

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Monica Epstejn

**MICROESTRUTURA DE MERCADO: OS DESAFIOS
ATUAIS PARA A AMPLIAÇÃO DA BASE DE
INVESTIDORES NO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS
NO BRASIL**

São Paulo

2011

Monica Epstejn

**Microestrutura de mercado: os desafios atuais para a
ampliação da base de investidores no mercado de
títulos públicos no Brasil.**

Monografia apresentada ao curso de Ciências
Econômicas, como requisito parcial para
obtenção do Grau de Bacharel do Insper
Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador:
Prof.^a Dr.^a Ana Lúcia Pinto da Silva – Insper

São Paulo

2011

Epstejn, Monica.

Microestrutura de mercado: os desafios atuais para a ampliação da base de investidores no mercado de títulos no Brasil/ Monica Epstejn. – São Paulo: Insper, 2011.

23 p.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração.
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Ana Lúcia Pinto da Silva

Monica Epstejn

**Microestrutura de mercado: os desafios atuais para a
ampliação da base de investidores no mercado de títulos
públicos no Brasil**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Aprovado em Dezembro de 2011

EXAMINADORES

Prof.^a Dr.^a Ana Lúcia Pinto da Silva
(Orientadora)

Prof. Eraldo Genin Fiore

Prof. Dr. Fernando Ribeiro Leite Neto

Resumo

EPSTEJN, Monica. Microestrutura de mercado: os desafios atuais para a ampliação da base de investidores no mercado secundário de títulos públicos no Brasil. São Paulo, 2011, 23p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Este trabalho tem como objetivo discutir como uma base de investidores concentrada afeta a liquidez de mercado e a mudança do perfil da dívida pública mobiliária federal interna no Brasil. A discussão é feita de acordo com a abordagem da microestrutura de mercado conduzindo-se uma análise do histórico da formação deste mercado da dívida a partir de 1999, discutindo-se ainda as reformas implementadas pelo governo neste e nos anos subsequentes; ainda, é elaborada uma análise das experiências internacionais dos países emergentes com semelhante grau de institucionalidade ao Brasil e traçado um paralelo entre estas e as mudanças ocorridas no mercado brasileiro, de forma a se obter um diagnóstico dos problemas atuais enfrentados no Brasil com relação às características observadas no que se refere à base de investidores, e elaboração de algumas sugestões a serem aplicadas de modo a prover maior liquidez ao mercado secundário da dívida pública interna.

Palavras-chave: microestrutura de mercado, mercado da dívida, títulos públicos, base de investidores, liquidez.

Abstract

EPSTEJN, Monica. Market microstructure: current challenges to increase the investors' base in the Brazilian debt secondary market. São Paulo, 2011, 23p. Monograph – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

This work has the goal to discuss how the concentration of the investors' base affects the liquidity and the features of the market of Brazilian government securities. The discussion is conducted within the principles of the market microstructure theory, with an analysis of the historical formation process of this market in Brazil since 1999, also describing the measures implemented by the government through the years. In addition, an examination of other emergent markets experience with the debt market progress is made in order to establish a comparison framework between Brazil's situation and these other examples. At last, this study develops a description over the main issues faced by the Brazilian government administration to overcome the investors' base problem in order to provide more liquidity to the debt market

Key words: market microstructure, debt market, government securities, investors' base, liquidity.

Sumário

1 Introdução.	6
2 Microestrutura de mercado.	7
3 Caracterização do mercado da dívida pública mobiliária federal interna do Brasil	11
4 Experiências internacionais.	15
4.1 Hungria.	15
4.1 Índia.	16
4.3 México.	16
4.4 Visão geral sobre as experiências internacionais.	18
5 Desafios atuais no mercado de dívida brasileira para a diversificação da base de investidores.	19
6 Conclusão.	22
Referências bibliográficas.	23

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento de um mercado secundário de títulos públicos em um país é fundamental para o bom funcionamento do financiamento público. É através deste mercado que se determinam os custos de financiamento do governo, uma vez que neste ambiente se formam as referências para a precificação dos demais ativos da economia. Assim, é essencial que os agentes tenham interesse em participar deste mercado, o que, entre outros aspectos, tem grande correspondência com o nível de liquidez que ele pode prover aos investidores. “A melhora na liquidez possibilita uma maior transparência aos preços, o que faz com que o investidor exija um prêmio menor para adquirir o título, reduzindo, assim, o custo de financiamento do emissor” (DÍVIDA, 2009).

Países como Hungria, México e Índia realizaram significativas reestruturações operacionais no mercado de dívida pública ao longo dos últimos anos, obtendo progressos no reforço da sua prática institucional de gestão da dívida pública. No Brasil, um progresso também pôde ser observado, porém a evolução deste mercado continua sendo centro de discussões pelas entidades competentes, como fica apontado no Relatório Anual da Dívida Pública de janeiro 2011:

Ao longo de 2010, o Tesouro Nacional manteve sua participação nas reuniões da Comissão de Benchmarks [...]. As discussões tiveram por objetivo propor medidas para aprimorar o funcionamento dos mercados de títulos públicos e privados, de forma a torná-los mais eficientes. (SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL [STN], 2011).

O propósito deste trabalho é então utilizar a teoria de microestrutura de mercado, com ênfase na abordagem da base de investidores, para analisar a evolução do mercado secundário de dívida pública no Brasil e discutir os aspectos mais relevantes no que se refere às suas características, identificando os principais problemas do mesmo. Desta forma, discutir que tipos de medidas poderiam ser tomadas para que a estrutura do mercado em questão obtivesse progresso no que diz respeito à melhora, principalmente, da sua liquidez através de mudanças na estrutura de tal base de participantes. Adicionalmente, traçar um paralelo com as experiências internacionais e a brasileira no processo de desenvolvimento do mercado da dívida e discutir quais aspectos positivos podem ser utilizados de exemplo para o Brasil.

2. MICROESTRUTURA DE MERCADO

A teoria da microestrutura de mercado estuda como os fatores microeconômicos afetam o processo de formação de preços e liquidez dos ativos financeiros. Esses fatores, também chamados de fatores de microestrutura, são responsáveis pelo processo de troca dos ativos, tais como regras de transação, regulação e supervisão de *dealers*, regras de contabilidade, informação assimétrica, sistema de execução de trocas e comportamento dos participantes do mercado, entre outros. De acordo com esta teoria estes fatores têm um papel relevante na explicação sobre as mudanças constantes pelo qual os mercados estão submetidos e porque há variação no comportamento dos preços ao longo do tempo.

A preocupação central desta teoria é analisar como operam o conjunto de instituições e regras que governam o processo de troca e liquidação dos títulos nos mercados financeiros. O conjunto de regras que determina o processo de troca define quem participa, o tipo de operação em que as trocas são realizadas, como ocorre a liquidação e custódia, os tipos de títulos negociados, sistema de tributação, etc. (O'HARA, 1995).

Os modelos de microestrutura de mercado explicam como a institucionalidade construída em um mercado favorece o aprofundamento do seu grau de liquidez e melhora a precificação dos títulos. Dentro deste arcabouço teórico, liquidez de mercado pode ser influenciada por diversos fatores. O BIS (1999) dividiu o conjunto de fatores em três categorias: os mecanismos de negociação utilizados pelos participantes para a realização das trocas, o desenho dos ativos aos quais tem à disposição para negociação e o comportamento dos participantes, ou o perfil dos investidores que compõe a base de negociação. A combinação dessas três categorias gera os elementos necessários para criar a liquidez de mercado.

a) Estrutura de negociação

A estrutura de mercado refere-se à forma como o mercado está organizado para realizar as negociações e como são operacionalizadas as compras e vendas no mercado de títulos público.

Quanto à importância dos mecanismos de negociação, é possível citar a transparência do mercado, como aonde é possível acessar as informações sobre as transações que são efetuadas, com qual frequência tais informações são disponibilizadas, quais participantes têm acesso a este banco de dados – sendo então uma maior transparência benéfica no sentido de diminuir a assimetria de informação no mercado e, assim, que alguns agentes sejam beneficiados em relação a outros.

As instituições, segundo O'HARA (2001), possuem o papel de ditar as regras no mercado secundário. Ou seja, são elas que ditam quais títulos que podem ser negociados, quem pode negociar, onde e como as ordens podem ser submetidas; dessa forma, são as instituições que determinam a estrutura de mercado que vai influenciar a formação dos preços, bem como o grau de liquidez.

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 sejam incorporadas no preço final do título. No entanto, vale destacar que cada estrutura é adequada a um tipo de mercado com suas peculiaridades, determinando assim o conjunto de regras e mecanismos de negociação que possam gerar maior eficiência e menor custo operacional para este mercado.

Para tornar este mercado mais competitivo e eficiente, o governo deveria estimular a maior confiança e credibilidade dos investidores. Tal compromisso proporcionaria maior transparência às negociações, diminuindo a assimetria de informações entre os negociantes.

Uma das formas que possa garantir tais premissas é o governo escolher o tipo de leilão adequado, promover a maximização dos rendimentos e desenvolver a eficiência de mercado. O sistema de *dealers* primários também proporciona maior liquidez ao segmento. O Tesouro Nacional (TN) e o Banco Central (Bacen) 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*¹ mais ajustado.

b) Características dos títulos

O desenho dos ativos refere-se às características próprias dos ativos em negociação, como o volume de transação, a disponibilidade dos mesmos nos mercados, o preço de negociação, o prazo, entre outros.

Nos mercados desenvolvidos, as características mais relevantes dos títulos públicos são: a maturidade, tamanho e freqüência das emissões e divisibilidade dos papéis.

De acordo com estudos do BIS (1999), a maturidade dos títulos apresenta uma dicotomia. Quando o governo não oferece títulos com a 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 maturidades diferentes das 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 freqüência das emissões, um estudo realizado pelo BIS (1999) para os países do G-10 demonstrou que o volume das emissões é uma variável muito importante para medir o grau de profundidade do mercado, e, portanto, liquidez de mercado. O estudo revelou que quanto maior é o volume de emissões, menor é o *bid-ask spread*. Ao que se refere à freqüência das emissões, é recomendável, segundo Silva (2008), que a freqüência de emissões seja reduzida.

Nos países do G10 as emissões ficam entre cinco e doze maturidades originais e, em muitos países procura-se manter uma zona de quatro maturidades: curto prazo, com vencimentos até um ano, médio prazo, com maturidade variando de um a cinco anos, longo prazo, de cinco a dez anos, e super longos, mais de dez anos.

A divisibilidade do papel conforme SILVA (2011) 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.

c) Comportamento e heterogeneidade dos participantes

Uma base de investidores diversificada, que inclui investidores domésticos e estrangeiros, é essencial para promover maior liquidez, estabilidade e maior eficiência dos mercados (World Bank e FMI, 2001), pois cada categoria de investidor apresenta um comportamento diferente diante da chegada de uma nova informação e exposição ao risco.

Esta discussão foi reforçada pelo BIS (1999), ao afirmar que o grau de aversão ao risco, a confiança dos traders e a sensibilidade à informação apresentam efeitos sobre a liquidez de mercado. O estudo demonstrou que a estrutura institucional altera o comportamento dos participantes de mercado. Essa estrutura abrange desde as regras de estrutura de capital até os sistemas de liquidação e custódia dos títulos e a habilidade para captar as informações sobre o movimento dos preços.

A participação de investidores de vários segmentos de mercado contribui para o aumento das negociações, amplia o horizonte dos investimentos e pode diminuir a taxa de risco. Ainda, o comportamento dos investidores pode variar 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. De acordo com a literatura da microestrutura de mercado, um mercado com investidores diversificados resulta em um mercado com maior liquidez, pois cada uma apresenta um comportamento diferente frente às novas informações e exposição ao risco.

Investidores com características distintas se expõem ao risco de forma diferenciada e, portanto, sua ação estratégica frente a uma nova informação é igualmente diferente. Essa heterogeneidade dos participantes torna o mercado menos vulnerável a ataques especulativos.

A diversificação da base de investidores no mercado de títulos públicos pode ser alcançada tanto pelo estímulo à maior participação de diferentes tipos de investidores domésticos, sobretudo os de varejo, como também pela

participação dos investidores não residentes. Neste sentido, de acordo com o BIS (1999), com uma base de investidores diversificada, os *dealers* tornam-se mais confiantes para renovar suas ordens, diminuindo o risco de baixa liquidez.

Dessa forma, deve-se estimular a quebra de barreiras de negociação para que não residentes possam investir no mercado doméstico, assim como os investidores residentes possam negociar em outros mercados.

Esse trabalho tem como foco a análise da base de investidores de títulos públicos no Brasil, em que se procura analisar quais são os efeitos das características dos participantes do mercado sobre as o perfil das trocas no mercado. Isto significa que dependendo de fatores como o número de participantes, o grau de aversão aos riscos de cada investidor, o tamanho em relação ao mercado total e, ainda, a origem dos mesmos – proporção entre investidores nacionais e internacionais, cada mercado possuirá uma estrutura diferenciada.

Certamente, ao lado de fatores de microestrutura de mercado afetando o mercado secundário brasileiro de títulos públicos, existe um grande peso da conjuntura macroeconômica do país no funcionamento deste mercado, devendo tal conjuntura receber tratamento específico de forma a delinear políticas que tragam o progresso para este tipo de transação econômica. O tratamento dos fatores de microestrutura, entretanto, é igualmente importante, pois com uma estrutura sólida podem trazer maior segurança ao investidor potencial. Segundo SILVA (2011), “independentemente do quadro macroeconômico, a sociedade sempre se beneficiará se os mercados de títulos públicos operarem com estruturas mais eficientes”.

3. CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA DO BRASIL

Em 1999 as crises financeiras ao redor do globo chamaram atenção de entidades mundiais, como o *Bank for International Settlements* (BIS) e o Banco Mundial, em relação à importância do desenvolvimento de um mercado dinâmico de dívida pública nas economias de todos os países.

No relatório intitulado “*Market liquidity: research findings and selected policy implementations*”, divulgado pelo BIS em 1999, é realizada a descrição de diversos aspectos vitais que delineiam a eficiência do mercado de dívida de um país. Entre estes aspectos estão, segundo o relatório, a conjuntura macroeconômica, o *design* dos produtos (títulos) disponíveis no mercado e, ainda, os fatores de microestrutura de mercado.

De acordo com este relatório, a forma com que a base de investidores afeta o mercado se dá através do comportamento de cada agente nas transações de mercado. Segundo BIS (1999), “o horizonte de tempo das transações, o grau de aversão ao risco, a confiança nas expectativas e a sensibilidade as informações do mercado juntos afetam a liquidez do mercado”. Quando os investidores possuem uma orientação de transacionar no curto prazo, os autores observam um aumento no volume geral de transações, porém uma diminuição no acúmulo dos fluxos de ordem até certo ponto. Ainda, o aumento do grau de aversão aos riscos, defende o relatório, causa uma diminuição no grau de liquidez do mercado. No que diz respeito às expectativas e a sensibilidade, quanto maior a confiança dos *players* de que as expectativas são consistentes e menor for sua sensibilidade às informações disponíveis, maior será a liquidez do mercado em questão, pois tais agentes aumentarão sua disposição em efetuar transações.

Ainda inserido no contexto dos participantes do mercado, o documento ainda discute a importância de um alto grau de heterogeneidade entre os mesmos. Isso significa que os formuladores de políticas econômicas deveriam estimular a entrada de participantes com diferentes percepções de mercado, já que estariam dispostos a transacionar um ativo quando o avaliam de forma diferente. Ao lado disso, quando observa uma maior diversificação da base de investidores, um *dealer* do mercado tem mais possibilidade de compensar o volume de um tipo de ordem de um lado fazendo a transação oposta na outra ponta, já que tem demanda para isso e não precisa simplesmente reduzir as suas posições no mercado, o que ajuda na manutenção da liquidez.

No mesmo ano em que foi divulgado o relatório do BIS, a Secretaria do Tesouro Nacional brasileira divulgou um estudo no qual mencionou uma série

de 21 medidas a serem implementadas devido à conclusão de “ser necessária a reformulação de práticas atuais e a introdução de novos instrumentos e procedimentos para a recuperação e a retomada do dinamismo do mercado da dívida pública mobiliária” (TESOURO, 1999).

Dentro das medidas mencionadas, diversas podem ser identificadas como diretamente relacionadas com o esforço do governo em promover a diversificação na base de investidores de títulos públicos no mercado da dívida. Segundo o relatório, além do “objetivo de estimular as negociações no mercado secundário, as medidas incentivam a participação de novos agentes econômicos, como pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras, no mercado de títulos federais” (TESOURO, 1999).

É do mesmo modo relevante mencionar a promulgação do Plano Anual de Financiamento (PAF), que tinha algumas diretrizes para restabelecer a ordem na economia à época: (i) alongar o prazo da dívida tornando menor o risco de refinanciamento; (ii) aumentar a participação da dívida pré-fixada e indexada à inflação em relação à dívida atrelada à SELIC e ao câmbio; (iii) manter a transparência e proximidade aos participantes do mercado. Segundo DÍVIDA (1999), “essas diretrizes [...] culminaram em mudança significativa no comportamento do mercado, aumentando a liquidez e reduzindo os diferenciais entre preços de compra e venda dos ativos negociados no mercado secundário”.

Ainda, em 2003 foi projetada a criação da Conta Investimento (projeto aprovado em 2004), que isentava os investidores do pagamento da Contribuição Provisória sobre Movimentação financeira (CPMF), o que atraía ainda mais o investidor para o mercado, diminuindo os custos das transações, aumentando então a liquidez do mercado¹.

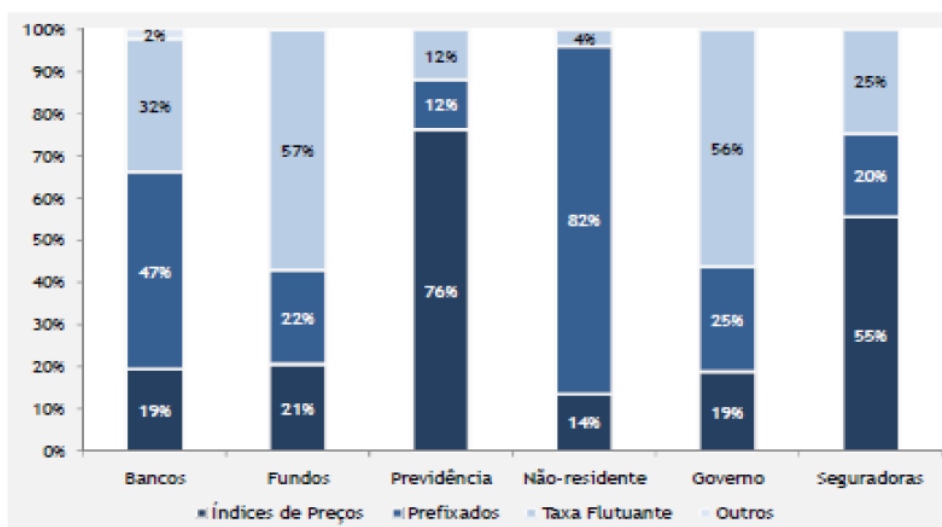
Os dados apresentados nos gráficos 1 e 2 mostram que os títulos se concentram, principalmente, nas mãos das instituições financeiras (carteira

¹ Após 30 de abril de 2010 foi extinta a Conta Investimento dado o fim da cobrança da CPMF por aprovação do Congresso Nacional em 2007.

própria² e títulos vinculados) e dos Fundos de Investimentos. Os principais títulos que compõem a carteira dos fundos de investimentos são as LFT e as LTN, a despeito das regras de mercado a que estão sujeitos, esses agentes de mercado possuem comportamento, incentivos e aversão ao risco bastante similares, como mostra o gráfico¹. Uma evidência forte desse comportamento é a operação chamada de LFT sintética, para fugir do risco de juros, a compra de uma LTN leva os agentes travarem a operação no mercado futuro.

Como podemos verificar no gráfico 3, a participação de investidores não residentes é de aproximadamente 11,4% do estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna em mercado. Esses investidores em geral, apresentam a capacidade de negociar títulos mais longos. Nos últimos anos a participação desse segmento vem crescendo no Brasil, a partir dos incentivos criados, mas ainda representa uma parcela muito baixa quando comparado com os demais detentores.

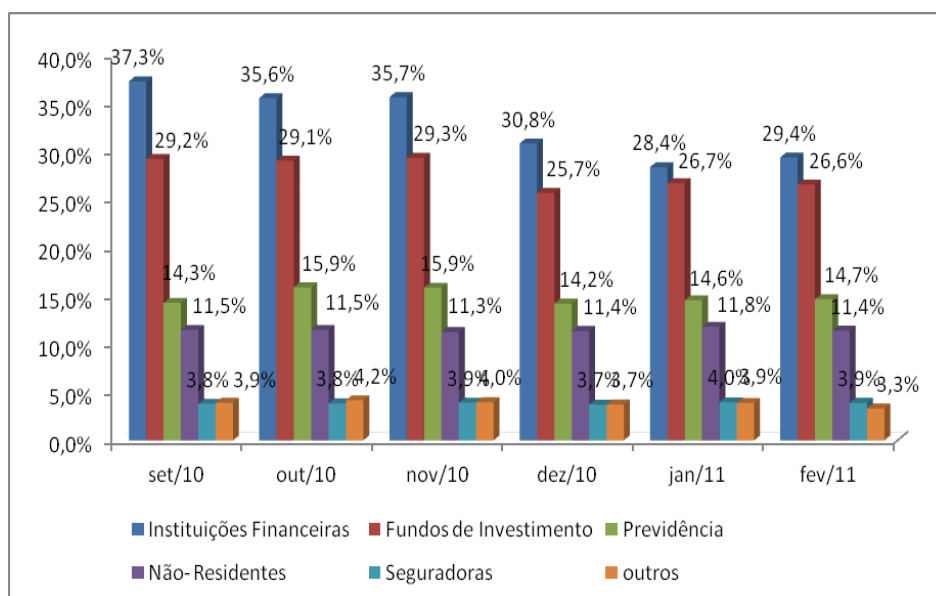
Gráfico 1 – Composição (%) da carteira de títulos públicos, por detentor.



Fonte: STN- Relatório Mensal de Dívida

² “Títulos vinculados” a depósito compulsório sobre poupança e sobre depósitos a prazo; reserva técnica; aumento de capital; recursos externos; empréstimos de liquidez; caução; depósitos judiciais; e câmaras. As posições representativas das pessoas físicas e jurídicas estão contempladas nas posições nos fundos e investimento. Fonte Banco Central – Junho de 2011.

Gráfico 2 – Participação (%) de detentores dos títulos da DMPFi (média mensal)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

4. EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

A necessidade do desenvolvimento de um mercado primário e secundário da dívida é uma preocupação que concerne a todos os países do globo. A análise da experiência dos demais países emergentes na implementação de medidas que aprimorassem as transações no mercado da dívida pública é de grande utilidade, pois serve como uma forma de comparação entre a experiência brasileira, de forma que é possível extrair lições tanto sobre tentativas que deram certo – e quais ideias poderiam ser “importadas” para o Brasil – como para evitar repetir os erros dos demais.

4.1 Hungria

O desenvolvimento de um mercado secundário forte neste país foi resultado, entre outras medidas, de significativas mudanças na estrutura de detentores dos títulos públicos. Ao longo dos anos 90, a parcela da dívida em posse de não residentes, companhias de seguro e fundos de pensão sofreu um grande crescimento, enquanto grandes bancos e demais instituições financeiras tiveram sua posição diminuída no período.

O maior progresso em relação à base de investidores se deu com a permissão para investidores estrangeiros investirem em títulos públicos de longo prazo (maior que um ano), em 1996. Segundo FMI (2008), essa medida “ajudou a transferir o *know-how* destes investidores para o mercado interno através da disseminação de técnicas de investimento financeiros mais sofisticadas”.

4.2 Índia

Na Índia diversas medidas para o aprimoramento do mercado da dívida foram tomadas, tanto no nível de políticas macroeconômicas quanto no estabelecimento de uma estrutura mais robusta de apoio às transações. Além de observar um aumento da *performance* macroeconômica na segunda metade dos anos 90, o governo foi responsável por promover uma grande reforma no sistema de incentivos do país, pois o que se observava era uma disposição do Reserve Bank of India para agir de acordo com os interesses dos grandes bancos.

Com relação às mudanças de microestrutura, os formuladores de política econômica foram eficientes em estabelecer uma melhora no meio das transações com a introdução de meios eletrônicos de troca e reformulação dos sistemas de liquidação.

Apesar de como um todo ter alcançado grande progresso na dinâmica do mercado da dívida, diversos fatores institucionais limitaram o desenvolvimento de uma base de investidores mais ampla. Segundo FMI (2008), um destes fatores seria “a predominância de instituições estatais em todos os setores financeiros”, que então tem incentivos distorcidos ao participarem no mercado de dívida do governo. Outro entrave seria a falta de um sistema previdenciário privado mais forte, o que torna a participação deste setor menor como detentor de títulos públicos, contribuindo para uma menor diversificação da base de investidores.

4.3 México

Um país com grau de institucionalidade semelhante à brasileira que obteve sucesso no desenvolvimento do mercado da dívida é o México. Como nos demais casos de sucesso, este progresso foi resultado da combinação entre

um ambiente macroeconômico estável ao lado do comprometimento dos formuladores de política em promover o amadurecimento do mercado.

Com relação às medidas para o estímulo à diversificação da base investidora, um primeiro passo foi dado em 1990 com a concessão da autorização para que investidores estrangeiros também pudessem transacionar com os títulos da dívida do governo. De acordo com FMI (2008), “a liberalização gradual da conta capital foi acompanhada por uma desregulamentação financeira”, o que mostra um relativo relaxamento dos entraves à participação do capital estrangeiro no país. Outra medida no sentido do alargamento da base de investidores foi, em 1990, a reforma previdenciária no país, que aumentou a participação dos fundos de pensão como detentores de títulos do governo.

Ao longo dos anos 90, porém, ainda observava-se uma dominância das grandes instituições financeiras como possuidoras dos títulos devido à forte regulamentação sobre o setor. Segundo FMI (2008), “a regulamentação restringia a quota que os fundos de investimento poderiam investir em títulos de curto-prazo, o que os tornava menos competitivos em comparação aos bancos já que se encontrava em um ambiente de alta volatilidade de juros – o que sujeitava os títulos de longo prazo a mudanças bruscas de valor”.

Esse cenário pôde ser modificado com a gradual mudança nas normas de investimento no país, e o que se observa atualmente é a participação de diversos tipos de fundo, assim como investidores pessoa física no mercado de títulos.

Apesar de ainda possuir uma parcela significativa de títulos pós-fixados atrelada à dívida – fator comum entre os países latino-americanos devido à apreensão quanto à volta ao ambiente hiperinflacionário dos anos 80, o país teve sucesso em aumentar significativamente o prazo de sua dívida, que aumento de 187 dias em 1990 para 2004 dias ao fim de 2004.

4.4 Visão geral sobre as experiências internacionais

É possível observar dentre tais exemplos internacionais de evolução do mercado da dívida um esforço comum para aumentar a base de investidores principalmente em relação a um aumento da participação do investidor estrangeiro e de fundos de previdência privada como detentores de títulos da dívida.

Como já foi citado anteriormente, este primeiro *player* tem papel fundamental no desenvolvimento do mercado de títulos, pois além de causarem um aumento do volume negociado, sua formação de expectativas se dá de forma diferente, o que faz com que demandem ativos de diferentes características e ainda aumentem a variedade de transações no mercado; é possível também citar que este tipo de investidor traz seu conhecimento de mercado para o Brasil, sofisticando os instrumentos financeiros.

Os fundos privados de previdência também tem papel significativo por tradicionalmente tomarem posições em títulos pré-fixados. O benefício disto para o governo é que quanto maior for a parcela de títulos pré na carteira dos investidores, menor é o custo de financiamento já que oscilações na taxa de juros não impactariam no valor de tais títulos. Segundo NEPOMUCENO (2005):

“com o perfil da dívida estruturado desta forma [predominância de títulos pós-fixados], o que percebemos é que muitas vezes os objetivos de política monetária almejados pelo Banco Central, encontram grandes dificuldades, pois ao tentar combater os efeitos inflacionários subindo a taxa de juros de curtíssimo prazo o efeito de “perda de riqueza” desejado é muito pequeno ou praticamente nulo e a eficiência da atuação do Banco Central severamente influenciada”.

Dessa forma é útil observar os exemplos internacionais e igualmente criar mais incentivos no Brasil para que este tipo de investidor seja atraído para o mercado de títulos públicos.

É interessante ressaltar que o governo brasileiro também vem implementando medidas no sentido de incentivar uma heterogeneidade da base de investidores, como por exemplo, o início das vendas de títulos por meio da

internet como forma de atrair investidores pessoa física. Segundo DÍVIDA (2009):

“A ideia subjacente ao programa remetia à necessidade de criar novas alternativas para o pequeno investidor, como um produto complementar que não passasse pela indústria de fundos de investimento. Esse importante segmento era, até então, praticamente o único canal de distribuição de títulos públicos ao público geral. [...] a base de investidores da dívida pública doméstica seria ampliada de maneira que o Tesouro Nacional – na qualidade de gestor – pudesse extrair os benefícios dessa diversificação”.

É inevitável, portanto, levantar o questionamento sobre que lições deve ainda o governo brasileiro absorver para alcançar um desenvolvimento no mercado da dívida, assim como ocorreu em outras nações emergentes; ainda, quais são os maiores entraves atuais para que isso venha a ocorrer na economia brasileira.

5. DESAFIOS ATUAIS NO MERCADO DE DÍVIDA BRASILEIRA PARA A DIVERSIFICAÇÃO DA BASE DE INVESTIDORES

Atualmente o foco da gestão da base de investidores da dívida se encontra entre três *players*: tesourarias das grandes instituições financeiras, investidores não residentes e fundos de pensão.

Segundo DÍVIDA (2009), “somente as tesourarias dos bancos comerciais nacionais detém quase um terço da DPMFi, de forma que não se pode avaliar o sucesso na gestão das dívidas nos próximos anos sem avaliar a evolução deste segmento”.

De acordo com a literatura disponível, o espaço dos investimentos destas instituições vem sendo modificado, primeiramente pela sua diminuição dada a disponibilidade de diversos instrumentos financeiros mais sofisticados pelos quais estas instituições optam em detrimento dos títulos e, ainda, por uma mudança no perfil do investimento – passam a deter uma posição maior em títulos pré-fixados e de prazo maior. Esta segunda mudança é fruto do cenário econômico presente, o qual se acredita ter entrado em um ciclo de decréscimo do nível de juros, tornando tais títulos pré mais atrativos, assim

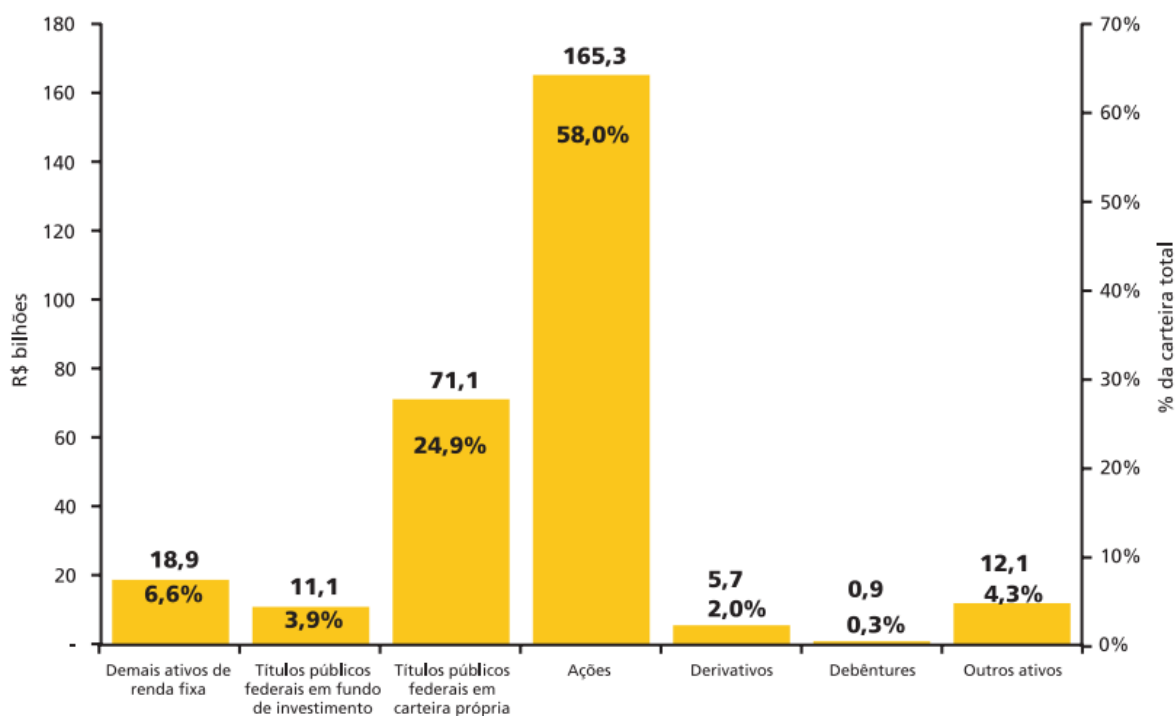
como o fato de as LFTs poderem ser facilmente replicáveis por meio de instrumentos sintéticos.

Com relação aos fundos de previdência privada, é possível observar, como já mencionado, a tendência ao investimento em títulos pré de longo prazo. Entre 2006 e 2008 o peso dos títulos públicos na sua carteira de investimento passou de 43% para 50%, o que mostra o apetite deste participante pelo mercado da dívida. Segundo DÍVIDA (2009), ainda, “o papel desempenhado por essas entidades no mercado de dívida será muito mais qualitativo do que quantitativo, desenvolvendo o mercado secundário, difundindo novos *benchmarks* para a gestão de renda fixa e disseminando uma cultura de poupança de longo prazo no país”.

A maior questão para o governo, vale ressaltar, seria a manutenção de um nível adequado de investimentos estrangeiros no país. Apesar de avanços nesse sentido terem sido observados com a mudança na incidência tributária sobre investimentos estrangeiros em títulos público em 2006, ainda existem outros fatores que devem ser cuidadosamente mensurados pelo governo.

Ainda há uma grande fatia do investimento estrangeiro que poderia ser direcionada ao mercado de títulos públicos. Como pode ser observado no gráfico 3, em 2008 apenas 28,8% da carteira deste tipo de investimento concentrava-se no mercado da dívida.

Gráfico 3 – Composição da carteira de ativos dos investidores não residentes



Fonte: Comissão de Valores Imobiliários e Banco Central apud DÍVIDA (2009)

Um fator positivo em relação ao mercado da dívida interna tem sido a relativa diminuição dos níveis da dívida soberana externa brasileira, o que direciona o investidor estrangeiro para primeiro tipo de papel.

O maior desafio em relação ao investidor estrangeiro, porém, é a condução de uma política macroeconômica sólida, principalmente em meio ao cenário instável que está presente desde a crise do mercado financeiro em 2008. Apesar de o Brasil ter apresentado um desempenho até satisfatório após este choque, as perspectivas de cenário de baixo nível dos juros e a posição do Brasil como credor perante a economia global devem ser mantidas robustas, de modo a atender as expectativas destes formuladores de política. Tais expectativas compreendem um crescimento na participação estrangeira através de fundos de pensão e diminuição através de *hedge funds*. De acordo com DÍVIDA, “o crescimento do segmento [participação estrangeira] como um todo deverá se dar nos títulos [...] pré-fixados e indexados a índices de preços”,

o que seria positivo uma vez que iria de acordo com os ensejos da política de longo prazo do mercado de títulos.

6. CONCLUSÃO

Apesar dos desafios apresentados ao governo para gerir a dívida interna atendendo aos interesses macroeconômicos dos agentes de mercado, é possível dizer que a gestão dos fatores de microestrutura tem se tornado cada vez mais eficiente pela própria percepção deste órgão da necessidade de maturidade deste mercado.

Além do desenvolvimento observado nos diversos níveis a qual a microestrutura de mercado se preza a analisar – como as características dos títulos e a estrutura de negociação do mesmo – é possível ressaltar o esforço no sentido de estabelecer neste mercado uma diversidade no que diz respeito aos investidores deste mercado dado os benefícios anteriormente discutidos de tal cenário.

O governo brasileiro deve continuar olhando para os exemplos ao redor do globo para poder adquirir mais conhecimento no sentido de políticas efetivas de microestrutura para o mercado interno, porém sempre estando atento para satisfazer a necessidade do investidor interno, principalmente no que diz respeito a uma gestão da dívida interna que estimule uma cultura de poupança de longo prazo no país.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Market liquidity**: research findings and selected policy implementations. Basel: 1999, 57p. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/cgfs11overview.pdf>>. Acesso em 15 out. 2011. [BIS 1999]

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **A framework for developing secondary markets for government securities**. Washington, DC: 2008, 55 p. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08174.pdf>>. Acesso em 1 nov. 2011. [FMI 2008]

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília, 2009, 502 p. Disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/livro_divida.asp>. Acesso em: 20 ago. 2011. [DÍVIDA 2009]

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório anual da Dívida Pública**. Brasília, DF, jan. 2011. [TESOURO, 1999]

NEPOMUCENO, Evandro Mota. **Gestão da dívida pública pré-fixada no regime de metas de inflação brasileiro**. Rio de Janeiro, 2005, 37 p. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2005.

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

O'HARA, Maureen. **Overview**: market structure issues in market liquidity. BIS papers Nº 2, 2001.

SILVA, Ana Lucia P. **Liquidez e Microestrutura do Mercado de Títulos Públicos no Brasil**. São Paulo, 2011, 19 p. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011.