

Transparência e liquidez no mercado brasileiro de títulos de renda fixa

A transparência e a liquidez das operações envolvendo títulos de renda fixa e sua interrelação foram amplamente discutidas na comunidade financeira internacional em 2005, por meio de órgãos reguladores e organismos representativos do segmento. A identificação do aumento da participação de investidores de varejo operando diretamente nos mercados, ainda que de forma diferenciada entre países, contrapõe na literatura especializada o grau de transparência necessária para a eficiência dos segmentos de renda fixa e variável, principalmente ações.

Internamente, o mercado de títulos e os ambientes em que são travadas as negociações entraram na pauta da imprensa especializada por conta de investigações conduzidas no âmbito do Congresso, sobre supostas irregularidades em esferas da administração federal. O momento foi particularmente propício, considerando-se o debate internacional envolvendo as características e a elaboração de um receituário específico para tais operações nas economias desenvolvidas. Assim, algumas considerações a respeito podem ser

elucidativas, tanto para clientes que passam a conhecer esse mercado quanto para o público em geral.

De acordo com a literatura internacional, as transações realizadas em balcão são aquelas que permitem aos participantes negociar diretamente entre si, em geral por meio de telefone ou de sistemas eletrônicos. No Brasil, esse é o formato predominante das negociações no segmento de renda fixa, que englobam títulos da dívida pública federal e de dívida privada, como as debêntures.

O mesmo ocorre nos mercados americano e europeu. Nos EUA, a maior parte dos *treasuries* e dos papéis corporativos é negociada fora de bolsa. Já na Europa, respeitadas as diferenças de cada país, os *Eurobonds*, por razões regulamentares e fiscais, são listados em bolsa, mas a vasta maioria das negociações é realizada por meio de instituições financeiras – *dealers* - diretamente com clientes ou utilizando-se de plataformas eletrônicas. Os títulos de governo apresentam as mesmas características, com elevada participação de sistemas eletrônicos de negociação de balcão (70%) e de clientes investidores institucionais (60%). A presença de clientes de varejo é crescente no

mercado americano e diversificada no continente Europeu (elevada na Alemanha e Itália e discreta no Reino Unido).

Os diagnósticos enfatizam as diferenças conceituais entre os diversos segmentos e reforçam que as propostas para proteger investidores conforme o grau de transparência dos ativos devem ser analisadas considerando-se as características intrínsecas e a eficiência dos mercados, no que se refere a competitividade e liquidez.

Com relação ao mercado de ações, tipicamente operado em bolsas de valores, a divulgação de propostas e a obtenção de preços efetivos são a própria contrapartida dos negócios. Os resultados, contínua e tempestivamente disponíveis, refletem múltiplas operações com características padronizadas e base de clientes diversificada - indivíduos, fundos, empresas e instituições -, além de diferentes escalas de valores unitários e número de transações.

Já o mercado de títulos apresenta características completamente distintas. Há predominância de operações interfinanceiras e de elevado valor unitário, de ativos de precificação complexa e de participantes

A divulgação de preços indicativos - iniciada pela ANDIMA em 2000 - vem sendo aperfeiçoada no mercado de títulos públicos e foi estendida ao mercado de debêntures em 2004. A Associação divulga diariamente preços sintéticos para cerca de 100 emissões de títulos públicos e 49 debêntures

especializados, tais como instituições financeiras e investidores institucionais. Como o processo de formação de preços não decorre do simples encontro entre propostas de compra e venda, mas leva em 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.

No exterior, as principais iniciativas neste sentido referem-se à utilização de sistemas eletrônicos de cotação ou negociação (para captura de preços indicativos ou propostas firmes, ou seja, informações pré-negócio) e de registro das operações efetuadas, inclusive em tempo real, para posterior divulgação e consolidação – a chamada informação pós-negócio. No primeiro caso, são exemplos as plataformas eletrônicas e a coleta e divulgação de preços “sintéticos”, obtidos em uma amostra de participantes relevantes no mercado. No segundo, o exemplo mais conhecido é o TRACE – *Trade Reporting and Compliance Engine* - que registra preços e quantidades de operações fora de bolsa realizadas com títulos corporativos nos EUA -,

mas há iniciativas semelhantes na Europa, como o TRAX.

Algumas das tendências identificadas estão presentes no mercado de balcão no Brasil, embora a participação de indivíduos ocorra basicamente por meio de fundos de investimento (em alguns países desenvolvidos, o incremento da demanda por títulos também ocorre via fundos). Quanto à transparência, inclusive por questões históricas, o registro de operações de balcão é condição obrigatória para ativos na carteira de instituições financeiras e de investidores institucionais, esses últimos em contas individualizadas. Os sistemas depositários – SELIC, para títulos públicos federais, e CETIP, para debêntures e demais ativos privados - produzem informações diárias de preços e quantidades registradas, acessíveis a reguladores e investidores no segmento. Os dados consolidados, conceituados como *post-trade*, estão amplamente disponíveis nos respectivos *sites*.

Transparência

No que se refere às informações pré-negócio, a implementação de plataformas eletrônicas já é realidade

no segmento, mas as informações geradas ainda não são referências sólidas para os negócios, principalmente em razão da baixa liquidez. A divulgação de preços indicativos – iniciada pela ANDIMA em 2000 - vem sendo aperfeiçoada no mercado de títulos públicos e foi estendida ao mercado de debêntures em 2004. A Associação divulga diariamente preços sintéticos para cerca de 100 emissões de títulos públicos e 49 debêntures, a partir de dados coletados de uma amostra de 42 e 22 instituições, respectivamente.

Vale acrescentar que o fato de uma entidade auto-reguladora ser responsável pela coleta, tratamento e divulgação das informações revestiu o projeto da necessária credibilidade, suprimindo a ausência, no país, de um ambiente de expressiva liquidez no segmento de renda fixa. A difusão de taxas referenciais de negócios para segmentos ilíquidos foi um avanço para que o setor financeiro, além de colocar em prática critérios contábeis mais justos e uniformes, reduzisse a assimetria de informações geradas pelas imperfeições de mercado e possibilitasse a realização de negócios calcados em parâmetros mais homogêneos.

Embora estejam em andamento, outras iniciativas

O IMA - Índice de Mercado ANDIMA e seus subíndices representam um carteira fictícia da quase totalidade dos títulos que compõem a dívida mobiliária federal, por tipo de remuneração e prazos

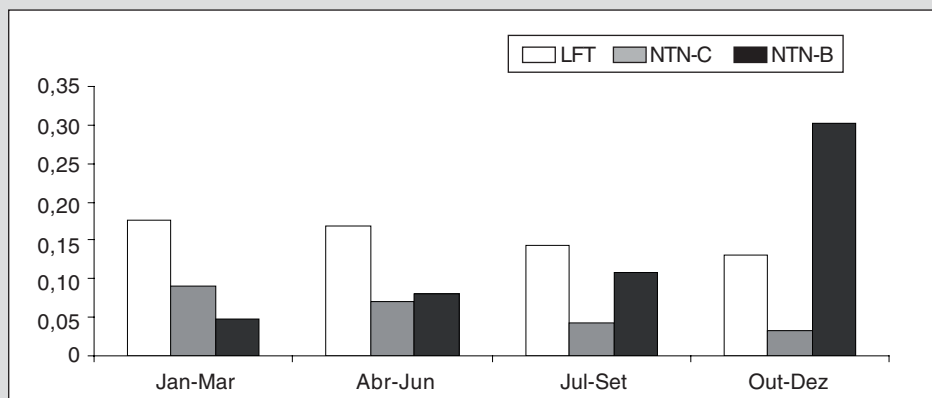
que poderiam ampliar as informações disponíveis sobre o segmento – e, por conseqüência, sua transparência – têm seus efeitos limitados por condições macroeconômicas, no caso brasileiro. Uma delas foi a criação, pela ANDIMA, em 2005, de *benchmarks* para o mercado de renda fixa. O IMA – Índice de Mercado

ANDIMA e seus subíndices representam uma carteira fictícia da quase totalidade dos títulos que compõem a dívida mobiliária federal, por tipo de remuneração e prazos. No entanto, ainda não atingem a base do varejo como parâmetro de remuneração, dadas as altas taxas de juros e a cultura de curto prazo dos agentes.

Liquidez

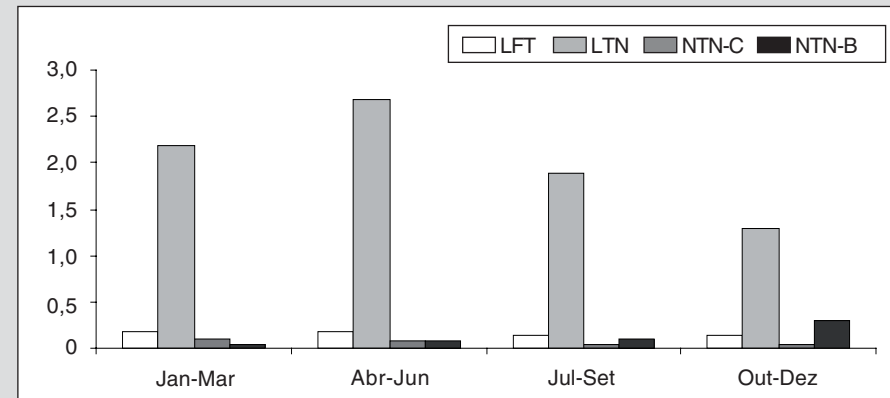
Com relação ao mercado secundário de títulos de renda fixa, o caso brasileiro é especialmente peculiar. O segmento registra baixo volume de negócios, inclusive no que diz respeito aos papéis públicos, que normalmente se

Volume Financeiro (Negociações SELIC)/Estoque em Mercado (IMA) - Período: Jan a Dez/2005 (excluindo LTN)



Obs.: Consideradas apenas as operações extragrupo. Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

Volume Financeiro (Negociação SELIC) - Estoque em Mercado (IMA) - Período: Jan a Dez/2005



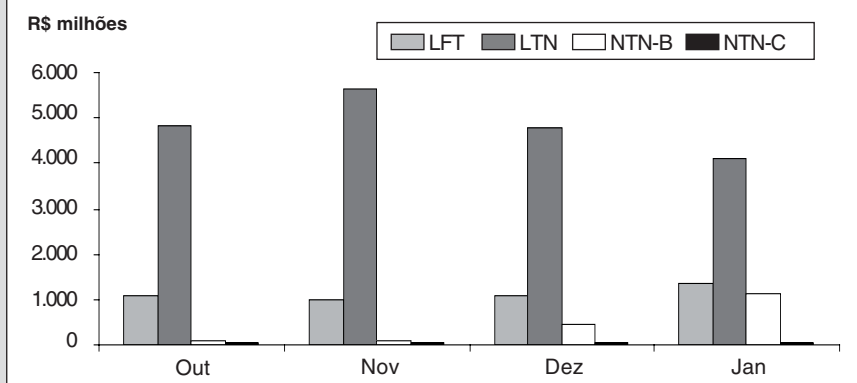
Obs.: Consideradas apenas as operações extragrupo. Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

caracterizam pela expressiva liquidez e funcionam como balizadores (*benchmarks*) das operações realizadas com títulos privados. O estoque desses últimos tampouco representa parcela significativa do universo da dívida em renda fixa, o que se reflete diretamente na liquidez do mercado secundário.

A memória inflacionária e o histórico de leniência da política fiscal são parcialmente responsáveis por essa configuração. As LFT, títulos atrelados à Taxa SELIC com reduzido risco de mercado, foram criadas em um contexto no qual a moeda indexada protegia parte dos agentes que tinham acesso aos mercados financeiros. Decorridos mais de dez anos da estabilização dos preços, seria lógico imaginar que os investidores se sentiriam mais atraídos por títulos cujo risco de mercado pudesse assegurar maior percepção da relação risco/retorno.

A recente estabilização monetária, porém, não foi acompanhada de uma redução expressiva da volatilidade dos preços básicos da economia - juros e câmbio -, que se alternaram, em diferentes momentos, como âncoras do processo, o que provocou episódios de choque

Média do Volume Financeiro Diário (Negociações SELIC) Período: Out/2005 a Jan/2006



Obs.: Os dados referentes ao mês de janeiro contemplam o período de 2/1/2006 a 17/1/2006. Consideradas apenas as operações extragrupo. **Fonte:** Banco Central. **Elaboração:** ANDIMA.

dessas duas variáveis no período. Tal característica manteve os investidores avessos ao risco, evitando alocar recursos em títulos de prazos mais longos. Soma-se a este quadro o fato de a curva de rendimentos no país ter permanecido negativamente inclinada por longos períodos. Dados de dezembro/2005 mostram que as LFT ainda correspondem a mais de 50% do total da dívida em poder do mercado.

O gráfico ao lado ilustra a baixa propensão à liquidez dos títulos indexados à taxa de curtíssimo prazo (LFT).

Além dos problemas na condução da política monetária, que resultaram na superexposição dos emissores ao risco de mercado, cabe destacar a restrita base de investidores como fator de inibição do volume negociado no mercado secundário. O desincentivo fiscal à troca de posições

afastou grande parte dos potenciais credores que, por motivações individuais e *expertise*, poderiam distribuir a percepção dos riscos e reduzir a assimetria de informações na formação de preços. Os entraves ao ingresso de investidores estrangeiros no segmento de renda fixa é um desses casos, que mereceu análise específica da ANDIMA em 2005, no

Relatório Econômico *Dívida Pública – Participação do Investidor Estrangeiro*. O documento destaca as vantagens e as externalidades positivas da ampliação da presença de agentes financeiros externos no mercado brasileiro.

Nos últimos anos, no entanto, a administração da dívida pública e da política monetária tem convergido para padrões internacionais. A redução do déficit público, a concentração de vencimentos, a drástica diminuição da dívida denominada em dólar e a construção de uma curva de juros prefixada e indexada ao IPCA - Índice de Preços ao Consumidor Amplo vêm alavancando as operações secundárias de títulos públicos e ampliando o nível de informação dos mercados quanto aos riscos de descontrole inflacionário e à trajetória das taxas de

Total de Vencimentos por Faixas - Dez/04

Número de Operações por Mês por Vencimento - Título	LFT	LTN	NBCE	NTN-B	NTN-C	NTN-D	NTN-F
400+	2	3	0	0	0	0	0
300-399	2	0	0	0	0	0	0
200-299	2	0	0	0	0	0	0
100-199	5	1	0	0	1	0	0
50-99	4	1	0	0	1	0	0
10-49	9	1	2	2	2	1	1
4-9	2	0	2	3	1	3	0
2-3	1	0	0	0	2	0	0
1	4	0	0	0	0	0	0
Total de vencimentos negociados	31	6	4	5	7	4	1

Obs.: Consideradas apenas as operações extragrupo. **Fonte:** Banco Central. **Elaboração:** ANDIMA.

Total de Vencimentos por Faixas - Dez/05

Número de Operações por Mês por Vencimento - Título	LFT	LTN	NBCE	NTN-B	NTN-C	NTN-D	NTN-F
400+	1	2	0	0	0	0	0
300-399	5	1	0	2	0	0	0
200-299	1	3	0	0	0	0	0
100-199	0	2	0	0	0	0	0
50-99	8	1	0	2	0	0	0
10-49	8	0	2	3	3	0	0
4-9	1	0	0	0	0	1	1
2-3	0	0	0	0	0	0	1
1	7	0	0	0	1	1	1
Total de vencimentos negociados	31	9	2	7	4	2	3

Obs.: Consideradas apenas as operações extragrupo. **Fonte:** Banco Central. **Elaboração:** ANDIMA.

juros. Apesar de incipiente, esse movimento já se faz sentir nos registros de negócios, como mostram os gráficos.

Comparação Internacional

Guardadas as proporções, tais estatísticas pouco diferem daquelas observadas no mercado de balcão em outros países. Nos EUA, das 29 mil emissões de títulos corporativos, passíveis de registro no TRACE, apenas 5% são negociadas cinco ou mais vezes por dia. Desse total, 4.700 (ou 16,2%) apresentam pelo menos um negócio por dia e menos da metade (46%) são transacionadas no mínimo uma vez por mês. Na Europa, para os 40 mil títulos de renda fixa com registro no TRAX, uma pesquisa realizada em um dia aleatório mostrou que 85% não haviam sido negociados e, dos 15% que registraram negociação, menos da metade apresentou mais de dois negócios.

As justificativas para esses números encontram-se no próprio perfil de liquidez dos ativos transacionados no mercado de balcão: concentração em poucos vencimentos, geralmente no início da vida útil do título;

O mercado de balcão registra crescente transparência, no Brasil e no exterior, em função de medidas adotadas por participantes e reguladores e de iniciativas de auto-regulação. Tais ações, contudo, não bastam para modificar - e não devem ter esse objetivo - suas condições estruturais e diferenciadas de formação de preços

e operações de alto valor, mas nem sempre frequentes. Tais características implicam *spreads* mais largos, o que não significa necessariamente deficiência do mercado. De fato, diferentemente do mercado de ações, essas são características de muitos títulos corporativos e, em alguma medida, do mercado de dívida pública. Este último, que se apresenta mais líquido, é particularmente impulsionado pelas decisões da política monetária e pela troca de recursos entre instituições financeiras – o chamado interbancário. Assim, o mercado de balcão registra crescente transparência, no Brasil e no exterior, em função de medidas adotadas por participantes e reguladores e de iniciativas de auto-regulação. Tais ações, contudo, não bastam para modificar - e não devem ter esse objetivo - suas condições estruturais e diferenciadas de formação de preços.

A exemplo da economia, os mercados financeiros são dinâmicos, e seu crescimento supervisionado e seguro requer, quase sempre, contínua adaptação. Esta é uma condição válida para quaisquer das estruturas em que se apóia a circulação financeira. Foi determinante para a elaboração das regras de Basiléia, como resposta

à realização de perdas de clientes potencializadas por posições alavancadas em mercados internacionais de derivativos; a criação de regras de compartilhamento de perdas nas bolsas, após as crises internacionais e regionais vividas na últimas décadas; e a reestruturação de sistemas de pagamentos em todo o mundo, a partir da constatação de sua capacidade de difundir riscos em situações dessa natureza.

As recentes providências destinadas a ampliar a transparência no mercado de balcão seguem a característica necessária e benéfica de transformação dos mercados e de seus agentes. Também nesse caso, deverão acarretar um processo positivo de aperfeiçoamento dos sistemas e entidades que participam do segmento. Por certo, em alguma medida, as soluções geram convergência de serviços: produtos com características de balcão são oferecidos nas bolsas, e os pregões físicos têm sido extintos no mundo, como ocorreu na Bovespa. No balcão, a realização de ofertas multidirecionadas aumentou, inclusive pela facilidade proporcionada pelas plataformas eletrônicas. Além disso, verifica-se crescente adoção de padrões para cláusulas contratuais mínimas em operações ou escrituras de ativos negociados.

A multiplicação de alternativas e de informações visando à transparência nos diferentes ambientes de negociação é resultado natural da disputa pelos mercados e investidores, bem como da busca pela redução de riscos e custos. Mas ignorar as diferenças e adotar caminhos únicos, restringindo tipos e formas de negociação, não parece uma boa solução nem para clientes, nem para supervisores, que certamente seriam obrigados a enfrentar as distorções daí derivadas. Ao adotar mecanismos que ampliam sua transparência, o mercado de balcão se fortalece e consolida como instrumento eficaz para a negociação de ativos com características específicas. É preciso não apenas respeitar, mas valorizar essa diferença, como parece estar ocorrendo em outros países.

Paulo Eduardo de Souza Sampaio
Superintendente Geral