

## Novos desafios para a liquidez são discutidos em Seminário de Renda Fixa

**A**NDIMA e a CETIP promoveram em outubro o 2º *Seminário Internacional sobre Renda Fixa em Mercado de Balcão*, no qual foram discutidas, à luz de uma abordagem teórica e da experiência internacional, as condições macroeconômicas e de microestrutura adequadas para estimular o desenvolvimento do mercado de títulos de renda fixa no Brasil, com liquidez e profundidade. Também foram relacionados os principais desafios a serem enfrentados pelos agentes do mercado no que toca à auto-regulação ou pelas diferentes instâncias do governo federal, como objeto de políticas públicas, para aumentar a transparência dos negócios e a liquidez no segmento.

### Condições macroeconômicas internas e cenário internacional

De modo geral, as condições macroeconômicas do Brasil foram consideradas favoráveis e propícias à criação de um ambiente fértil para o desenvolvimento do mercado de títulos de renda fixa, na medida em que o país se mostra mais resistente a choques externos, assegurando maior previsibilidade a emissores e investidores.

Dentre as principais variáveis abordadas, destaca-

ram-se a estabilidade de preços; a redução do patamar dos juros; os resultados positivos do ajuste fiscal em curso; a trajetória do crescimento econômico; e a diminuição da vulnerabilidade externa, assegurada por resultados positivos sistemáticos na Balança Comercial e pela queda da dívida externa total líquida.

Diante desse cenário, e em face do rigor da política econômica adotada, expresso no cumprimento das metas fiscais e de inflação a cada ano, o Brasil, de fato, apresentou-se menos vulnerável diante da

crise dos créditos imobiliários *subprime* nos EUA, quando os efeitos sobre a Bolsa, o câmbio e as taxas de juros internas apresentaram menor intensidade e duração do que em outros momentos de exposição a uma maior volatilidade no cenário externo.

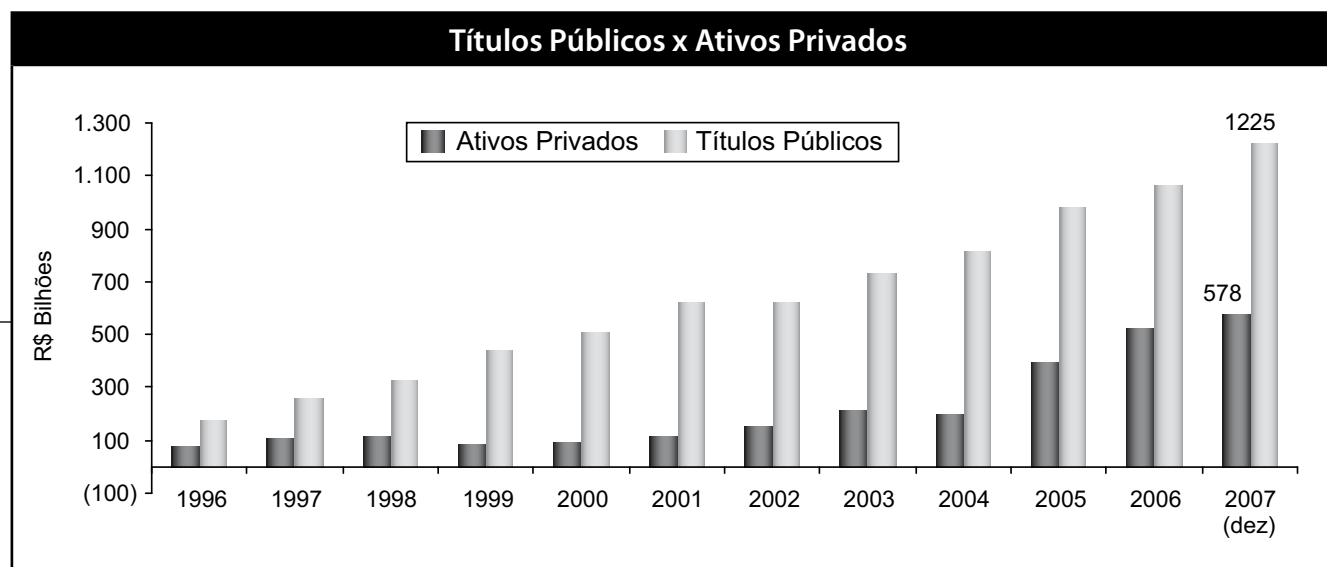
Apesar dos ajustes já efetuados na economia brasileira, a incerteza apontada pelos especialistas decorre da possibilidade de a crise dos créditos imobiliários norte-americanos ainda vir a gerar efeitos negativos importantes em escala global, em particu-

lar sobre a própria economia norte-americana, com conseqüências para a economia brasileira.

A avaliação é de que a trajetória cadente dos juros no país estaria sendo propiciada, de um lado, pelos fundamentos econômicos internos e, de outro, pelo cenário favorável dos últimos anos. O peso desta última variável, pelas conclusões do debate, somente poderia ser diminuído com a introdução de políticas públicas que visem ao avanço da estrutura educacional, tecnológica e previdenciária.

## Mercado de títulos de renda fixa: microestrutura

Realizado em setembro de 2006, o *1º Seminário Internacional sobre Renda Fixa em Mercado de Balcão* havia identificado, entre os principais problemas para o desenvolvimento da liquidez



Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

no mercado de títulos de renda fixa no Brasil, o comportamento homogêneo dos investidores e a baixa propensão para a gestão ativa de suas carteiras, fortemente baseadas em títulos atrelados às Taxas DI e SELIC, com a parcela prefixada travada no mercado futuro (LFT sintética). Na ocasião, também foram ressaltadas a existência de entraves tributários e a ausência de uma infra-estrutura que permita o aluguel e a venda de títulos a descoberto, como fatores inibidores do giro.

Em 2007, os bons fundamentos macroeconômicos e a queda da taxa de juros continuaram

a abrir espaço para o crescimento da parcela de títulos privados, que vem se desenvolvendo com o aumento do crédito no país. Embora os investidores estejam tomando um pouco mais de risco privado, a remuneração dos títulos é majoritariamente atrelada ao DI, não sendo possível ainda observar incremento da liquidez desses papéis, que, em sua grande maioria, são adquiridos e mantidos até o vencimento pelos respectivos adquirentes.

No mercado da dívida pública, identifica-se no último ano uma melhora da composição dos títulos, com a parcela prefixada passando a re-

presentar a maior parte (37%) do total, seguida pelos títulos atrelados à Taxa SELIC (33%) e pelos corrigidos por índices de preços (26%). Também se observa avanço no que toca aos prazos, com o alongamento focado nos papéis prefixados (prazo médio elevou-se de 12,68 para 16,73 meses) e indexados (de 65,6 para 71,4 meses). O prazo médio dos títulos atrelados à SELIC aumentou de 22,47 para 26,2 meses. Assim como no segmento da dívida privada, a melhora do perfil dos títulos não resultou em incremento de liquidez no mercado secundário, que continua a ser o grande desafio para o próximo ano.

Dentre as justificativas para a falta de liquidez no mercado de títulos de renda fixa, destaca-se o conservadorismo dos agentes, que seguem escolhendo ativos indexados às taxas DI ou SELIC, apesar

de outros referenciais pré e atrelados a índices de preços virem registrando rentabilidades bem mais atraentes, como se observa pelo comportamento da Família dos Índices de Renda Fixa - IMA.

Outro fator que tem sido apontado como limitador da liquidez é o excesso de atuação do Tesouro Nacional por meio de leilões, desviando a demanda potencial do mercado secundário para o primário. Neste sentido, vale destacar a preferência dos investidores institucionais pela

compra de papéis diretamente em leilões, em função das sanções regulatórias que recaem sobre os administradores ou mesmo pela exigência de justificativa formal, caso se constate o fechamento de preço diferente do praticado em mercado, em operações realizadas fora de plataformas eletrônicas. Tal realidade se agrava quando se verifica que esses negócios ainda são incipientes (cerca de 3% do montante transacionado por telefone e registrado no SELIC), inclusive pela dificuldade de assegurar a participação dos diferentes agentes neste ambiente.

Por sua vez, as operações com títulos de renda fixa a descoberto, que potencialmente poderiam contribuir para a liquidez do mercado, têm sido muito pouco utilizadas pelos agentes, mesmo com a criação do arcabouço legal necessário para a

Mercados Eletrônicos - Operações Definitivas (em R\$ mil)			
Período	Volume de Definitivas <sup>1</sup>		
	Sisbex <sup>2</sup>	CetipNET	SELIC
Dez/06	322.098	11.034	15.956.954
Dez/07	28.195	103.010	14.695.976
Jan/08	216.653	118.630	10.706.751

Fonte: ANDIMA, BC, CETIP e BM&F. Elaboração: ANDIMA. 1. Média Diária Mensal. 2. Compreendem operações de compra e venda definitivas à vista e termo de leilão.

A própria incidência de alíquotas decrescentes de IR conforme o prazo sobre os rendimentos periódicos também é potencialmente inibidora da demanda por esse tipo de ativo, na medida em que os primeiros rendimentos percebidos serão sempre penalizados ante os demais

realização de operações compromissadas com livre movimentação. A opção de 'shorteamento' a partir de operações de empréstimos de títulos, por sua vez, ainda carece de regulamentação específica (há dúvidas sobre sua contabilização) e adequação dos sistemas internos das instituições. A elaboração de estratégias com LTN encontra concorrente no mercado futuro de DI, que oferece melhores possibilidades para o *hedge* do risco pré. No que se refere à NTN-B, que não conta com essa facilidade, o principal obstáculo parece ser a falta de cultura de realização deste tipo de operação no país, além das condições de mercado, que não têm se mostrado propícias a estratégias dessa natureza.

Com relação às questões tributárias, e tendo em vista o objetivo de ampliação da base de investidores, as principais dificuldades decor-

rem da tributação de pessoas físicas e jurídicas não-financeiras sujeitas ao regime de fonte. É o caso do Imposto de Renda incidente sobre os rendimentos periódicos, que gera bitributação, reduzindo o interesse dos investidores em adquirir papéis que pagam cupom, a exemplo da NTN-B, principal instrumento utilizado pelo governo para a distensão do prazo da dívida pública. A própria incidência de alíquotas decrescentes de IR conforme o prazo sobre os rendimentos periódicos também é potencialmente inibidora da demanda por esse tipo de ativo, na medida em que os primeiros rendimentos percebidos serão sempre penalizados ante os demais, a despeito do prazo do título ou mesmo do período em que o investidor mantiver o ativo em carteira. Diante dessa realidade, a cunha fiscal do IOF de curto prazo sobre o giro, em aplicações efetuadas em

até 30 dias, tem se mostrado ainda mais pesada, mesmo que o final da vigência da cobrança da CPMF, em dezembro de 2007, tenha desonerado a aplicação dos recursos que não estavam vinculados à Conta Investimento.

Com o objetivo de discutir e propor soluções para os entraves à liquidez do mercado secundário de títulos de renda fixa, a ANDIMA estruturou, em conjunto com a Abrapp, o Grupo de Estudo do Secundário, composto por representantes do mercado e de entidades do governo, entre as quais o Tesouro Nacional, o Banco Central, a CVM e a SPC. Neste ambiente, foram discutidas as restrições tributárias e de regras de negócios à ampliação da liquidez. No primeiro caso, foi elaborado pleito no sentido da extinção do IOF de curto prazo, bem como da definição da base de cálculo para a incidência

do IR de fonte sobre os rendimentos periódicos. No segundo, estruturou-se uma comissão, composta por representantes do mercado, para estudar as operações de empréstimo de títulos. Este grupo tem trabalhado em uma proposta de regulamentação que dê suporte à realização de operações de empréstimos de títulos no país, em suas diversas modalidades, inclusive com a previsão dos conceitos contábeis e das salvaguardas consideradas necessárias pelos agentes para não fragilizar o mercado, além dos aspectos tributários.

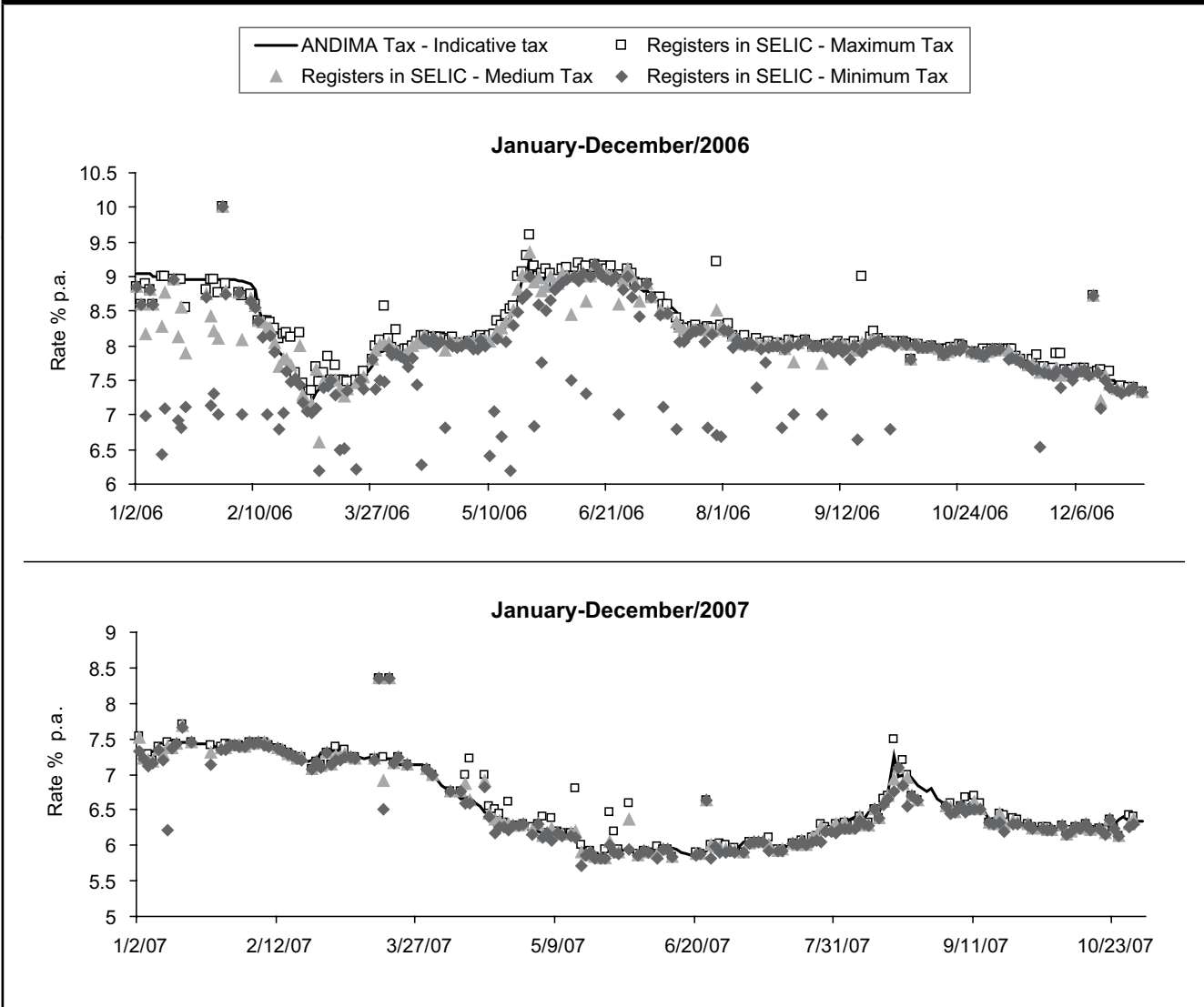
Quanto ao aumento da base de investidores, decorridos menos de dois anos da desoneração tributária (IR) dos rendimentos auferidos em títulos públicos por investidores estrangeiros – fruto de pleito da ANDIMA -, observa-se um aumento da participação desses agentes como detentores

da dívida pública – cerca de 4,5% dos títulos em mercado. De acordo com dados do Tesouro Nacional de junho de 2007, os investimentos estrangeiros estão especialmente focados em títulos prefixados e atrelados a índices de preço, respondendo, respectivamente, por 8% e 5% do total desses papéis em mercado, o que vem contribuindo com o objetivo do governo de melhorar o perfil da dívida, tanto no que se refere ao alongamento quanto ao aprimoramento dos referenciais de remuneração dos papéis públicos.

Finalmente, no que diz respeito ao esforço para assegurar transparência e difusão de informações pré e pós-negociação no mercado de títulos de renda fixa, vale destacar a criação, pela ANDIMA, do sistema COMPARE, que permite a busca de dados, a comparação de taxas e a elaboração de gráficos a partir de informações históricas (volumes, taxas

indicativas e preços) do mercado de títulos públicos federais; e do Sistema ANDIMA de Difusão de Taxas, destinado à consolidação e disseminação de preços referentes ao mercado de títulos públicos e privados de renda fixa. Neste último, estão disponíveis os *spreads* indicativos para títulos públicos, coletados e tratados pela Associação no período da manhã e da tarde, e os resultados dos *calls* de corretoras ativas nesse segmento, em determinados períodos do dia. Em breve, deverão ser divulgadas as operações registradas no SELIC, sem identificação das contrapartes, além de ofertas e operações registradas no CetipNET e Sisbex. Todo esse trabalho se justifica e fortalece com a constatação de redução da dispersão de preços dos papéis negociados em 2007, relativamente a 2006, conforme mostram os gráficos referentes à negociação de NTN-B 2045.

Taxas do Título NTN-B (2006/2007)



Fontes: ANDIMA e SELIC. Elaboração: ANDIMA.

Apesar dos avanços observados nos aspectos macroeconômicos e de microestrutura, em especial no que se refere à transparência no mercado secundário de títulos públicos, a ampliação da liquidez no segmento implica novos desafios, entre os quais redução dos custos de transação e aumento da concorrência entre os agentes do mercado; incentivo à formação de *market makers* de títulos; utilização de *benchmarks* alternativos ao DI e às operações de aluguel e *short* de títulos; monitoramento de preços, via auto-regulação; e, por fim, treinamento ao investidor, de forma a capacitá-lo a atuar diretamente no mercado de títulos e não apenas por meio de fundos de investimento. Tais questões deverão pautar os debates em 2008 e, provavelmente, ser avaliadas no 3º *Seminário Internacional sobre Renda Fixa em Mercado de Balcão*, que será realizado no segundo semestre.

Em tese, quanto maior o número de investidores observando cotações pré-negociação ou dados pós-negociação e quanto mais completas forem essas informações, maior o grau de transparência

## Transparência e liquidez no mercado secundário de títulos de renda fixa

O debate sobre transparência e liquidez no mercado secundário de títulos de renda fixa vem se intensificando nos últimos anos no cenário internacional, tanto no que se refere aos títulos públicos quanto aos corporativos. Questões relacionadas ao nível ideal de transparência e liquidez e às medidas necessárias para alcançá-lo, seja pelas forças de mercado ou por meio de intervenção regulatória, estão sempre presentes nessa discussão.

Visando a contribuir com esse debate, o 2º *Seminário Internacional sobre Renda Fixa em Mercado de Balcão* contou com a presença da professora de Finanças da Universidade de Toulouse, Fany Declercq, autora de diversos trabalhos científicos sobre o tema na Europa.

Na pesquisa intitulada *European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency*, elaborada em conjunto com outros autores para o Centro de Pesquisa sobre Política Econômica, a professora descreve pelo menos dois tipos de transparência: pré e pós-negociação. O primeiro refere-se ao acesso dos investidores a cotações antes de efetuar a negociação, enquanto o segundo contempla a disseminação de informações aos participantes do mercado sobre negócios efetivamente realizados.

Em tese, quanto maior o número de investidores observando cotações pré-negociação ou dados pós-negociação e quanto mais completas forem essas informações, maior o grau de transparência. Assim, embora a teoria possa sugerir que o aumento da transparência concorre para reduzir a assimetria de informações – e, conseqüentemente, os *spreads* e custos de obtenção dessas informações pelos investidores –, essa maior

abertura também pode levar a uma redução da oferta de liquidez, ao deixar alguns *dealers* em *corner* após a compra de determinado título em volume elevado.

Também foi analisado se o nível ideal de transparência deve emergir naturalmente das forças de mercado, que valorizariam a abertura de informações como meio para ampliar as oportunidades de negócios, a exemplo do recente desenvolvimento de plataformas eletrônicas. No entanto, como transparência, nesse caso, implica transmissão a terceiros de informação sobre uma negociação realizada entre duas partes, deve ser avaliada a necessidade de intervenção na microestrutura para que o grau e o acesso à informação disponível sejam compatíveis com as necessidades do mercado.

Considerando o pressuposto básico de que existe informação assimétrica no mercado de títulos e de que a teoria sobre os efeitos do aumento da transpa-

rência muitas vezes é ambígua, torna-se necessário recorrer às evidências empíricas.

## Resultados de pesquisas recentes

Em janeiro de 2001, a SEC - Securities Exchange Commission passou a exigir que a NASD - National Association of Securities Dealers passasse a reportar todos os negócios realizados no mercado secundário de balcão norte-americano para determinados títulos corporativos. Assim, a partir de 2002, a NASD desenvolveu um programa para o aumento da transparência desses títulos. Inicialmente, o TRACE - Trade Reporting and Compliance Engine reportava apenas as informações pós-negociação de valores elevados e relativas a títulos com baixo risco de crédito, com uma hora e quinze minutos de defasagem. Para os demais títulos, existia o receio de que o aumento de

transparência pudesse reduzir sua liquidez.

Dessa forma, foram realizadas algumas pesquisas para avaliar o potencial efeito de um aumento da transparência para esses títulos. Goldstein, Hotchkiss & Sirri (2005) estudaram uma amostra de 90 títulos com baixa avaliação de risco de crédito, para a qual foi introduzida a transparência pós-negociação, e compararam com outra amostra de igual tamanho, para a qual a transparência não foi introduzida. Com exceção dos negócios com baixo volume, os autores identificaram que os *spreads* diminuíram para os títulos que passaram a ter suas informações pós-negociação disseminadas, o que é compatível com os resultados encontrados em outras pesquisas similares. Tais resultados são ainda mais robustos para os volumes intermediários de negócio, chegando a 30 pontos-base de queda em relação aos dados da amostra de controle. Por outro lado, a pesquisa mostra que o

volume dos negócios não é afetado pelo aumento da transparência, mas que os *spreads* diminuem quanto maior for o volume da operação.

Note-se, porém, que essas pesquisas levam em conta apenas a transparência pós-negociação, e que a transparência pré-negociação é potencialmente importante e também merece ser investigada. Já o estudo apresentado no Seminário pela professora Fany Declerck analisou as cotações e os negócios realizados com títulos denominados em euros e em libras no período de 2003 a 2005, com base em dados da IIC - International Index Company e do ICMA - International Capital Markets Association. Assim, além de investigar os resultados do mercado europeu, a comparação com as observações do mercado norte-americano permite analisar algumas consequências da transparência pós-negociação existente somente neste último mercado, em função de disposição regulatória.

## Spreads Efetivos por Volume Negociado em 2003 para Títulos BBB

Volume em US\$	Amostra Européia		Amostra Norte-americana	
	Euro	Libra	Sem Disseminação	Com Disseminação
<\$ 10.000	0,40	0,75	3,00	2,74
\$10.000; \$20.000	0,29	0,64	2,93	2,34
\$20.000; \$50.000	0,32	0,62	2,49	1,88
\$50.000; \$100.000	0,27	0,70	1,47	0,66
\$100.000; \$250.000	0,25	0,52	0,94	0,35
\$250.000; \$1.000.000	0,16	0,42	0,67	0,37
>\$ 1.000.000	0,13	0,44	0,45	0,27

Fonte: Bias, B. & Declerck, F., 2007, Liquidity & Price Discovery in the European Corporate Bond Market.

Elaboração: ANDIMA.

Em conformidade com a teoria e os dados encontrados para o mercado norte-americano, os resultados do mercado europeu revelaram que os *spreads* aumentam em função do prazo, do risco de crédito e do poder de mercado do *dealer*, e diminuem quanto maior o volume da negociação, o que parece ser uma característica dos mercados operados por *dealers*. O estudo observou que os *spreads* são menores na zona do euro em comparação com o mercado em libras, onde a presença de um menor número de investidores leva a uma redução natural da liquidez, atraindo poucos formadores de mercado. Os *spreads* na zona do euro também são inferiores aos do mercado norte-americano, que conta com a transparência pós-negociação.

vado grau de integração do mercado europeu, que favorece a oferta de liquidez, reduzindo, assim, os *spreads*. De acordo com os autores do estudo, esses dados sugerem que a transparência não é a única determinante sobre os custos de transação no mercado de títulos corporativos. Eles acreditam que a principal diferença do mercado europeu para o norte-americano e o inglês é o grau de abertura e de competição, sugerindo que a maior integração da zona do euro – que conta ainda com elevado número de investidores, bancos e *dealers* – é decisiva para esse resultado. Desta forma, recomendam que a adoção de medidas para ampliar a liquidez deveria focar o aumento da competição, reduzindo barreiras à entrada de novos participantes, tanto do

Uma possível explicação para esse resultado seria o tamanho e o ele-

lado da oferta como da demanda.

No que se refere à transparência propriamente dita, a pesquisa não é conclusiva. Se por um lado a teoria indica que a transparência poderia aumentar a competição, reduzindo *spreads*, por outro, atuaria em sentido oposto, levando um número significativo de *dealers* a sair do mercado. Talvez esse efeito não fosse observado no caso dos papéis mais ativamente negociados, mas poderia ocorrer no caso dos demais. Assim, os resultados desses estudos indicam a necessidade de um contínuo esforço de pesquisa com o objetivo de identificar o grau adequado de transparência e as medidas necessárias para ampliação da liquidez, considerando-se a especificidade de cada mercado.

Antônio Luís Lima Filgueira

Enilce Leite Melo

*Analistas Econômicos*