.

Neste estudo, muitos elementos da teoria de microestrutura de mercado se concretizam nas explicações do autor, uma vez que são a justificativa acerca do grau de eficiência dos mercados primário e secundário. Dentre os itens a serem corrigidos, estavam problemas como a assimetria de informação, comportamento dos *dealers* e características dos títulos.

Abaixo seguem as cinco recomendações propostas pelo grupo:

- I. Manter uma estrutura de mercado competitiva;
- II. Manter um baixo nível de fragmentação de mercado;
- III. Reduzir o custo de transação
- IV. Desenvolver uma infra-estrutura de mercado, sólida, robusta e segura;
- V. Estimular a heterogeneidade dos participantes de mercado.

Abaixo seguem as medidas relativas a cada recomendação citada acima:

Recomendação 1 – Manter uma estrutura de mercado competitiva

A proposta desta medida é garantir uma distribuição apropriada de maturidades e baixa frequência de emissões para formar um *benchmark* mais longo. A outra recomendação é a redução do número de maturidades originais, emitir papéis com maior grau de homogeneidade e datas de vencimento. Estas duas propostas juntas pretendem reduzir o risco do *dealer* e elevar o volume de negócios.

Recomendação 2 – Custo de transação

Segundo o BIS (1999), os custos de transação possuem efeito negativo sobre a liquidez do mercado. Dessa forma, a redução na taxa de transação facilita as operações entre os investidores e promove um maior número nas negociações.

Recomendação 3 – Transparência de mercado

Assegurar a relação entre transparência no mercado primário e a liquidez no mercado secundário é de fundamental importância para a manutenção do equilíbrio no mercado de títulos públicos, uma vez que uma melhor transparência das informações contidas no pré-anúncio do leilão primário, pode elevar a liquidez no mercado secundário e diminuir o custo do serviço da dívida do governo (Inoue *apud* Silva, 2004, p. 91).

A liquidez pode ser promovida através da transparência no contexto da transparência das autoridades emissoras, transparência no cronograma de emissões e transparência das informações de mercado.

Recomendação 4 – Regras de negociação e infra-estrutura

Deve-se estimular sistemas de troca mais eficientes, com isso os investidores se sentirão mais seguros para negociar. Já a padronização de negociações e práticas de pagamentos resultam na baixa fragmentação do mercado, devido ao aumento da oferta de títulos públicos e conseqüentemente aumento na participação de estrangeiros, ampliando a base de investidores deste mercado.

Recomendação 5 – Mercados relacionados

Conforme Silva (2004), o desenvolvimento de mercados de recompra, futuro e opções são necessários para ampliar as transações especulativas, de *hedging* e arbitragem, com a finalidade de elevar os níveis de liquidez. (2004, p.93).

As recomendações acima discutidas servem como base para garantir um mercado mais líquido, do ponto de vista microeconômico. Com base nestas características, no próximo capítulo, vamos examinar o perfil do mercado brasileiro quanto à sua base de investidores, para depois discutirmos as principais mudanças implantadas no mercado brasileiro para a diversificação da base de investidores e ampliação liquidez do mercado de DPMFi.

“Os mercados atuais não comportam uma estrutura simples de negociação. Normalmente são formados por mais de uma estrutura. No entanto, o que é mais importante não é especificamente a operação de um mercado, mas as regras pelas quais as trocas ocorrem”. (Maureen O’Hara)

2. O PERFIL DO MERCADO BRASILEIRO DE TÍTULOS PÚBLICOS: A CONCENTRAÇÃO DA BASE DE INVESTIDORES

Este capítulo pretende apresentar o atual perfil do mercado brasileiro de títulos públicos, analisando a composição da DPMFi, características dos títulos, prazos e emissões, mercados primários e secundário e sobretudo, os principais integrantes da base de investidores.

2.1 Composição atual da dívida pública mobiliária federal do Brasil

Em julho de 2006, a DPMFi alcançou a marca de R\$ 1.398,42 bilhões.

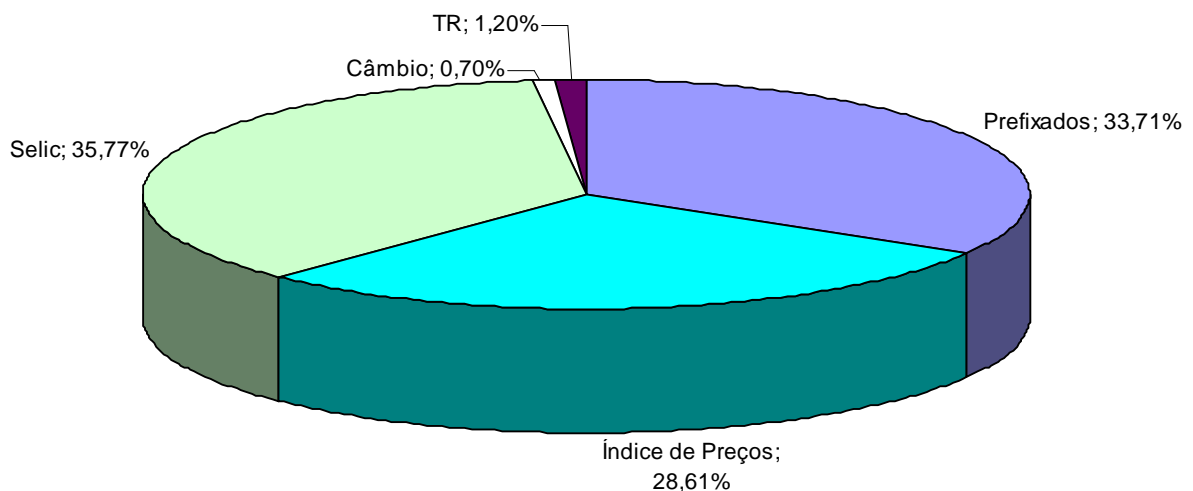


Figura 2 – Composição da Dívida Pública Federal Interna por Indexador – Dezembro/2009
FONTE: STN -(2009)

Os títulos referenciados pela Selic são os principais ativos do mercado de renda fixa brasileiro, com R\$ 500,22 bilhões. De acordo com STN, prefixados aparecem em segundo lugar, depois índice de preços, e em menor proporção, TR e câmbio.

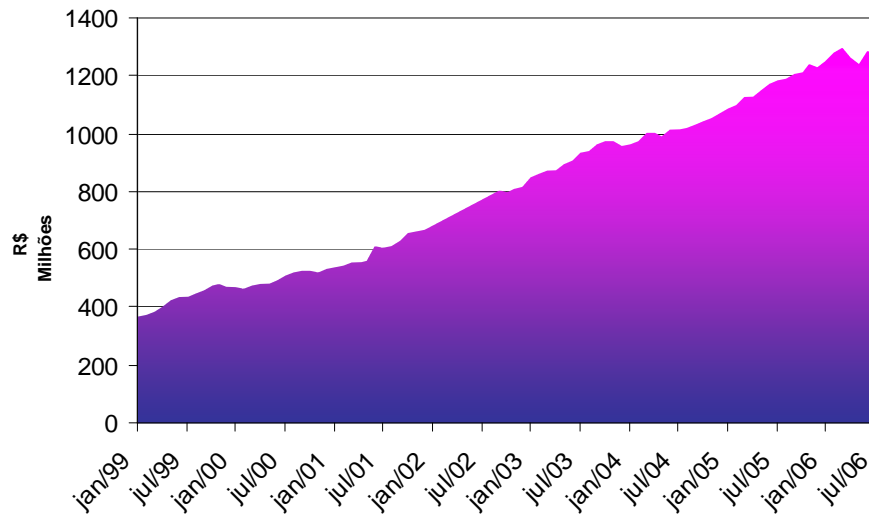


Figura 3 – Evolução do estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna: Jan/1999 – Jul/2006

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2006). Elaborado pela autora.

Conforme a figura acima, em janeiro de 1999, a DPMFi era no valor de R\$ 365 milhões, sendo em julho de 2006 R\$ 1,3 trilhão, conforme já informado. Neste período, a dívida apresentou crescimento de aproximadamente 250%. Deste valor, 77,52% estavam em poder do público, ou o equivalente a R\$ 990 milhões.

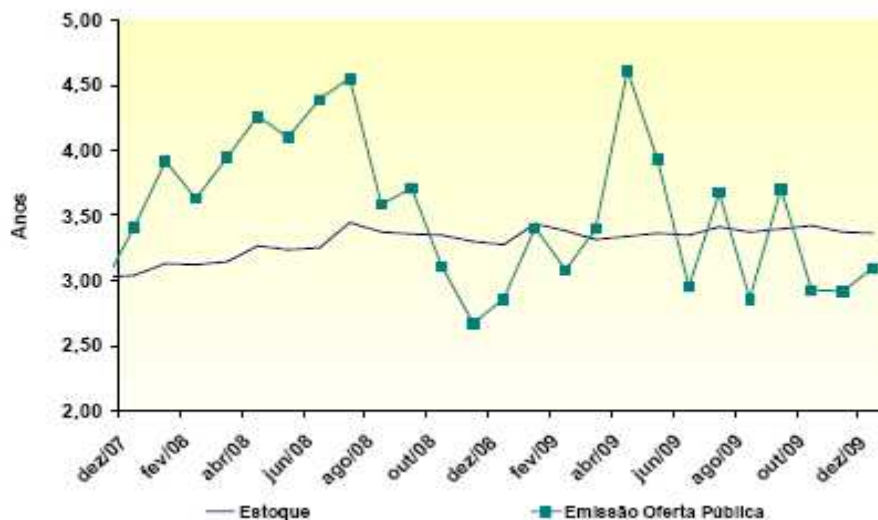


Figura 4 – Prazo médio das emissões da DPMFi em Ofertas Públicas x Prazo Médio do Estoque

Fonte: STN -(Dezembro 2009)

As medidas adotadas em 2003 geraram avanços no perfil da dívida, uma vez que se conseguiu alongar os prazos (ver figura 4), aumentar a parcela prefixada e reduzir os títulos atrelados ao câmbio. Após as medidas implantadas em 2003, o percentual de papéis da dívida em poder do público vincendo no curto prazo apresenta queda. Este comportamento é

fortemente impactado pela redução da emissão de papéis atrelados ao câmbio e taxa Selic a vencer em 12 meses. Atualmente o prazo médio da DPMFi é de 3,37 anos.

No que tange o tipo de rentabilidade, as alterações que o mercado da dívida vem sofrendo visando torná-lo mais acessível e pulverizado provocaram melhoras sensíveis nas quantidades de papéis indexados ao câmbio. As consecutivas trocas por papéis prefixados já alteraram o perfil deste mercado.

A figura abaixo ilustra a composição da dívida pública mobiliária de acordo com o indexador (comparando os meses de setembro de cada ano). Em setembro de 2006, 41.46% dos papéis em poder do público eram indexados a taxa Selic, o equivalente a R\$ 440 bilhões. Este valor vem sendo reduzido significativamente desde 2003 quando o Tesouro Nacional passou a trocar os papéis prefixados ou atrelados a algum índice de preços. No período em análise, 32,83% dos títulos eram prefixados enquanto 21,51% corrigidos por índices de preços, correspondendo respectivamente a R\$ 348 bilhões e R\$ 228 bilhões.

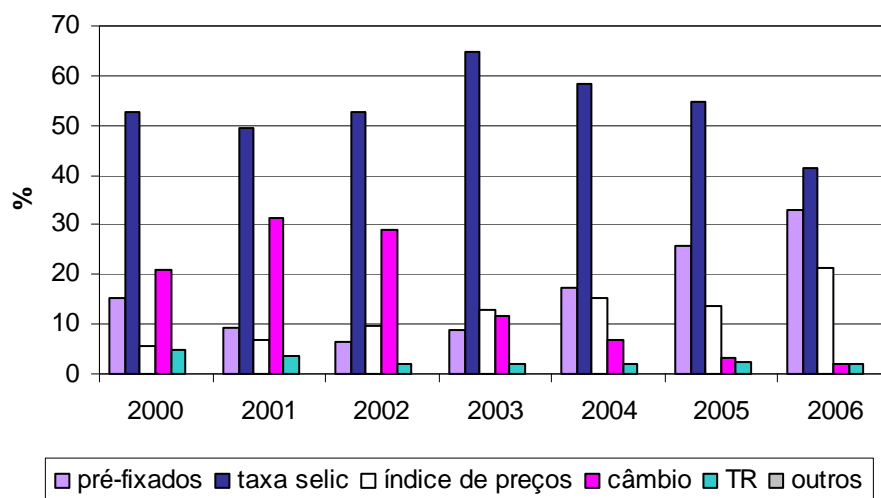


Figura 5 – Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade

Fonte: Notas para a imprensa – Política Fiscal, Banco Central do Brasil (2006). **Elaborado pela autora.**

* Posição no mês de setembro de cada ano.

Devido às medidas implantadas pelo Banco Central, a fim de reduzir a participação de títulos pós-fixados e atrelados à taxa Selic e ao câmbio, vê-se que a demanda por títulos prefixados e remunerados por índices de preços aumentou: em agosto de 2003, 64,7% da dívida mobiliária brasileira interna eram compostas por LFT, enquanto 7,4% eram LTN. Após três anos – em setembro de 2006, 41,46% são LFT (conforme indicado anteriormente) e 32,83% LTN.

2.2 Perfil dos títulos brasileiros

A emissão de títulos públicos é de responsabilidade do Tesouro Nacional e do Banco Central. O Tesouro Nacional possui uma maior gama de papéis para satisfazer as necessidades de financiamento da Dívida Pública Federal: são dezoito tipos; já o Banco Central tem à disposição quatro outros.

Os papéis têm por objetivo principal financiar os déficits orçamentários. Diferenciam-se pelos diferentes prazos e formas de resgate, valor nominal, indexador e finalidade específica de financiamento.

Dos títulos de responsabilidade de emissão do Tesouro Nacional estão: BNT (Bônus do Tesouro Nacional), LFT (Letras Financeiras do Tesouro – além das séries A e B) e NTN (Notas do Tesouro Nacional – séries A [A1, A3, A6, A10], B, C, D, F, H, I, M, P, R2). Os de responsabilidade do Banco Central: BBC (Bônus do Banco Central do Brasil), NBC (Notas do Banco Central do Brasil – séries A, Especial e Flutuante). Dentre todos, os mais negociados são os emitidos pelo Tesouro Nacional, cujas características são (de acordo com ANDIMA e Tesouro Nacional):

- a) LFT – Letras do Tesouro Nacional: inclui as séries A e B, compõe aproximadamente 42% da dívida pública. São títulos pós-fixados, com taxa de juros nominal, indexados à taxa Selic, e com data base em 01/07/2000. Seu “destino é a assunção, pela União, da dívida de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal”. (ANDIMA, 2003, p. 21).
- b) LTN – Letras do Tesouro Nacional: representa 32,02% da dívida. Papel prefixado, com taxa de juros nominal, não possui indexador e data base, dessa forma sua rentabilidade é dada pelo deságio sobre o valor nominal.
- c) NTN – B: Notas do Tesouro Nacional – Série B: 14,82% da dívida são deste título. É pós-fixado, com taxa de juros real, indexados ao IPC-A. Sua data base é em 15/07/2000, sendo seu cupom anual em 6% e pagamento semestral de juros.
- d) NTN – C: Notas do Tesouro Nacional – Série C: representa 6,29% da dívida mobiliária interna brasileira. Papel pós-fixado, com taxa de juros real, remunerado pelo índice de preços IGP-M, com data base em 01/07/2000 e cupom anual de 6%. O pagamento de juros também é semestral.

- e) NTN – F: Notas do Tesouro Nacional – Série F: Com menor representatividade (2,25%). Papel prefixado, com taxa de juros nominal, não possui indexador e data base, e seu cupom cambial é 10% e seu rendimento é dado pelo deságio sobre o valor nominal.

2.3 Estrutura de oferta

O mercado de dívida pública é dividido em primário e secundário, sendo o primeiro responsável pela compra inicial de títulos e o segundo a dar liquidez aos mesmos.

2.3.1 Mercado Primário

A colocação dos novos títulos públicos do Tesouro Nacional é o chamado mercado primário, sendo realizada através do Banco Central, por meio de leilões. Assim o BACEN é responsável também por acolher e processar as propostas, divulgar resultado de leilões e realizar a liquidação financeira.

Para formar um mercado mais competitivo, o governo tem que escolher o tipo de leilão, promover a maximização dos rendimentos e desenvolver a eficiência de mercado. No Brasil, o Banco Central e o Tesouro Nacional normalmente iniciam a oferta pública com a divulgação de uma portaria de informa o tipo de leilão e as regras específicas que estes leilões irão ocorrer.

O sistema de *dealers* primários também proporciona maior liquidez ao segmento. O TN e o BC escolhem os componentes deste grupo dando-lhes o direito especial de negociar nos leilões do mercado primário e posteriormente, conduzi-las ao mercado secundário. Devem atuar como *market makers* no mercado secundário, e garantir o *bid-ask spread* mais ajustado.

A divulgação das ofertas deve seguir as condições específicas divulgadas mensalmente pela STN – Secretaria do Tesouro Nacional, que referem-se a quantidade de títulos a serem emitidos, a modalidade do papel, data de liquidação e vencimento. Cada negociante pode apresentar até cinco ofertas, lembrando que o participante deve estar cadastrado junto ao SELIC, ou ofertar através de instituições credenciadas. Estes são os chamados leilões primários ou formais, nestes:

A grande maioria das emissões da dívida mobiliária interna ocorre sob forma competitiva, por leilões de preços múltiplos, no qual o corte é feito no montante em que a demanda se iguala à oferta estabelecida na portaria do leilão. As propostas são

organizadas segundo uma ordem decrescente de preços (ou crescente, no caso de leilão de compra), e as propostas vencedoras selecionadas com base no critério de melhor preço para o Tesouro Nacional. (ANDIMA, 2003, p. 30).

Esta modalidade busca a participação do público em geral e segue um cronograma de duração de três a cinco dias.

Outra modalidade de leilão é a informal. Neste, as ofertas se dão somente através de *dealers* do Banco Central. Os *dealers* são instituições autorizadas a operar com o Demab – Departamento de Mercado Aberto do Banco Central e a Codip – Coordenação Geral de Operações da Dívida Pública da Secretaria do Tesouro Nacional. Este mercado é acionado quando o Banco Central tem urgência, para regular “a liquidez do mercado de moeda de forma a trazer a taxa Selic próxima da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária” (FANINI, 2005, p.65), e por isso estes leilões possuem prazos muito curtos. Assim que acionados, os *dealers* devem buscar no mercado compradores afins das condições propostas pelo BACEN. Dessa forma, eles competem entre si para obtenção de propostas vencedoras, uma vez que permanecem como *dealers* instituições “com presença ativa no mercado de títulos públicos federais”.

No Brasil, o sistema de *dealers* é dividido em duas categorias: *dealers* primários e *dealers* especialistas. Os *dealers* primários têm a função de atuar nos leilões do mercado primário de títulos públicos, e o grupo é composto por dez instituições (ver quadro 1). Os *dealers* especialistas possuem a função de atuar no mercado secundário de títulos públicos, dando liquidez aos títulos que eles administram, sendo este grupo formado por doze instituições (ver quadro 3).

A partir de 15 de Agosto de 2003, o Bacen passou a exigir um patrimônio de referência de 50% do “mínimo fixado pelas instituições com carteira comercial” (ANDIMA, 2003, p.31) e por isso as instituições podem permanecer somente por um tempo neste mercado.

As instituições credenciadas a operar com a CODIP e com o DEMAB entre o período de 10/08/2009 a 31/01/2010 são:

Quadro 1: *Dealers* Primários

NOME DA INSTITUIÇÃO
1. BANCO BRADESCO S/A
2. BANCO CITIBANK S/A
3. BANCO DE INVESTIMENTOS CREDIT SUISSE (BRASIL) S/A
4. BANCO DO BRASIL S/A
5. BANCO FIBRA S/A
6. BANCO ITAÚ S/A
7. BANCO SANTANDER BRASIL S/A
8. BANCO UBS PACTUAL S/A
9. BANCO SANTANDER BRASIL S/A
10. CAIXA ECONÔMICA FEDERAL

FONTE: Banco Central do Brasil, janeiro/2010.

Quadro 2: *Dealers* Especialistas

NOME DA INSTITUIÇÃO
1. BANCO BARCLAYS S/A
2. BANCO BRADESCO S/A
3. BANCO CITIBANK S/A
4. BANCO DO BRASIL S/A
5. BANCO ITAÚ S/A
6. BANCO JP MORGAN S/A
7. BANCO UBS PACTUAL S/A
8. BANCO VOTORANTIM S/A
9. CM CAPITAL MARKETS CCTVM LTDA
10. RENASCENÇA DTVM LTDA

FONTE: Banco Central do Brasil, janeiro/2010.

2.3.2 Mercado Secundário

No mercado secundário são negociados os papéis já emitidos pelo Banco Central. Nele, os detentores têm a chance de vender seus ativos antes do vencimento, recebendo ganhos parciais.

Atualmente estão cadastrados 4552 participantes, dos quais 136 são liquidantes, 4288 não liquidantes subordinados e 128 não liquidantes autônomos. De acordo com a Andima:

Os liquidantes são, obrigatoriamente, os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira comercial e as caixas econômicas e, opcionalmente, os bancos de investimentos. Os não-liquidantes liquidam suas operações através dos liquidantes, segundo acordo entre as partes. Os bancos, caixas econômicas, corretoras e

distribuidoras registram as operações de seus clientes em contas especiais (contas clientes). (2003, p.33).

Dentre os inscritos destacam-se primeiramente os Fundos de Investimento cadastrados de acordo com a Instrução com 3366 instituições cadastradas, seguido por Entidade Aberta de Previdência com 229 inscritos e em terceiro, 120 Bancos Comerciais Privados.

2.3.3 Formação de preços

Segundo Fanini (2005), em 2002, o Banco Central estabeleceu normas para tornar obrigatória a marcação a mercado dos ativos que compõem a carteira dos diversos *portfólios* mantidos e/ou administrados por instituições financeiras, gestores de fundos de investimentos, fundos de pensão, empresa de seguro etc.

Para que esta marcação ocorra, é necessário que as instituições que possuem títulos do governo “sejam informadas diariamente sobre o valor dos títulos públicos que possuem em carteira, o que gera a necessidade de precificação dos títulos públicos, que é o estabelecimento de preço para todos os títulos públicos que estão no mercado secundário”. (FANINI, 2005, p.74).

Com isso, o Banco Central e o Tesouro Nacional delegaram a ANDIMA a divulgação dos preços dos títulos públicos. Assim, diariamente a ANDIMA informa o valor dos papéis negociados assim como as taxas indicativas dos agentes em relação à rentabilidade desses ativos. As cotações são calculadas segundo informações colhidas junto aos *dealers* do Banco Central e outras instituições que se destacam no mercado secundário. No entanto, como existem diversos vencimentos dos papéis da dívida, nem sempre é possível obter amostra significativa para a precificação de todos os papéis que são negociados no mercado financeiro.

Conforme Andima (2003), devido a baixa liquidez deste mercado, ao invés de atuar como balizador (*benchmark*) para os demais – assim como ocorre em economias desenvolvidas –, este mercado acaba desempenhando papel secundário na construção e curvas de juros, levando os agentes a buscarem outros parâmetros.

A associação explica que no caso de papéis atrelados ao câmbio e os prefixados, as fontes de referências são os mercados de derivativos (*swaps* e futuros), pois são bastante líquidos e são negociados em ambientes privados. Dessa forma, adiciona-se às cotações o prêmio de risco.

Com relação aos papéis indexados a índices de preços, tais como NTN-C e NTN-B, como não existem mercados derivativos líquidos, suas cotações são baseadas na expectativa das taxas reais de juros e prêmio de risco.

Por último, os títulos atrelados à Taxa Selic também apresentam dificuldade na formação de preços, devido a inexistência de mercados de arbitragem. Neste caso,

O prêmio (ou deságio) negociado pode ser expressão de variáveis individuais ou cumulativas. Argumenta-se., nesses casos, que o prêmio de papéis que se ajustam imediatamente às flutuações de juros pode ser atribuído a risco de crédito (ligado à incerteza de natureza política) ou de liquidez. (ANDIMA, 2003, p. 32).

2.3.4 Custos de transação

Durante as transações financeiras realizadas com títulos públicos, dois são os tributos que incidem sobre estas operações: a CPMF – Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira e o IOF – Imposto sobre Operações Financeiras, que incide sobre resgates e repactuação de títulos e valores mobiliários com prazo abaixo de 30 dias.

A CPMF é o imposto que mais encarece as transações no setor produtivo e financeiro. Dessa forma, no relatório econômico da Andima (2003), a associação apresenta uma proposta para isentar este tributo nos resgates destinados a aplicações financeiras de mesma titularidade – esta proposta será melhor apresentada no próximo capítulo.

O relatório apresenta as vantagens e desvantagens desta cobrança. Nos argumentos pró está a vantagem de se reduzir a evasão fiscal, pois é “recolhido pela rede bancária ao fisco semanalmente, sem qualquer tipo de compensação com outros tributos.”(SILVA, 2004, p. 86).

Dentre as desvantagens, estão os efeitos negativos sobre as decisões de investimento, inibindo a negociação de títulos públicos e privados entre os agentes da economia e penalizando a troca de aplicações na busca de melhores rentabilidades. Dada sua incidência cumulativa, acaba restringindo as operações do mercado secundário, tornando-o ainda mais ilíquido.

2.4 Estrutura de Demanda

O mercado brasileiro de dívida pública apresenta elevada concentração de tomadores, apesar dos esforços do Tesouro Nacional para ampliar a base de investidores e aumentar a capilaridade do sistema. Os principais tomadores são os fundos de investimento, seguidos da

carteira própria de instituições financeiras, contas vinculadas (depósitos compulsórios, garantias nas *clearings* privadas), pessoas jurídicas não-financeiras e financeiras, pessoas físicas e outros.

Fazendo um comparativo entre novembro/1999 – quando efetivamente começaram a ser implantadas medidas para pulverizar a base de investidores e setembro de 2006, podemos verificar a evolução dos detentores de títulos. Em novembro de 1999, a Dívida Mobiliária Federal Interna estava no patamar de R\$ 381.689 bilhões. Nesse período, os Fundos de Investimento⁷ e as Carteiras Próprias já dominavam a demanda deste mercado. O primeiro detinha 38,81% dos papéis, enquanto o segundo 34,32%.

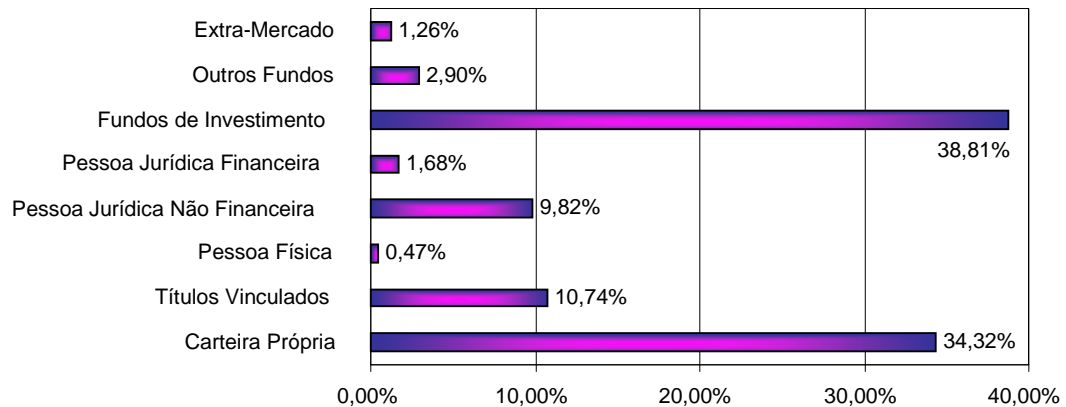


Figura 6 – Detentores dos títulos públicos (em nov/1999)

Fonte: Notas para a imprensa – Política Fiscal, Banco Central do Brasil (1999). **Elaborado pela autora.**

Em setembro/2006 a dívida chegou a R\$ 1.017 trilhões. Os maiores possuidores destes papéis eram os Fundos de Investimento, com 49,62% e em seguida as Carteiras Próprias, detendo 31,96%, novamente.

Com isso, devemos enfatizar que a dívida do governo está no poder dos bancos comerciais e de investimento, uma vez que aqueles possuem carteiras próprias e ambos administram fundos de investimento (aproximadamente 82% dos ativos da dívida pública brasileira), o equivalente a R\$ 830 bilhões.

⁷ Em novembro de 1999 foram criadas as contas individuais para os Fundos de Investimentos, ou seja, as operações dos FI passaram a ser registradas em contas individualizadas no SELIC, conforme Circular n° 2.893, de 27.05.1999.

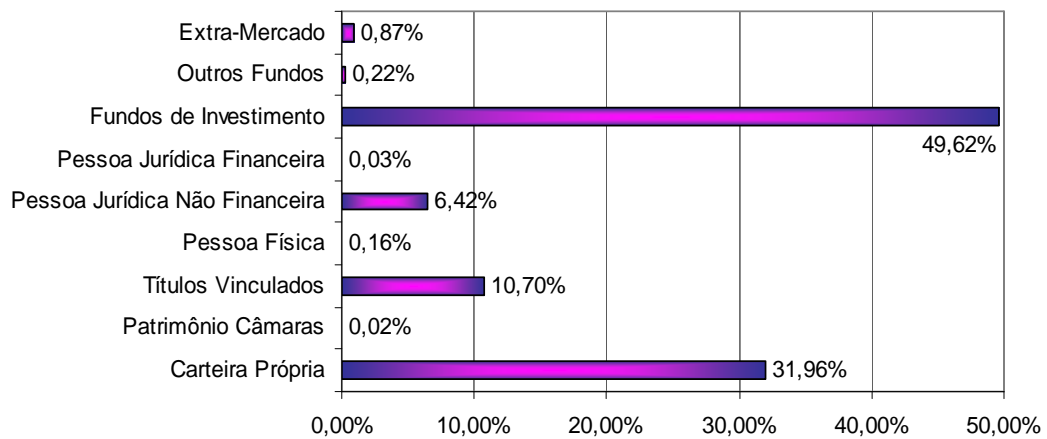


Figura 7 – Detentores dos títulos públicos (em set/2006)

Fonte: Notas para a imprensa – Política Fiscal, Banco Central do Brasil (2006). **Elaborado pela autora.**

Carteira Própria

A Carteira Própria de Instituição Financeira possui expressiva participação entre os detentores dos títulos públicos, sendo composta por Banco Comercial Nacional/Estrangeiro, Banco de Investimento Nacional/Estrangeiro, Corretora – Distribuidora Nacional/Estrangeira e Outros. Dentre os investidores desta categoria, a Carteira Própria de Bancos Comerciais Nacionais detinham em setembro/2006 84,51% dos títulos federais (R\$ 276.703 bilhões) em aplicações ditas “de tesouraria”, onde a presença do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal é de suma importância. Os bancos estrangeiros possuem aproximadamente 11% dos títulos disponíveis no mercado. Dentro deste *portfólio*, destaca-se a LFT, no valor de R\$ 162 bilhões.

Quadro 3: Posição Carteira Própria (set/2006)

Carteira Própria	%
Banco Comercial Nacional	84,51
Banco Comercial Estrangeiro	11,04
Bando de Investimento Nacional	2,62
Bando de Investimento Estrangeiro	0,63
Corretora - Distribuidora Nacional	0,36
Corretora - Distribuidora Estrangeira	0,06
Outros	0,78
Total	100,00

Fonte: Banco Central do Brasil, agosto/2006.

Segundo Fanini (2005), os títulos de propriedade dos bancos fazem parte de seu capital, que se forma através dos lucros anuais dessas entidades e que, em sua maior parte, se deve à elevada remuneração oferecida pelos títulos públicos brasileiros. Os títulos em carteira

própria formam uma espécie de ativo imobilizado remunerado pelo governo, “já que não podem ser repassados para o público em geral em forma de empréstimos, permanecendo, dessa forma, fora do circuito de financiamento da produção e do consumo”.

Títulos Vinculados

Os Títulos Vinculados, que segundo a Andima (2003) correspondem ao “recolhimento compulsório/encaixe obrigatório, garantias nas *clearings* privadas, aumento de capital e empréstimo de liquidez, entre outros” possuíam em Setembro de 2006 R\$ 109 bilhões, o equivalente a 10,82% da dívida mobiliária brasileira. Diferentemente dos outros detentores, os Títulos Vinculados são o único grupo cujo portfólio possui maior quantidade de LTN do que LFT, R\$ 43 bilhões e R\$ 24 bilhões respectivamente.

Pessoa Física

Com relação às Pessoas Físicas, estas possuem ínfima participação neste mercado. No período em análise, apenas 0,16% dos papéis estão em seu poder, sendo que em primeiro lugar a LFT com R\$ 580 bilhões, seguidos pela LTN com R\$ 443 bilhões e depois R\$ 401 bilhões. O brasileiro não possui incentivos para investir neste mercado, principalmente pela questão tributária. Para aumentar a participação das pessoas físicas, desde Janeiro de 2002 o Tesouro Nacional vem criando medidas que visam aumentar a informação e acesso deste grupo aos leilões tradicionais. Tais medidas serão melhores explicadas no próximo capítulo.

Pessoa Jurídica Não Financeira

As Pessoas Jurídicas Não Financeiras correspondem a 6,42% deste mercado em setembro de 2006 ou R\$ 65 bilhões. A demanda deste grupo é mais atípica, dentre os títulos mais requisitados estão a NTN-B (44,59%), LFT (25,17%) e NTN-C (16,84%), sendo que as NTN corrigidas por índices de preços e a LFT pela SELIC.

Pessoa Jurídica Financeira

A participação das Pessoas Jurídicas Financeiras vem se reduzindo. Em Agosto de 2003 este grupo detinha 0,42 da dívida, em Setembro de 2006 representa 0,3%, sendo que neste último o papel de maior preferência é a LFT, representando aproximadamente 74% do portfólio desta categoria, seguida pela LTN (14%) e NTN- B (6,7%).

Fundos de Investimento

Por último, a categoria com maior destaque é a dos Fundos de Investimento, que como já mencionado acima, detinham no período aproximadamente 50% da dívida mobiliária, somando um patrimônio de R\$ 504 bilhões. Entre os papéis mantidos em conta estão a LFT com (41,68% ou R\$ 210 bilhões), LTN (39,46% ou R\$ 199 bilhões), NTN-B (10,23% ou R\$ 51 bilhões) e NTN-C (6,64% ou R\$ 33 bilhões).

Conforme explicado por Fanini (2005), os FI são entidades contábeis administradas por bancos comerciais ou de investimentos e são propriedades de seus cotistas, sendo estes formados por pessoas físicas e jurídicas somando milhões dentro das centenas de categorias oferecidas pelos bancos. A grande participação de pessoas físicas e jurídicas ocorre pelo fato de estes investidores preferirem realizar suas aplicações indiretamente ao invés de operarem no mercado por conta própria, devido à falta de informações quanto aos variados papéis, retornos e prazos, conforme analisado anteriormente.

Os FIFs tornaram-se alternativa atraente de investimentos a partir do ano de 1999, quando passaram a oferecer liquidez total aos seus cotistas, ou seja, os proprietários de cotas dos FIFs podem vendê-las a qualquer momento, recebendo o valor correspondente ao valor de suas cotas, o que dá a impressão, aos cotistas dos fundos, de estarem com os seus recursos financeiros aplicados em uma conta remunerada com garantia do capital investido. (FANINI, 2005, p.27).

Em que se pese o regime de câmbio flutuante, sistema de metas de inflação e austeridade fiscal, o Tesouro Nacional passou a estender os prazos, valendo-se de papéis prefixados ou atrelados à inflação. Porém, como salienta Ferreira (2004), a dificuldade nesta transição é fazer com que os participantes deste mercado demandem, sobretudo títulos prefixados, pois a preferência por títulos pós-fixados é observada até mesmo em períodos de alta inflação e sucessivos calotes. Assim, como já sinalizado:

a demanda majoritária por papéis pós-fixados vem dos fundos de investimento. Isto decorre do fato de possuímos um indexador na economia brasileira – a taxa interbancária ou CDI – que baliza a grande maioria dos ativos e passivos de investidores, empresas e bancos. Assim, a indústria de fundos no Brasil possui grande parcela de ativos referenciados aos CDI. (FERREIRA, 2004, p. 7).

Dessa forma, a procura por títulos prefixados existe devido aos fundos de investimento de Renda Fixa, bancos e fundos de investimento alavancados (fundos multimercado ou hedge funds estrangeiros). Esta demanda é marcante em ambientes de corte na taxa de juros, levando os bancos a comprarem títulos pré na tentativa de ganhos de capital. Porém, como explica Ferreira (2004), estas instituições compram LTN e NTN-F do Tesouro Nacional, no entanto

vendem para seus clientes depósitos e cotas de fundos indexados ao CDI (CDBs e Fundos – DI), concentrando na carteira prazos curtos.

Entretanto, apesar de os fundos de investimento serem os maiores detentores da dívida pública, não são legalmente obrigados a adquirir estes títulos. A legislação vigente diz que as carteiras dos fundos devem ser constituídas por ativos disponíveis no mercado financeiro e que cumpram com os requisitos da classe de cada fundo. Além disso, a regulamentação exige que os ativos em poder dos fundos sejam custodiados e registrados em contas abertas em nome dos fundos, junto ao Selic ou em sistemas de liquidação e registro de ativos autorizados a funcionar pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Os fundos de investimentos possuem duas classificações, uma elaborada pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID, realizada em 2001 e outra pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A primeira instituição classifica os fundos em dezessete categorias, sendo elas: Fundos Curto Prazo, Fundos Referenciados; Fundos Renda Fixa; Fundos Multimercados; Fundos IBOVESPA; Fundos IBX; Fundos de Ações Setoriais; Fundos de Ações Outros; Fundos Cambiais; Fundos Mútuos de Privatização; Fundos de Previdência; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; Fundos de Investimento Imobiliário; Fundos de Índices; Fundos de Dívida Externa; Fundos Offshore; Fundos Fechados.

Com relação aos Fundos de Renda Fixa, a Anbid ainda os subdividem em: Renda Fixa; Renda Fixa Crédito e Renda Fixa Alavancados.

Já a CVM classifica os Fundos de Investimento da seguinte maneira: Curto Prazo; Referenciado; Renda Fixa; Multimercado; Ações; Cambial e Dívida Externa.

De acordo com a instrução 409 da CVM, que rege os fundos de investimento, cada tipo de fundo deve manter certo percentual de títulos públicos em sua carteira. No caso dos Fundos Referenciados, estes devem apresentar no mínimo 80% de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativa de títulos de emissão do TN ou do BC e títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente.

Vimos até agora que o mercado brasileiro de dívida pública mobiliária federal no Brasil apresenta elevada concentração de tomadores, apesar dos esforços do Tesouro Nacional para ampliar a base de investidores e aumentar a capilaridade do sistema.

No primeiro capítulo, vimos que a participação de investidores de vários segmentos de mercado contribui para o aumento das negociações, amplia o horizonte dos investimentos e contribui para a redução do nível de risco de liquidez. Investidores com características distintas se expõem ao risco de forma diferenciada e, conseqüentemente, sua ação estratégica frente a uma nova informação é também diferente. Essa heterogeneidade dos participantes torna o mercado menos vulnerável a ataques especulativos.

Uma forma recomendável de diversificar a base de investidores no mercado de títulos públicos, entre outros fatores, seria abolir as regras que impedem os não residentes de negociar ativos domésticos, assim como permitir que investidores residentes negociem ativos estrangeiros. A razão principal seria diversificar o nível de risco nas negociações, pois os não residentes tendem a apresentar propensão ao risco diferente dos investidores residentes e podem reagir diferentemente a uma nova informação e aceitar negociar títulos mais longos, contribuindo para o alongamento da dívida.

Seguindo esta linha de recomendações, várias políticas passaram a ser implantadas no Brasil a partir de 1999, no sentido de ampliar a base de investidores do mercado de títulos públicos, na busca por um aumento da liquidez desse mercado. O próximo capítulo sumariza tais políticas.

“A adoção de medidas voltadas especificamente para a expansão da liquidez e do mercado de dívida é (...) relativamente recente e (...) foi marcada por períodos de avanços e retrocessos, conforme a volatilidade da economia doméstica e a reação do mercado local às crises externas”. (Relatório da Andima)

3. POLÍTICAS EM CURSO PARA DIVERSIFICAR A BASE DE INVESTIDORES E AMPLIAR A LIQUIDEZ DO MERCADO BRASILEIRO

Este capítulo apresenta as principais alterações realizadas no mercado brasileiro de dívida pública a partir de 1999, com a intenção de promover a liquidez do mercado, alongar prazos, e principalmente diversificar a base de investidores.

Nos últimos 15 anos, a Dívida Pública Mobiliária Federal obteve forte crescimento, chegando a representar em 2006, aproximadamente 50% do PIB.

No entanto, como explica Fanini (2005, p. 49), o início do crescimento ocorreu nos anos de 1993 e 1994 quando as reservas do Banco Central aumentaram cerca de 2,5% do PIB a.a., possibilitando que o Real se ancorasse no câmbio e por outro lado, gerasse “um processo em que a esterilização das operações externas aumentava a dívida pública”. Por conseguinte, o câmbio passa a se valorizar, auxiliando na redução da taxa de inflação em comparação à insumos importados e a concorrência de bens de consumo importados. Em 1994, houve a crise do México que viabilizou a saída de capitais externos, então o governo passou a intervir através de bandas cambiais e realizando desvalorizações periódicas e em seguida, elevar as taxas de juros para conter a fuga dos capitais financeiros. Este cenário era mantido com o intuito de manter a Conta Capital superavitária em oposição ao déficit da Conta Corrente e amenizar as pressões internas de demanda.

Como prossegue Fanini (2005), em 1999 ocorreram as crises asiática e russa que provocaram novamente fuga de capitais, obrigando o governo brasileiro a aumentar mais uma vez as taxa de juros e a vender suas reservas. Assim, em Junho do mesmo ano, o governo do Brasil adotou o regime de metas de inflação. Assim, a conservação da taxa Selic a elevados patamares ajudou aumentar mais que 100% a dívida interna, passando de R\$ 438,80 bilhões em dezembro de 1999, para R\$ 1.017 bilhões em setembro de 2006, uma vez que cerca de 50% dos papéis emitidos são remunerados pela taxa Selic.

No ano de 1999 foi concretizada também a meta de superávit primário na tentativa de estabilizar a relação dívida/PIB. Tal medida pode ser mais eficaz a partir de 2000 com a implantação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

No Brasil, as negociações no segmento de renda fixa, que englobam papéis da dívida pública e privada, são predominantemente realizadas em balcão, permitindo aos participantes negociar diretamente entre si, em geral, por meio de telefone ou de sistemas eletrônicos. Ocorre que,

há predominância de operações interfinanceiras e de elevado valor unitário, de ativos de precificação complexa e de participantes especializados, tais como instituições financeiras e investidores institucionais. Como o processo de formação de preços não decorre de simples encontro entre propostas de compra e venda, mas leva e, consideração uma grande diversidade de fatores, os esforços para aumentar a transparência no segmento são plenamente justificáveis, uma vez que as informações existentes podem não ser tempestivas, suficientemente amplas ou constituir parâmetro adequado para outros negócios. (SAMPAIO, 2005; p. 1-2).

O mesmo autor prossegue caracterizando as peculiaridades do mercado secundário brasileiro de títulos de renda fixa. Sampaio (2005) evidencia que a memória inflacionária e o histórico de abrandamento da política fiscal são parcialmente responsáveis pelo baixo estoque e liquidez. As LFT foram criadas para que a moeda indexada protegesse parte dos agentes que tinham acesso ao mercado financeiro. Porém, após dez anos da estabilização de preços, a redução expressiva da volatilidade dos preços básico da economia – juros e câmbio-, não ocorreu. Com isso, os investidores mantiveram-se avessos ao risco, evitando apresentar em seus *portfólios* ativos de longo prazo.

Como anteriormente iniciado, as crises financeiras ocorridas na década de 1990 fizeram com que instituições internacionais – como o BIS e FMI – e governos voltassem para a questão da dívida pública como sustentabilidade e eficiência do mercado financeiro. Esta preocupação gerou diversos estudos e recomendações para promover a equidade deste mercado para ampliar a liquidez.

Dentre as recomendações dos organismos acima citados, evidencia-se "a mudança na estrutura institucional de negociação dos títulos para reduzir o custo de transação e melhorar a liquidez e formação de preços" (SILVA; CUNHA, 2007, p.1). A eficiência deste mercado pode gerar benefícios de interesse público e privado, se alastrando para os cenários macro e microeconômico.

Conforme as autoras, do ponto de vista macroeconômico, esta melhor gestão aumenta a eficiência da política monetária e os benefícios influenciam a manutenção da política monetária para todas as taxas de juros da economia. Pelo lado microeconômico, aprimora a eficiência e sustentabilidade do mercado, uma vez que intensifica a competição e torna o processo mais eficiente pelo fato de novos produtos e serviços serem introduzidos na economia.

No âmbito nacional, a crise cambial de 1998/99, as turbulências enfrentadas em 2002 e, recentemente, a elevação da taxa de juros americana em maio de 2006, reforçaram a noção de que o mercado brasileiro de títulos públicos apresenta problemas de liquidez e relevantes ineficiências operacionais. No tocante das condições de financiamento, estas são desfavoráveis, pois os prazos de vencimento são curtos, apresenta concentração em seus detentores – estender a participação para investidores do varejo é ponto crucial para ampliar o volume negociado – e rentabilidade atrelada à taxa selic – o que torna mais vulnerável a crises financeiras.

Apesar de apresentar um mercado de títulos público bastante desenvolvido para os padrões de países emergentes, diversas mudanças foram e devem ser realizadas com o intuito de promover a estabilidade econômica via ampliação da liquidez e transparência do mercado secundário de títulos.

3.1 Medidas lançadas em 1999 pelo BCB e STN

A partir deste cenário, em 04 de novembro de 1999, o Banco Central do Brasil e a Secretaria do Tesouro Nacional divulgaram o primeiro conjunto de medidas para aumentar a liquidez do mercado secundário da dívida pública mobiliária federal, baseado nas experiências internacionais.

A liquidez foi identificada como a questão central, sendo o principal inibidor da participação de agentes no mercado primário, fazendo elevar-se o prêmio de risco dos papéis federais.

Tais propostas possuem forte influência da teoria da microestrutura de mercado, uma vez que visam promover mudanças que reduzam a assimetria de informação, tornem o mercado mais transparente, mais líquido e capaz de suportar um maior número de negociações.

Segundo estas instituições, no mercado primário, o excesso de oferta de títulos não incentiva as instituições financeiras a recorrerem ao mercado aberto, devido ao grande número de vencimentos que prejudicam a formação de preços e diminuem a liquidez destes papéis. Já no mercado secundário, observou-se a redução de participantes nos últimos anos, o que afetou as negociações do sistema. Ademais, “a atual previsibilidade da taxa ‘overnight’ vem reduzindo sistematicamente o volume de negócios no mercado de reservas bancárias”.

Abaixo, seguem os 21 itens do relatório Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – Mudanças nos Mercados Primário e Secundário que contemplam as medidas, produtos e projetos desta reformulação, seguidos do seu atual *status* de acordo com as observações do relatório da ANDIMA divulgado em 2006 – Mercado de Balcão de Renda Fixa: Um agenda de debates.

Quadro 4: Resumo do quadro de medidas

- | |
|--|
| <p>1- Redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimento dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição de frequência de ofertas públicas.</p> <p>2- Divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissões de títulos a serem colocados por ofertas públicas.</p> <p>3- Ofertas públicas de títulos de prazo longo com rentabilidade prefixada, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra.</p> <p>4- Lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda (“<i>put</i>”)</p> <p>5- Compra e venda final de títulos curtos em complementação aos “<i>go-around</i>” de reservas bancárias realizados pelo Banco Central.</p> <p>6- Realização periódica de “<i>go-around</i>” de compra ou venda de títulos públicos.</p> <p>7- Realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares e predefinidos de compra de títulos públicos.</p> <p>8- Criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários de juros (Zero-coupon bond).</p> <p>9- Permitir a negociação em separado do principal e dos cupons (“<i>strips</i>”) dos títulos cambiais com prazo inferior a 5 anos.</p> <p>10- Lançamento de títulos no SELIC, com liquidação financeira em D+1.</p> <p>11- Estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário, mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico.</p> <p>12- Facilidades para as instituições financeiras assumirem posições vendidas (“<i>short</i>”).</p> <p>13- “<i>Go-around</i>” de títulos prefixados com compromisso de recompra (“<i>reverse repo</i>”) para as instituições “<i>dealers</i>” cobrirem posições vendidas (“<i>short</i>”).</p> <p>14- Divulgação diária, pela Andima, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambial em circulação.</p> |
|--|

- 15- Desenvolvimento de sistema para registro no SELIC das operações a termo com títulos federais.
- 16- Flexibilizar o limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais
- 17- Incentivo para as Bolsas criarem mercado derivativo das opções de venda lançadas pelo Banco Central.
- 18- Oscilação da taxa “*overnight*” ao redor da meta para a Taxa SELIC.
- 19- Alteração do processo de seleção dos “dealers” do Banco Central, de modo a privilegiar a capacidade de serem “*market-makers*”.
- 20- Reuniões periódicas do Banco Central e do Tesouro nacional com os “dealers”, com as agências de “*rating*”; e com os clientes associações de classe.
- 21- Divulgação periódica de Nota para a Imprensa, contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez.

Fonte: Banco Central do Brasil, novembro de 1999.

As três primeiras propostas priorizavam o mercado primário; e pretendiam incentivar o alongamento do prazo médio das emissões da dívida através da redução das ofertas e número de vencimentos dos papéis, ampliar a credibilidade e reduzir o risco da dívida por meio da concentração dos leilões, redução da previsibilidade dos preços, facilitar a montagem de ofertas e alterar a composição da DPMFi em favor de títulos prefixados. Apenas a primeira e a segunda obtiveram sucesso, enquanto a terceira chegou a ser implantada, mas não teve continuidade.

Já as outras dezoito focavam a ampliação da liquidez no mercado secundário, elevando o número de negócios através da ampliação do número de participantes. Em geral, pretendiam ampliar a liquidez e transparência do mercado, via criação de publicações periódicas e sistemas eletrônicos, além da alteração do perfil das emissões. Conforme acima, apenas as medidas 4, 8, 17 e 18 não chegaram a ser implantadas.

Após a maturação destas primeiras medidas, uma série de novas iniciativas foram adotadas diante de um ambiente de estabilidade das políticas monetárias e fiscais, de convergência da inflação às suas metas e os seguidos superávits nas contas externas. Conforme ANDIMA (2006), além do aprofundamento das medidas de perfil micro, outras mais foram criadas, focando também a questão macro e institucional.

No âmbito da microestrutura, foram iniciadas outras medidas que estão identificadas no quadro abaixo. A primeira e a quarta visam a ampliação da liquidez de mercado. A segunda visa o alongamento do prazo dos títulos públicos. Com relação ao aumento da transparência de mercado, a terceira, quarta e quinta também se preocupam com esta questão,

sendo que a criação do Tesouro Nacional preocupa-se ao mesmo tempo com a ampliação da base de investidores (tal medida será melhor analisada no próximo item).

Quadro 5: Medidas de Natureza Microestrutural

Medida	Descrição
Empréstimos de títulos	O BC incluiu as NTN-B entre os títulos que podem ser objeto das operações conjugadas e o CMN autorizou a realização de operações de empréstimo e troca de títulos de renda fixa.
Criação de referenciais alternativos	A ANDIMA passou a divulgar a família de índices IMA, referenciais alternativos ao DI voltado para carteiras integradas por títulos públicos diversos ou específicos.
Precificação	A ANDIMA passou a precificar uma amostra representativa de debêntures diariamente.
Sistemas eletrônicos	Início do funcionamento do CetipNet (abril/2002) e do Sisbex (maio/2004)
Tesouro Direto	Programa de acesso de pessoas físicas à compra e à recompra de títulos da dívida pública federal, por meio da Internet.

Fonte: Adaptação do Relatório da ANDIMA: Mercado de Balcão de Renda Fixa: Uma agenda de debates. (2006).

Com relação a questão institucional, algumas medidas também foram criadas, principalmente no que se diz respeito a tributação, conforme quadro 5 (próxima página). A criação da Conta Investimento em 2004 e a régua de incidência de imposto de renda foram implantadas visando o alongamento de prazos, uma vez que incentiva os investidores a postergar o período de resgate. A isenção de IR à investidores estrangeiros – melhor analisado posteriormente -, priorizando da mesma forma o alongamento de prazos, mas também o aumento da base de investidores. Este função também é o objetivo das duas últimas medidas, incentivando a entrada de investimentos de não-residentes ao país.

Quadro 6: Medidas de Natureza Institucional

Medida	Descrição
Tributárias	<p>Criação da Conta Investimento, passando a CPMF a incidir apenas na aplicação ou resgate de aplicações (2004).</p> <p>Alíquota do IR de renda fixa passaram a ser decrescentes conforme o prazo de aplicação em cada produto do segmento.</p> <p>Isenção de IR para investidores estrangeiros que adquirem títulos públicos federais</p>
Demais	<p>Simplificação das modalidades de investimento para não-residentes (Res. N° 2.689).</p> <p>Redução do prazo de emissão de CPF para estrangeiros.</p>

Fonte: Adaptação do Relatório da ANDIMA: Mercado de Balcão de Renda Fixa: Uma agenda de debates. (2006).

Quadro 7: Medidas de Natureza Macroeconômica

Medida	Descrição
Gestão da dívida interna	<p>O Tesouro deixou de colocar títulos cambiais (2002); intensificou a colocação de LTN e NTN-B e reduziu a de LFT, que não ocorreu entre os meses de fevereiro e junho de 2006.</p> <p>As ofertas de LFT foram reduzidas em volume e assiduidade. O PAF de 2006 contemplou queda em sua participação superior a 10 pontos percentuais sobre o total da dívida</p>
Gestão da dívida externa	<p>Operações e troca, recompra e cancelamento de <i>Brady Bonds</i> e emissão de títulos (inclusive em reais) no exterior.</p>
Política Monetária	<p>Diminuição das taxas de juros</p> <p>Recuperação do mercado de crédito com fortalecimento do mercado de títulos privados e estruturação de operações de securitização.</p>

Fonte: Adaptação do Relatório da ANDIMA: Mercado de Balcão de Renda Fixa: Uma agenda de debates. (2006).

No que diz respeito às medidas macroeconômicas, as realizadas através da política monetária proporcionaram a melhoria do perfil e alongamento de prazo, além de diversificar emissores e a base de investidores, e aumento da liquidez.

Já as mudanças com relação à gestão da dívida interna propiciaram a melhoria do perfil e redução da exposição cambial e aumento da liquidez. Com relação à gestão da dívida externa, o objetivo era a melhoria do risco soberano e a redução da exposição cambial também.

3.2 A criação do Tesouro Direto

Outra medida adotada pelo Tesouro Nacional, juntamente com Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC foi em 07 de janeiro de 2002 a criação do Tesouro Direto. O projeto visa aumentar o acesso aos títulos do governo por pessoas físicas através da internet. Seu objetivo é “democratizar o acesso para investimentos em títulos federais, incentivar a formação de poupança de longo prazo e fornecer informações sobre a administração e a estrutura da dívida pública federal brasileira”. (MANUAL DO INVESTIDOR DO TESOURO DIRETO).

As pessoas interessadas devem se cadastrar em algum dos Agentes de Custódia habilitados, sendo que estas instituições serão responsáveis por guardar os títulos junto a CBLC, repasse de recursos financeiros (pagamento de juros e resgates) ao investidor e recolhimento de Imposto de Renda e IOF.

O Tesouro Direto permite as pessoas físicas – que possuam Cadastro de Pessoa Física (CPF), residam em território brasileiro e apresentem conta corrente em alguma instituição bancária – investirem seus recursos garantindo rentabilidade e segurança, sem que haja intermediação de uma instituição financeira. Assim, diretamente pelo site do Tesouro Nacional os investidores podem administrar seus negócios de acordo com os prazos e indexadores de sua preferência.

Cada investidor deve apresentar uma aplicação mínima de compra numa fração de 0,2 títulos (cerca de R\$ 200,00) e limite máximo de R\$ 400.000,00 por mês. Desde 1º de outubro de 2004 o pagamento é feito através de depósitos nos Agentes de Custódia, quando começou a vigorar a Conta Investimento, que permite aos investidores movimentar suas aplicações sem incidência de CPMF.

O Balanço de Julho de 2006 do Tesouro Nacional indicou uma receita de R\$ 94,59 milhões, apresentando 63.968 investidores cadastrados. Os títulos mais comprados são os prefixados, a LTN, com 49,47%, seguido da NTN-B com 27,53%.

A implantação vem apresentando resultados, mesmo que as mudanças sejam paulatinas, uma vez que o volume gerado ainda é inferior a 1% do total negociado. Segundo o Relatório da ANDIMA (2003), as incertezas sobre a disseminação desse instrumento no seu público alvo são muito grandes, principalmente pela falta de prática de negociação desse tipo de negociante.

3.3 Medidas para ampliar a liquidez – ANDIMA

Em seu relatório, a Andima (2003) destaca a atual fragilidade do mercado brasileiro de títulos públicos diante de choques, com isso, faz-se necessária a reordenação deste mercado, diversificando papéis, atraindo novos investidores e obtendo combinações mais adequadas entre risco e retorno. A associação diz em seu relatório que:

é consensual no Brasil de hoje que a retomada no desenvolvimento econômico exigirá um grande esforço de investimento, que só poderá ser concretizado se fontes internas de recursos forem mobilizadas de forma eficaz. Ao contrário do que ocorreu no passado, o investimento do setor público será limitado pela escassez de recursos. Do mesmo modo, os recursos externos deverão desempenhar um papel provavelmente mais limitado no futuro, em face do esforço de redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Assim, a maior parcela de responsabilidade pela recuperação da capacidade de crescimento da economia será assumida pelo capital gerado e mobilizado dentro das fronteiras do país. Para isso, deverão ser fundamentais a expansão e a modernização de um mercado de capitais privados. Este processo, no entanto, tem como pré-condição a normalização do mercado de títulos públicos. (2003; p. 6).

As propostas da Andima são divididas em dois conjuntos. O primeiro conjunto visa aprofundar a liquidez do mercado e contempla quatro medidas:

a) *Desenvolvimento das vendas de títulos alugados*: definindo-se as normas regulatórias necessárias para a redução do risco de *squeeze*, de modo a estimular a câmara de compensação de ativos da BM&F a desenvolver facilidades para o eventual empréstimo de papéis (reservando ao PET a satisfação apenas de demandas excepcionais, de prazo reduzido) e a definição de garantias e procedimentos que minimizem o risco de crédito na transação.

b) *Concentração de leilões e de vencimentos*: com o objetivo de aumentar o volume colocado de cada classe de título e, portanto, a sua liquidez. Mantida estável a necessidade de

financiamento do governo, é possível aumentar a magnitude de cada emissão de um título específico, reduzindo o número original de maturidades ou a frequência de novas emissões.

c) *Venda de opções de venda de títulos públicos pelo Tesouro*: desconectada da colocação dos títulos e na proporção de 20% das emissões, como medida transitória para facilitar o alongamento da dívida ou para ser oferecida em momentos de elevação crescente da percepção de risco pelos agentes; e estímulo a que este tipo de opção passe a ser ofertado por instituições financeiras privadas, para que o governo possa retirar-se do mercado de riscos tão cedo quanto possível.

d) *Criação das Contas de Investimento*: sobre as quais não incida CPMF (ou incida alíquota simbólica) nos resgates destinados às aplicações financeiras de mesma titularidade, visando a incrementar as transações com ativos financeiros de modo geral, e com títulos públicos em particular.

As medidas foram realizadas com sucesso visando ampliar a liquidez: a Conta Investimento em 2004, e o êxito do Tesouro Nacional em emitir em 2003 papéis com vencimento para 2008, o que reflete a boa aceitação do mercado e confiança do investidor; e que vem sendo permanentemente realizada.

O segundo conjunto apresenta mais cinco medidas que priorizam o alongamento da maturidade efetiva dos papéis, permitindo a construção de uma curva de rendimentos:

a) *Colocação de papéis com maturidade de três a cinco anos*: com taxa de juros prefixada acompanhada de opção de venda ativada na ocorrência de choques de juros. Parte-se da premissa de que a principal barreira ao desenvolvimento dos segmentos do mercado de títulos públicos de longo prazo é a completa dominância do risco de renda pelo risco de capital. A preferência do mercado por títulos indexados a taxa selic (embora possa diminuir em conjunturas marcadas pela expectativa de redução de juros) revela alta probabilidade conferida a ocorrência de um choque de juros no futuro previsível.

b) *Definição de uma maturidade de referência de papéis de longo prazo*: para operações no mercado secundário. Mesmo instituições voltadas para o longo prazo, como fundos de pensão e seguradoras de vida, podem defronta-se com demandas inesperadas que exijam a liquidação antecipada de papéis em carteira. Deste modo, mesmo para elas, a preocupação com liquidez será reduzida, mas jamais eliminada. O Tesouro deveria definir,

dentre as maturidades mais longas oferecidas, uma que servisse de referência de mercado, na qual seriam concentrados os instrumentos de reforço de liquidez, como a operação regular de *dealers*, derivativos, operações de recompra, vendas *short*, vendas separadas de principal e cupons etc. Fundos de seguradoras poderiam constituir carteiras combinando papéis prioritariamente voltados para a geração de receitas com papéis prioritariamente voltados para reforçar a liquidez das carteiras, nas proporções que cada investidor julgasse adequadas.

c) *Incentivo fiscal para ganhos com retenção de maturidade efetiva mais longa*: A proposta é que a taxa dos ganhos derivados de retenção de títulos públicos seja menor para os papéis de mais longa duração, que sejam mantidos em carteira pela instituição financeira ou pelo investidor individual por uma duração mínima predefinida. O requisito de manutenção em carteira naturalmente visa a impedir que sejam incentivadas operações com títulos às vésperas de vencimentos apenas que se possam auferir os benefícios propostos.

d) *Definição de sistemas de monitoramento e avaliação de desempenho*: adaptados ao caráter de longo prazo destas aplicações. A marcação a mercado das carteiras dos investidores de longo prazo, como seguradoras e fundos de pensão, não reflete adequadamente o valor de seus ativos, já que tende a congelar momentos do tempo, em vez de efetiva capacidade de pagamento do agente. Por outro lado, especialmente no caso de fundos operando no regime de contribuição definida em que o valor das contribuições a ser pagas não é predeterminado, o simples registro do custo histórico dos papéis comprados não é satisfatória. Portanto, deveria ser desenvolvido e aplicado pelos reguladores competentes um sistema específico de acompanhamento e controle da situação financeira destas instituições.

e) *Indexação*: Finalmente, a indexação de títulos públicos deveria ser restrita a papéis de longa maturidade e estar referenciada a um índice de preços relevante, isto é, o mesmo aplicado às obrigações assumidas pelo fundo com seus participantes ou investidores. A indexação não seria uma forma de combater quase todo tipo de risco, como no presente. Ao contrário seria um instrumento de reforço da preocupação com o risco de renda. Assim, se fundo de pensão comprar papéis de longa maturidade para assegurar-se de um determinado fluxo de renda em uma data futura, a indexação reforçaria este procedimento, garantindo alguma segurança de renda real, além da nominal já garantida pelo próprio papel. Deste modo, a indexação deveria ser restrita a classe de índices de preços ao consumidor e aplicada apenas aos papéis de duração mais longa.

Estas medidas focam o perfil e vencimento das emissões, transparência e custos de transação. O Banco Central tem emitido títulos com vencimentos mais longos e indexados a índices de preço, passou a informar periodicamente as datas dos leilões a serem realizados. Com relação à tributação, a extinção do IOF de curto prazo e questões relacionadas à CPMF.

3.4 Participação do investidor estrangeiro

Em 2005, a ANDIMA divulgou o relatório: Dívida Pública – Participação do Investidor Estrangeiro que mostra como o aumento desta categoria de investidor no mercado contribui para o gerenciamento da dívida, as externalidades positivas geradas pelo capital estrangeiro, os custos de transação e a experiência internacional.

Sendo o Brasil um dos líderes no *ranking* de países que dificultam os negócios, o mercado de capitais externos não é uma exceção a esta burocratização. Neste caso, a questão tributária é o fator que mais impede o desenvolvimento deste mercado, sendo a incidência da CPMF sobre as movimentações para o exterior o maior inibidor para este tipo de investidor. Além do mais, para os não-residentes ainda há o débito de IRRF – Imposto de Renda Retido na Fonte, à alíquota de 15% sobre os rendimentos adquiridos com as aplicações financeiras de renda fixa. Segundo a ANDIMA (2005), ao contrário do sistema para investidores residentes, não há diferenciação de alíquotas de acordo com o prazo de aplicação, inexistindo assim, incentivos para esta categoria aplicar seus recursos em títulos ou operações de longo prazo.

O relatório propôs algumas alterações que se concretizaram: como a criação da Conta Investimento, que eliminou a CPMF incidente sobre a migração de recursos entre aplicações financeiras, a incidência do Imposto de Renda de forma decrescente de acordo com o prazo da aplicação para os rendimentos auferidos no mercado de renda fixa, inclusive fundos de investimento e a isenção de Imposto de Renda para estrangeiro, melhor discriminado na seção 3.6.

3.4.1 Argumentos contrários

O relatório, contudo apresenta os cinco argumentos mais habituais defendidos por analistas que se dizem céticos com relação ao incentivo do ingresso de investidores estrangeiro no Brasil.

1) *O país exportaria seu mercado de capitais.* A idéia de isenção fiscal ao capital estrangeiro para investimento no Brasil gera o temor de que o país acabe exportando seu mercado de

capitais, assim como ocorreu na Argentina; no entanto, segundo a ANDIMA (2005) está descartada, pois a jurisdição legal brasileira fosse terceirizada – assim como ocorreu no país vizinho. Sendo este poder não-trivial, permite que títulos públicos brasileiros sejam negociados em plataformas européias, por exemplo. Porém cabe lembrar que, esta possibilidade somente se tornou possível devido a melhora nos fundamentos macroeconômicos nacionais.

A questão discutida neste entorno é se a compra de papéis no mercado nacional por um investidor estrangeiro é preferível à comercialização dos mesmos em mercado internacional denominado em reais. Segundo a instituição esta ação pode caracterizar a chamada exportação do mercado financeiro. Por outro lado, o fato deste investidor estar no local de negociações pode gerar externalidades positivas principalmente, pois ajuda a desenvolver a cultura de aplicação em papéis prefixados com prazo de vencimentos mais longos.

2) *A desoneração geraria perda de arrecadação, “exportaria” a tributação e estimularia a evasão fiscal por parte dos residentes.* Primeiramente, o quantum arrecadado de Imposto de Renda sobre os investimentos de estrangeiros é pouco significativo, e dessa forma, não causaria grandes mudanças nas arrecadações do governo brasileiro. Quanto a questão de exportação da tributação, de qualquer maneira o investidor será tributado: ou no Brasil e posteriormente conseguiria compensar este valor em seu país de origem, ou isento no Brasil e tributado depois em sua nação. Ou seja, do ponto de vista do aplicador esta tributação é neutra.

Porém, esta idéia de compensação é equivocada, uma vez que a maior parte dos recursos que ingressam no Brasil fazem parte de fundos de investimentos, e na maior parte dos países, o investidor em quotas de fundos de investimentos paga Imposto de Renda sob a valorização de sua quota.

Já em relação à desoneração e incentivo a sonegação fiscal quanto aos rendimentos, o Brasil apresenta uma forte estrutura legal ao que se refere tributação dos rendimentos ganhos no exterior pelos residentes no Brasil.

3) *A redução mais significativa do juro longo atrapalharia o combate à inflação.* A ANDIMA (2005) afirma que com a isenção tributária aos não-residentes não causaria forte entrada de investidores estrangeiros no país, ao contrário, seria lenta e gradual. Adicionalmente, a entrada de capitais internacionais apreciaria, tudo o mais constante, a taxa de câmbio, e

consequentemente afetando positivamente a inflação. E por último, a queda do juro acompanhada pela redução do risco não incentivaria os investidores a mudarem sua carteira de investimentos priorizando imóveis e moeda estrangeira, por exemplo.

4) *O país ficaria vulnerável às oscilações dos mercados internacionais.* Para reduzir os efeitos de crises internacionais na economia brasileira só será reduzida via aperfeiçoamento dos fundamentos econômicos, dando maior destaque para a participação no comércio mundial. Diante de uma crise, os investidores não-residentes não evacuariam repentinamente se estes fundamentos forem sólidos. Além do mais, a presença deste nos investimentos em dívida faz com que os governos obedeçam alguns fundamentos básicos de política econômica, como por exemplo, o rigor fiscal.

3.4.2 Argumentos a favor

Sendo a participação do investidor estrangeiro quase que ínfima no mercado brasileiro de dívida pública, a Andima (2005) apresentou algumas alternativas que gerariam benefícios ao mercado brasileiro através deste público.

A primeira possibilidade apontada pela associação é o prolongamento do prazo da dívida face diferença de perfil de demandantes. Por motivos históricos, e já explicados anteriormente, os investidores brasileiros possuem preferência pela liquidez e têm o “vício” de demandar títulos pós-ficados e com curta maturidade. A inserção de investidores estrangeiros poderia gerar um efeito direto, alterando “a preferência média do *mix* de compradores” e efeito indireto, exercendo alguma influência nos hábitos dos brasileiros.

Posteriormente, outro argumento a favor é em relação ao aprofundamento dos mercados financeiro e de capitais. Sendo o mercado secundário de títulos prefixados no Brasil estreito, cada investidor corre o risco de incorrer em perdas no momento da venda. Com o aumento de investidores não-residentes, aumentaria a liquidez destes papéis, reduzindo o risco individual de aumentar em seu portfólio papéis prefixados. Isto geraria um efeito cumulativo, uma vez que mais pessoas comprando este tipo de papel, reduzir-se-ia o risco de liquidez, que reduziria a taxa de juro não produzindo pressões sobre a inflação.

Por último, a externalidade positiva apontada é o efeito monitoramento. Com maior parcela de investidores estrangeiros possuindo papéis da dívida brasileira, faz com que estes agentes e os residentes prestem maior atenção nas políticas econômicas realizadas pelo

governo. Estes investidores ficariam mais alerta quando do governo praticar políticas que contrariem suas pretensões neste mercado, como por exemplo, austeridade fiscal.

3.5 Negociação de títulos brasileiros no EUROMTS

Em julho de 2005, divulgou-se que títulos brasileiros denominados em euros seriam negociados no EuroMTS, que é uma plataforma eletrônica de negociação de títulos soberanos referenciados em euros dos países que fazem parte da união Européia, tais como Itália, Alemanha, Espanha, Portugal, Áustria, Irlanda, Reino Unido, França e Hungria.

Os papéis cotados para a negociação neste mercado foram o Euro 2011 – que foi lançado em janeiro de 2001 e possui vencimento previsto para janeiro de 2011 – e o Euro 2012 – lançado em setembro de 2004 e vencerá em 2012. Ambos enquadraram-se nas exigências do EuroMTS: possuem volume mínimo emitido de € 1 bilhão e devem ser negociados por pelo menos sete instituições. Porém, oito *market makers* mostraram interesse em intermediar tais operações: ABN AMRO Bank, Barclays Bank, BNP Paribas, Dresdner Bank, Fortis Bank, J.P. Morgan Securities, Morgan Stanley e UniCredito Italiano. A exigência – no caso de países não-europeus – para estas instituições é que ofereçam cotações com *spread* máximo de 0,75% e em volume mínimo de € 1 milhão, devem ainda oferecer cotações para, no mínimo, metade dos títulos do país com o qual estão comprometidos. No caso do Brasil, representa a cotação de pelo menos um título por banco.

Atualmente, vários são os países não-europeus que compõem esta plataforma, porém os países emergentes que irão concorrer com o Brasil serão México, Colômbia, Rússia e Turquia, entre outros.

A pretensão do EuroMTS em incluir títulos soberanos de países não pertencentes à união Européia é de estabelecer uma referência de mercado para esses títulos, como resultado da ampliação de liquidez que a plataforma proporciona.

3.6 A Medida Provisória 281

De acordo com a Medida Provisória 281⁸, de 15 de fevereiro de 2006, homologada pelo Presidente da República Luiz Inácio Lula da Silva, ficam reduzidas a zero as alíquotas de

⁸ Esta MP posteriormente transformou-se na Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006.

imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) nos negociações.

É possível notar que os esforços para estimular a participação de investidores não-residentes e de varejo no mercado de dívida pública brasileiro são recentes e têm gerado mudanças ainda que tímidas no perfil da dívida. Apesar das poucas alterações, é indiscutível que uma base de investidores diversificada proporciona maiores benefícios ao gestor da dívida e para a sociedade em geral. Para o governo, uma vez que seus títulos da dívida podem estar distribuídos em diversas categorias, que atuam diferentemente neste mercado de investimento, permitindo a emissão de títulos de maturidade mais longa, indexados a índices de preços, por exemplo, que são menos prejudiciais a economia em face de alguma crise econômica; e a sociedade devido ao menor custo de carregamento da dívida.

A efetivação de novas medidas deve continuar, apesar do mercado de títulos públicos brasileiro ser bastante desenvolvido para os padrões das economias emergentes, mas ainda apresenta baixa liquidez e ineficiências operacionais. Deve-se focar não só apenas a transparência do mercado, redução da assimetria de informação, aumento da maturidade dos papéis e alteração dos indexadores, mas também a heterogeneidade dos investidores, sobretudo no que diz respeito à educação e informação dos mesmos. Criar programas que esclareçam as características dos investimentos e dos diversos ativos também é uma importante via para atrair novos investidores e ainda torná-los mais pró-ativos neste mercado. Estas medidas ainda não se fixaram de forma efetiva no Brasil, mas são o caminho para consolidar o mercado de dívida pública, ampliando a liquidez de mercado e reduzindo o custo da dívida ao país.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta monografia apresentou os principais elementos da teoria de microestrutura de mercado que defendem que a estrutura de mercado e os microfundamentos envolvidos no processo de troca afetam a liquidez e a formação de preços no mercado financeiro. A partir desta teoria e suas recomendações analisou-se o mercado de dívida pública brasileiro para identificar seu atual perfil e principais ineficiências.

A estrutura atual do mercado de dívida pública brasileiro ainda passa por diversas transformações que visam a melhoria do perfil da dívida pública e ampliação da liquidez dos títulos do governo. Conforme conclui Silva (2004), as reformas são tanto de caráter macroeconômico no que se refere a sustentabilidade da dívida no médio e longo prazos e controle das variáveis macroeconômicas; como de caráter microeconômico, através da melhoria operacional reduzindo os custos de captação do setor público.

Seguindo a linha das experiências e recomendações internacionais como as realizadas pelo BIS e FMI, o Brasil também realizou reformas internas a fim de construir uma curva de rendimentos dos títulos que sirva de referência para a emissão de papéis privados, de forma a atrair ao mercado doméstico investidores com perspectivas de longo prazo.

Assim, as 21 medidas lançadas pelo Tesouro Nacional e Banco Central em 1999 já visavam promover alterações nos mercados primário e secundário para estimular a liquidez e incluir novos mecanismos de negociação e regras específicas de troca.

As medidas mais recentes apresentadas pela ANDIMA em 2003 enfatizaram que a situação do mercado brasileiro de títulos ainda era insatisfatória. A Associação apontou que diante de uma estabilização macroeconômica, seria altamente possível, e mesmo recomendável, realizar iniciativas para aumentar a eficiência microeconômica do mercado de

títulos públicos. As medidas contemplam alterações no perfil das emissões, prolongamento dos prazos, homogeneização de papéis, redução de títulos atrelados a taxa selic e incentivo a papéis prefixados, ampliação na transparência das informações e, sobretudo promoção de uma base de investidores mais heterogênea.

A partir destas recomendações, alterações importantes foram realizadas no mercado brasileiro, como a colocação de papéis da dívida brasileira no mercado EuroMTS, criação de plataformas eletrônicas de negociação, transparência nas informações do mercado de títulos, isenções fiscais a investidores estrangeiros e a criação do Tesouro Direto.

Os dados empíricos mostraram que apesar destes avanços, o mercado brasileiro ainda apresenta iliquidez em suas negociações, sendo um dos principais motivos a concentrada base de investidores. Foi possível notar que, aproximadamente 82% dos títulos públicos estão custodiados em bancos comerciais e de investimento, nas chamadas “tesourarias” ou em fundos de investimento.

As alterações voltadas para incentivar a participação de investidores de varejo e de não-residentes promoveram resultados ainda muito tímidos. Com relação aos não-residentes, além da redução do Imposto de Renda incidente sobre os rendimentos de títulos públicos, houve também a simplificação nas normas e prazos para obtenção de documentação, na tentativa de reduzir a burocracia do mercado. A participação deste tipo de investidor é de suma importância para o mercado brasileiro, porque apresenta um comportamento diferente frente às novas informações e exposição ao risco em relação aos investidores brasileiros, pois geralmente suas carteiras são compostas por um *mix* de títulos com prazos mais longos.

Com relação aos investidores residentes, a criação do Tesouro Direto em 2002 pretendia intensificar a participação de pessoas físicas no mercado de dívida pública. Apesar

do grande número de investidores inscritos nos últimos anos, a representatividade destes detentores ainda é ínfima.

Dessa forma, foi possível constatar que apesar dos recentes avanços, e da sofisticada estrutura de registro e liquidação, o mercado brasileiro ainda possui restrito volume de negociações e sua base de investidores é concentrada. Assim, iniciativas e medidas para promover a liquidez e transparência do mercado de títulos públicos brasileiro ainda se fazem necessárias, sendo que os últimos estudos realizados também não esgotaram a possibilidade de criação de propostas direcionadas à tributação e ampliação da participação dos investidores no mercado de renda fixa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Dívida pública:** participação do investidor estrangeiro. Rio de Janeiro, 2005. 53 p. (Relatório econômico). Disponível em: <http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/divida-publica_2005.pdf>. Acesso em: 03 set. 2006.

_____. **Dívida pública:** propostas para ampliar a liquidez. Rio de Janeiro, 2003. 102 p. (Relatório econômico). Disponível em: <<http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/divida-publica.pdf>>. Acesso em: 21 ago. 2006.

_____. **Mercado de Balcão de Renda Fixa:** uma agenda de debates. Rio de Janeiro, 2006. 77 p. (Relatório econômico). Disponível em: <<http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/MercadodeBalcaodeRendaFixa.pdf>>. Acesso em: 19 abr. 2007.

BANK FOR INTERNACIONAL SETTLEMENTS. *Market liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*. CGFS Publications N° 11 May. Basel, Switzerland, 1999.

BCB – Banco Central do Brasil. **Dívida pública mobiliária federal interna e mercado aberto.** Nota para a Imprensa. Novembro/1999.

_____. **Dívida pública mobiliária federal interna e mercado aberto.** Nota para a Imprensa. Setembro/2006.

BIASOTO JUNIOR, Geraldo. **O crescimento como condição da sustentabilidade fiscal.** Seção VI – Finanças Públicas, 2004. Política Econômica em Foco, n. 4 – maio/out. 2004. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/aspcripts/boletim_cecon/boletim4/SecaoIV.pdf>. Acesso em: 12. fev. 2007.

_____. **Aumentar o Superávit Primário:** Resposta para Qualquer Situação. 2004. Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP; Núcleo de Estudos de Políticas Públicas - NEPP. Caderno N° 56. Disponível em: <<http://www.nepp.unicamp.br/Cadernos/Caderno56.pdf>>. Acesso em: 03 mar. 2007.

BRASIL. Medida Provisória n° 281, de 15 de fevereiro de 2006. Reduz a zero as alíquotas de imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) nos casos que especifica, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 fev. 2006.

_____. Tesouro Nacional. **DPFMi e Mercado aberto.** Setembro/2006. (Nota para a Imprensa).

CALAMIA, Anna. *Market Microstructure: Theory and Empirics*. University of Rome, La Sapienza and London School of Economics, September 1999.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n° 409, de 18 de Agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

FANINI, V. **Dívida Pública Mobiliária e Mercado de Títulos Públicos**. 2005. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Departamento de Desenvolvimento Econômico, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2005. Disponível em: <<http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/1884/3062/1/D%3Fvida+P%3Fblica+Mobili%3Fria+e+Mercado+T%3Ftulos+P%3Fblicos.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2006.

FERREIRA, Carlos Kawall L.; ROBOTTON FILHO, Murilo; DUPITA, Adriana Beltrão. **Política Monetária e Alongamento da Dívida Pública: uma proposta para discussão**. JEL n° H63, E43, E63. São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Kawall2.PDF>>. Acesso em: 17 nov. 2007.

GALVÃO, Arnaldo. Títulos do Brasil em euro serão negociados em sistema eletrônico. **Valor Econômico**, Finanças, Brasília, 14 jul. 2005.

O' HARA, Maureen. *Market Microstructure Theory*. Blackwell Publishers Inc: Cambridge, MA, 1995.

_____. Overview: *Market structure issues in market liquidity*. *BIS papers* N° 2, 2001.

SAMPAIO, Paulo Eduardo de Souza. **Transparência e liquidez no mercado brasileiro de títulos de renda fixa**. Textos Técnicos – Retrospectiva Anual da ANDIMA. São Paulo, 2005. Disponível em: <http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/2005_transparencia.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2007.

SECURATO, Jose Roberto; MENDONÇA NETO, Octavio Ribeiro de. **Uma Proposta para Avaliação do Risco de Liquidez de Mercado**. In: VI SEMEAD Seminários em Administração FEA - USP, 2003, São Paulo. VI SEMEAD Seminários em Administração FEA - USP, 2003. v. 6. p ..-..Disponível em: <<http://www.fundacaofia.com.br/labfin/pesquisa/artigos/arquivos/163.doc>>. Acesso em: 05 mar. 2007.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Relatório Mensal da Dívida Pública – Dezembro 2009. Tesouro Nacional. Disponível em: <http://www.stn.gov.br/hp/downloads/divida_publica/relatorio_dez09.pdf> Acesso em: 06 fev. 2009.

SILVA, Ana Lúcia Pinto da. **Liquidez e Microestrutura do Mercado de Títulos Públicos no Brasil**, 2004. Dissertação de Mestrado – Programa de Estudos Pós Graduados em Economia Política, PUC – SP.

SILVA, Ana Lúcia Pinto da; CUNHA, Patrícia Helena Fernandes da. **Liquidez do Mercado de Títulos Públicos: Mudanças na Microestrutura para a Ampliação da Liquidez do Mercado Brasileiro**. 2007, p. 1-3. *mimio*.

TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública Mobiliária Federal Interna** – Mudanças nos Mercados Primário e Secundário, 1999. Disponível em: <<http://www.tesouronacional.gov.br/servicos/download/DPMFi.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2007.

_____. **Manual do Investidor do Tesouro Direto**. Apresenta informações e orientações para o investidor, jun. 2005. Disponível em: <<http://www.tesouronacional.gov.br/servicos/download/DPMFi.pdf>>. Acesso em: 29 nov. 2006.

_____. **Informe Dívida.** *Negociação de títulos brasileiros no EuroMTS.* Títulos brasileiros denominados em euro serão negociados no EuroMTS, 14 jul. 2005.

TITERICZ, Ricardo. **Caracterização dos Fundos de Investimento de Capital de Risco Brasileiro**, 2003. Dissertação de Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC.

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE. Centro de Ciências Sociais e Aplicadas (CCSA). **Manual de Monografia.** Organização José Caio Racy; Paulo Rogério Scarano; colaboração Mônica Yukie Kuwahara. – ed. rev. e atual. – São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.mackenzie.br/universidade/fceca/economia/monografia/manual.pdf>>. Acesso em: 07 mai. 2007.

WEBSITES:

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO
<<http://www.andima.gov.br>>

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO
<<http://www.anbid.com.br>>

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO – Portal Como Investir
<<http://www.comoinvestir.com.br>>

BANCO CENTRAL DO BRASIL
<<http://www.bcb.gov.br>>

COMISSÃO DE VALORES MOBILÁRIOS
<<http://www.cvm.gov.br>>

TESOURO NACIONAL
<<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>

ANEXOS

ANEXO A

DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO (a)															
Fechamento de 30/11/99		Em R\$ Milhões													
		CARTEIR A PRÓPRIA	TÍTULOS VINCULA DOS (b)	PESSOA FÍSICA			PESSOA JURÍDICA NÃO FINANC			PESSOA JURÍDICA FINANC			OUTROS FUNDOS	TOTAL CLIENTE S	TOTAL MERCAD O (1)
PES FÍSICA	TÍT VINC			PESS FÍSICA	PESS JURÍDICA NÃO FINANC	PESS JURÍDICA FINANC	PESS JURÍDICA FINANC	PESS JURÍDICA FINANC	OUTROS FUNDOS	TOTAL CLIENTE S	TOTAL MERCAD O (1)	EXTRA- MERCAD O (2)			
TÍTULOS CÓDIGO	CARTEIR A PRÓPRIA	TÍTULOS VINCULA DOS (b)	PESSOA FÍSICA	PESSOA JURÍDICA NÃO FINANC	PESSOA JURÍDICA FINANC	PESSOA JURÍDICA FINANC IRA (c)	FIF (d)	OUTROS FUNDOS	TOTAL CLIENTE S	TOTAL MERCAD O (1)	EXTRA- MERCAD O (2)	EM PODER DO PÚBLICO (1)+(2)			
LTN	10	19.035	1.823	26	1.155	216	24.340	89	25.827	46.684	22	46.706			
NBCE	13	6.556	7.066	84	2.053	125	7.837	215	10.314	23.936	0	23.936			
NBCF	14	0	0	0	0	1.783	0	0	1.783	1.783	0	1.783			
BBCA	15	81	1	0	2	2	507	2	513	595	0	595			
NBCA	16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
BBCA	17	24	97	0	424	0	2	0	426	547	0	547			
NBCE	18	16.039	10.109	118	2.823	755	8.638	413	12.748	38.895	0	38.895			
LBC	20	853	1	5	150	34	286	0	475	1.330	0	1.330			
LFT (e)	21	33.777	6.846	1.275	19.012	2.574	76.619	9.164	108.645	149.268	0	149.268			
LBC	22	11.461	0	0	0	0	0	0	0	11.461	0	11.461			
LFT-A	23	3.346	227	0	58	116	81	0	255	3.828	55	3.883			
LFT-B	24	15.306	3.592	1	914	97	223	0	1.235	20.133	0	20.133			
LFT (f)	50	34	0	0	0	0	0	0	0	34	463	497			
BTN/BIB	71	17	0	0	27	0	0	0	27	44	0	44			
NTN-A3	72	66	0	0	16	0	0	0	16	82	2.771	2.852			
NTN-D	73	2.242	964	1	302	27	36	0	366	3.572	0	3.572			
NTN-P	74	7.441	0	0	0	2	0	0	2	7.442	0	7.442			
NTN-D (g)	78	9.746	8.866	13	1.915	165	4.331	177	6.601	25.213	0	25.213			
NTN-H	79	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.059	1.059			
NTN-P	81	2.750	0	0	0	0	0	0	0	2.750	0	2.750			
NTN-R2	84	0	0	0	11	0	0	0	11	11	0	11			
NTN-M	85	389	0	0	21	0	0	0	21	411	0	411			
NTN-M	86	95	0	0	76	0	0	0	76	172	0	172			
NTN-S	87	2.467	394	8	4.377	218	8.482	234	13.320	16.181	0	16.181			
NTN-I	88 e 89	1.128	0	0	1	16	0	0	17	1.144	407	1.551			
NTN-U	91	452	0	0	0	0	0	0	0	452	0	452			
NTN-A10	92	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
NTN-A2	93	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1			
NTN-S	97	9.149	996	241	4.162	272	16.742	795	22.212	32.357	50	32.406			
TOTAL TESOURO	107.441	23.708	1.565	32.047	3.704	130.854	10.458	178.628	309.777	4.827	314.604				
TOTAL BANCO CENTRAL (h)	23.553	17.273	207	5.453	2.699	17.270	630	26.259	67.085	0	67.085				
TOTAL GERAL	130.994	40.981	1.773	37.500	6.402	148.125	11.088	204.887	376.862	4.827	381.689				

FONTE: Banco Central (2006)

ANEXO B

DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO (a)													
TÍTULOS	CÓDIGO	CARTEIRA PRÓPRIA	PATRIMÔNIO O CÂMARAS	TÍTULOS VINCULADOS (b)	CLIENTES						TOTAL MERCADO (1)	EXTRA-MERCA DO (2)	EM PODER PÚBLICO (1+2)
					Pessoa Física	Pessoa Jurídica	Pessoa Jurídica Não Financeira (c)	FI (d)	Outros Fundos	Total Clientes			
LTN	10	77.052	-	43.034	443	5.901	46	199.167	105	205.662	325.749	-	325.749
NBCE	18	2.277	-	1.849	2	246	1	2.130	-	2.379	6.505	-	6.505
LFT	21	171.401	1	24.690	580	16.444	241	210.368	1.598	229.231	425.323	-	425.323
LFT-A	23	2.194	-	754	-	41	-	863	-	904	3.852	2	3.854
LFT-B	24	927	-	340	19	263	9	326	-	617	1.884	24	1.908
LFT (e)	50	6.094	-	12	-	-	-	593	-	593	6.698	-	6.698
BTN/BIB	71	4	-	5	-	17	-	13	-	30	39	-	39
NTN-A3	72	216	-	2	-	20	-	12	1	34	251	8.912	9.163
NTN-P	74	3.232	-	-	-	4	3	-	-	7	3.238	-	3.238
NTN-B	76	49.263	-	20.127	401	29.133	22	51.628	217	81.401	150.791	-	150.791
NTN-C	77	5.184	-	13.897	145	10.999	-	33.507	270	44.921	64.002	-	64.002
NTN-D	78	377	-	296	1	28	-	586	-	614	1.287	-	1.287
NTN-P	81	88	-	-	-	-	-	-	-	-	88	-	88
NTN-M	85	160	-	-	-	9	-	-	-	9	169	-	169
NTN-M	86	35	-	-	-	-	-	-	-	-	35	-	35
NTN-I	88/89	845	-	-	-	513	5	-	-	518	1.363	-	1.363
NTN-A1	94	80	-	236	1	-	-	-	-	1	317	-	317
NTN-F	95	7.945	-	5.194	62	1.956	-	7.699	15	9.732	22.871	-	22.871
NTN-A6	96	32	-	279	-	-	-	4	-	4	315	-	315
TOTAL BANCO CENTRAL		325.128	1	108.866	1.652	65.328	326	504.765	2.207	574.278	1.008.273	8.937	1.017.210
TOTAL BANCO CENTRAL		2.277	-	1.849	2	246	1	2.130	-	2.379	6.505	-	6.505
TOTAL GERAL		327.405	1	110.716	1.654	65.574	327	506.894	2.207	576.657	1.014.778	8.937	1.023.715

FONTE: Banco Central (2006).

ANEXO C

DETENTORES DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO — POSIÇÃO DA CARTEIRA PRÓPRIA (a)																		
Em R\$ Milhões																		
Fechamento de 29/9/06																		
TÍTULOS	CÓDIG O	CARTEIRA PRÓPRIA																
		BANCO COMERCIAL NACIONAL (b)		BANCO COMERCIAL ESTRANGEIRO (b)		BANCO DE INVESTIMENTO NACIONAL (c)		BANCO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO (c)		CORRETORA NACIONAL		CORRETORA - DISTRIBUIDORA		CORRETORA - DISTRIBUIDORA ESTRANGEIRA	OUTROS	TOTAL CARTEIRA PRÓPRIA		TOTAL EM PODER DO PÚBLICO
		-1 (1/9)	-2 (2/9)	-3 (3/9)	-4 (4/9)	-5 (5/9)	-6 (6/9)	-7 (7/9)	-8 (8/9)	-9								
LTN	10	54.273	16,7	20.584	6,3	2.104	0,6	248	0,1	-22	76	-	-210	-0,1	77.052	23,7	325.749	
NBCE	18	667	10,3	1.464	22,5	13	0,2	9	0,1	-	-	-	123	1,9	2.277	35	6.505	
LFT	21	162.097	38,1	2.322	0,5	5.175	1,2	436	0,1	750	0,2	120	500	0,1	171.401	40,3	425.323	
LFT-A	23	1.538	39,9	184	4,8	195	5,1	-	-	277	7,2	-	-	-	2.194	56,9	3.854	
LFT-B	24	405	21,2	-	-	31	1,6	-	-	137	7,2	-	354	18,5	927	48,6	1.908	
LFT (d)	50	6.094	91	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.094	91	6.698	
BTN/BIB	71	-	4	11,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	11,3	39	
NTN-A3	72	-	140	1,5	76	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	216	2,4	9.163	
NTN-P	74	2.586	79,8	-	-	9	0,3	-	-	-	-	-	637	19,7	3.232	99,8	3.238	
NTN-B	76	42.681	28,3	5.756	3,8	55	-	711	0,5	33	-	-	26	-	49.263	32,7	150.791	
NTN-C	77	3.069	4,8	884	1,4	96	0,1	18	-	-	-	-	1.117	1,7	5.184	8,1	64.002	
NTN-D	78	178	13,8	133	10,3	21	1,6	45	3,5	-	-	-	-	-	377	29,3	1.287	
NTN-P	81	86	97,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2,8	88	100	88	
NTN-M	85	53	31,1	104	61,4	-	-	4	2,4	-	-	-	-	-	160	94,8	169	
NTN-M	86	-	-	35	100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	35	100	35	
NTN-I	88/89	12	0,9	29	2,2	804	59	-	-	-	-	-	-	-	845	62	1.363	
NTN-A1	94	71	22,5	-	-	-	-	8	2,6	-	-	-	-	-	80	25,1	317	
NTN-F	95	2.863	12,5	4.495	19,7	-	-	587	2,6	-	-	-	-	-	7.945	34,7	22.871	
NTN-A6	96	32	10,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32	10,2	315	
TOTAL TESOURO		276.036	27,1	34.670	3,4	8.567	0,8	2.058	0,2	1.175	0,1	196	-	2.427	0,2	325.128	32	1.017.210
TOTAL BANCO CENTRAL		667	10,3	1.464	22,5	13	0,2	9	0,1	-	-	-	123	1,9	2.277	35	6.505	
TOTAL GERAL		276.703	27	36.134	3,5	8.581	0,8	2.066	0,2	1.175	0,1	196	-	2.550	0,2	327.405	32	1.023.715

FONTE: Banco Central (2006).