



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA - UFSC
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A INFLUÊNCIA DA LIQUIDEZ DO MERCADO
SECUNDÁRIO DE TÍTULOS PÚBLICOS NO CUSTO DA
DÍVIDA PÚBLICA.**

Éder Caroni

Florianópolis (SC), Novembro de 2009.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA - UFSC
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A INFLUÊNCIA DA LIQUIDEZ DO MERCADO
SECUNDÁRIO DE TÍTULOS PÚBLICOS NO CUSTO DA
DÍVIDA PÚBLICA.**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Éder Caroni

Orientador: Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Economia Monetária

Palavras-chave:

- 1) Economia Monetária
- 2) Títulos Públicos
- 3) Dívida Pública

Florianópolis (SC), Novembro de 2009.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA - UFSC
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir **Nota 10** ao aluno Éder Caroni na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Orientador

Prof. Dr. Roberto Meurer

Membro

Prof^a. Dr^a. Patricia Ferreira F. Arient

Membro

Prof. Dr. Newton Carneiro

“A mente que se abre a uma nova idéia
jamais voltará ao seu tamanho original”.

Albert Einstein

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer:

Primeiramente a Deus, pela lucidez para conclusão deste curso;

A meus pais, Sr. Onivaldo Caroni e Sr^a. Iracilda F. Caroni, pessoas a quem devo tudo. A eles agradeço o apoio, a confiança, a motivação, a segurança e todo amor que recebi ao longo de toda minha vida. A eles dedico esta pesquisa e a eles dedico esta graduação;

A meus irmãos, Luzia Caroni e Reginaldo Caroni, meus melhores amigos e pessoas que sempre me apoiaram e juntamente com meus pais, formam o meu porto seguro;

A Gislaine, por toda confiança, apoio e companheirismo;

Aos amigos que fiz ao longo do curso.

A todos, muito obrigado!

RESUMO

CARONI, Éder. **A influência da liquidez do mercado secundário de títulos públicos no custo da dívida pública.** Florianópolis, 2009. 76 f. Monografia (Graduação) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico.

O mercado secundário de títulos públicos é um dos principais instrumentos de política monetária a disposição do BACEN. É atuando nesse mercado, comprando e vendendo títulos, que o BACEN irá calibrar a liquidez do mercado financeiro controlando a volatilidade da taxa de juros diária. Na presente pesquisa, observou-se que o mercado de títulos públicos, comparando com a tributação e a emissão, configura-se em um dos principais meios de financiamento do Governo, e em consequência disso a liquidez do mercado secundário tem importante influência no custo de financiamento do Estado. A partir dos dados apresentados, notou-se a alteração do perfil da DPMFi nos últimos anos decorrente da maior participação dos títulos pré-fixados no montante da dívida, bem como a relevância desta modalidade de título nas movimentações, justificando assim sua característica de papel de alta liquidez. Notou-se também, com base principalmente no índice de *turnover*, a baixa liquidez do mercado secundário brasileiro de títulos públicos nos últimos anos. Não obstante, detectada uma perda de liquidez do mercado secundário nos últimos quatro anos, observou-se que esta baixa liquidez é decorrente do aumento de emissões de títulos pré-fixados neste mesmo período, sendo esta uma estratégia de gerenciamento da DPMFi por parte do Tesouro Nacional, com o objetivo de redução do risco de financiamento do Estado.

Palavras-chave:

- 1) Política Monetária
- 2) Títulos Públicos
- 3) Dívida Pública

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Recolhimento obrigatório de instituições financeiras – Saldo Total (não remunerado).....	22
Gráfico 2: Volume de operações com títulos federais no mercado secundário.....	35
Gráfico 3. Composição da DPMFi por tipo de rendimento.....	41
Gráfico 4. Estoque de LTNs em poder do público (em milhões R\$)	45
Gráfico 5. Estoque de NTN-F em poder do público (em milhões R\$).....	46
Gráfico 6. Participação nas operações definitivas no mercado secundário	48
Gráfico 7. Participação nas negociado a termo.....	49
Gráfico 8. <i>Turnover</i> médio anual dos títulos pré-fixados negociados no mercado secundário	59
Gráfico 9. <i>Turnover</i> médio anual dos principais títulos negociados no mercado secundário	60
Gráfico 10. Perfil de vencimento de curto prazo (até 1 ano) da DPMFi – por tipo de rentabilidade	65
Gráfico 11. Evolução da parcela da dívida vincenda em 12 meses.....	66

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Volume de operações no mercado secundário	34
Tabela 2: Títulos públicos mais negociados no mercado a termo.	36
Tabela 3: Características e estoques dos Títulos Públicos de acordo com seu rendimento (em Mil R\$)	39
Tabela 4. Detentores da DPMFi – Dezembro de 2008	42
Tabela 5. Operações compromissadas realizadas pelo BACEN no mercado aberto em 2008	47
Tabela 6. <i>Turnover</i> médio anual dos principais títulos negociados no mercado secundário.	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Cadeia do mercado de títulos públicos	28
Quadro 2: Resultado da oferta pública de títulos federais	32
Quadro 3. Características dos principais títulos em poder do público	43

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Rendimento das LTNs	44
--	----

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Problemática	11
1.2	Objetivos	15
1.2.1	Objetivo Geral	15
1.2.2	Objetivos Específicos.....	15
1.3	Metodologia.....	16
2	POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS	18
2.1	Política Monetária: Objetivos, Metas e Instrumentos.....	19
2.1.1	Objetivos e Metas da Política Monetária	19
2.1.2	Instrumentos de Política Monetária	20
2.1.2.1	Recolhimento Compulsório	21
2.1.2.2	Redesconto de Liquidez.....	23
2.2	Mercado de Títulos Públicos	24
2.2.1	Conceito de Dívida Pública.....	26
2.2.2	Operações com Títulos Públicos	27
2.2.2.1	Sistema de Liquidação e Custódia (SELIC).....	29
2.2.2.2	Mercado Primário	30
2.2.2.3	Mercado Secundário	32
3	AS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS TÍTULOS PÚBLICOS E A RELEVÂNCIA DOS TÍTULOS PRÉ-FIXADOS NO MERCADO SECUNDÁRIO... 38	
3.1	Características dos Títulos Públicos	38
3.2	Um breve perfil da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna.....	40
3.3	A relevância dos títulos pré-fixados no mercado secundário.....	46
3.4	Estrutura a Termo da Taxa de Juros	50
4	ANÁLISE DE LIQUIDEZ DO MERCADO SECUNDÁRIO DE TÍTULOS PÚBLICOS.....	54
4.1	O conceito de liquidez.....	54
4.2	A análise de liquidez do mercado secundário	57

4.2.1	Análise do índice de <i>turnover</i>	57
4.3	Liquidez do mercado secundário e DPMFi.....	61
5	CONCLUSÃO	67
	REFERÊNCIAS	70
	ANEXOS.....	72

1 INTRODUÇÃO

1.1 *Problemática*

Existem três meios pelo qual o Estado pode interferir na economia do país, através da política cambial, da política fiscal e da política monetária. Esta última, principalmente, visando à estabilidade econômica. Tais políticas compõem a base do poder econômico estatal, e é exercendo esse poder que lhe cabe, de autoridade econômica nacional, que o Estado irá utilizar estes instrumentos de intervenção com o objetivo de corrigir as “anomalias” do mercado que o mesmo por si só não o faz. Desta forma, ao longo da história das economias capitalistas, encontram-se inúmeros exemplos da importância que o Estado assume na busca de manter o equilíbrio da economia real – proporcionando desenvolvimento, mantendo o nível de emprego e a estabilidade dos preços (controle da inflação e taxa de juros).

No entanto, determinadas atuações do Estado, ou melhor, determinadas políticas econômicas geram um custo social (no caso do Brasil, o aumento da dívida pública e o aumento da carga tributária), o que se pode observar analisando a dinâmica do financiamento estatal calcado nas emissões de títulos da dívida pública, visto que é por meio dessas emissões que o Estado consegue controlar o déficit orçamentário. (ANDIMA, 2003)

Logo, se ocorre um controle do déficit por meio de emissões, é preciso demonstrar uma capacidade de pagamento desses compromissos, e uma das formas é através da arrecadação tributária. É notável o esforço fiscal realizado pelo Estado brasileiro na busca de superávits primários, motivado, dentre outros fatores, pelo montante ascendente da dívida pública interna. De acordo com dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA), observa-se que a arrecadação tributária federal sai de R\$ 6 bilhões em janeiro de 1995 para R\$ 39 bilhões em agosto de 2008, ou seja, um aumento de mais de 600%, visto que, em janeiro de 2008 o montante arrecadado foi de R\$ 59 bilhões (ver Anexos 1 e 2). Salientando que não é escopo desta pesquisa, travar um debate atribuindo questionamentos se este valor é muito ou pouco, ou até mesmo se está ou não sendo utilizado para seus devidos fins. Põem-se esses dados em pauta, para enfatizar a importância e a influência do mercado de títulos

públicos (com ênfase ao mercado secundário) no atual cenário econômico do país e principalmente, sua importância para o financiamento da dívida pública, o que se configura o ponto chave da problemática de pesquisa.

Ao analisar o comportamento da dívida interna brasileira, observa-se o salto quantitativo que esta obteve nos últimos anos e seu comportamento ascendente ao longo desse período, mesmo em um cenário econômico interno com taxas de juros decrescentes (considerando a taxa básica de juros da economia – Selic), de acordo com dados retirados do Banco Central do Brasil - BACEN -, (ver Anexo 3). No que tange a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, de acordo com dados ainda do BACEN, observa-se, no final de 2008, um monte de R\$ 1.264,8 bilhões, o que representou 42,6% de toda a riqueza produzida no país neste mesmo ano.

Essa trajetória ascendente da dívida pública interna justifica, pode-se dizer, a busca incessante nos últimos anos por uma arrecadação tributária ótima, como se observou nos dados apresentados anteriormente. Indo além, observa-se que grande parte desta dívida é composta principalmente por títulos federais (em sua maioria, indexados e pré-fixados), sendo que, falando apenas da Dívida Interna (guardada as diferenças contábeis entre Dívida Líquida do Setor Público e Dívida Interna), os títulos do Tesouro Nacional, que compõem grande parte da mesma, representaram em 2008 quase 80% do total, ou seja, um montante considerável da dívida interna hoje é composta por títulos do Tesouro Nacional.

Desta forma, identificar-se-á uma íntima relação entre essas três contas nacionais (Dívida Pública Interna, Mercado de Títulos Públicos e Arrecadação Tributária), visto que as características do mercado secundário de títulos públicos exercerão forte influência sobre as duas outras contas. A relação entre oferta e demanda de títulos públicos no mercado financeiro, influenciará de forma inversa no custo da dívida e no esforço fiscal a realizar pelo Estado. Nesse sentido, observa-se que, Hodiernamente, no que corresponde ao montante da Dívida Mobiliária Federal, mais de 60% da dívida está em Notas do Tesouro Nacional e Notas Financeiras do Tesouro (tais termos serão mais explorados no decorrer da presente pesquisa), emitidas pelo Tesouro Nacional e indexadas à taxa Selic ou pré-fixadas.

Portanto, é de suma importância compreender o funcionamento do mercado de títulos brasileiro, salientado que é por meio deste mercado (tanto o primário quanto o secundário) que o Estado faz valer seus objetivos de política monetária e de financiamento estatal. Sendo assim, identificar a possibilidade de realizar tais objetivos

a um custo menor, compõe a importância de uma análise de liquidez (que neste caso será realizada somente do mercado secundário). A esse respeito CORREIA (2005, p. 59), afirma que:

(...) o aumento da demanda pelos títulos da dívida tende a minimizar o esforço fiscal requerido para estabilizar a proporção dívida/PIB, por isso, a política fiscal além da preocupação de preservar a sustentabilidade da dívida, deve gerar mecanismo que, ao aumentar a liquidez dos títulos públicos, possa atrair novos participantes para que os preços dos papéis se elevem e com isso se reduza a taxa de juros paga, o que provocará três efeitos significativos: (i) ampliação do crescimento econômico; (ii) redução do serviço da dívida pública (...)

Contudo, será indispensável, para compreender a relação indissociável entre essas três variáveis macroeconômicas, entender o funcionamento do mercado financeiro de títulos públicos e conseqüentemente, identificar as características dos títulos que são negociados nesse mercado. Para tal, será preciso entender também as características da política monetária praticada no Brasil (mais precisamente o “mercado aberto” como instrumento de política monetária), salientando que é por meio desta, que as autoridades monetárias, mais precisamente o BACEN, intervêm no equilíbrio do mercado monetário interno.

Sabendo então que as operações com títulos públicos são de suma importância no contexto posto, insere-se aí a importância do BACEN como operador nesse mercado e como instituição que pelo qual o governo se utilizará para realizar as políticas monetárias.

O BACEN exerce fundamental importância nas operações de mercado com títulos da dívida, realizando no mercado financeiro atividades de compra e venda de títulos, haja vista que a respectiva instituição já obteve em tempos anteriores maiores autonomias nesse mercado. Até 2002 o mesmo pôde emitir título da dívida (que eram as Letras, Notas Financeiras e Bônus do Banco Central). No entanto, conforme nota publicada no site da própria instituição (disponível até os dias atuais) explicita-se a *Lei Complementar 101, de 4.5.2000* retirando desta instituição esse direito.

No tocante a política monetária, esta atividade de compra e venda de títulos públicos (mercado aberto) no mercado financeiro pelo BACEN, se faz muito importante, sendo um dos principais instrumentos de política monetária, proporcionando impacto direto na quantidade de moeda em circulação.

Obviamente, este não é o único instrumento de política monetária com tal finalidade que está à disposição das autoridades nacionais e conseqüentemente à disposição do BACEN, visto que, de acordo com CARVALHO (2000), são três os instrumentos clássicos de política monetária: *recolhimento compulsório (reservas bancárias não remuneradas exigidas pelo Banco Central)*, *redesconto de liquidez (empréstimos de última instância do Banco Central às instituições financeiras)* e por fim as operações com títulos, *operações de mercado aberto*.

As “Operações de Mercado Aberto” será então a política na qual despenderemos maior esforço intelectual para entender como funciona o mercado financeiro de títulos públicos, visto que nas próximas seções, caracterizaremos o mercado de títulos públicos do Brasil procurando esclarecer como o mesmo funciona, bem como uma análise do perfil da Dívida Pública Mobiliária, suas principais características e condicionalidades.

Indo além, a importância desta pesquisa se faz também para a atualização de trabalhos anteriores, no que corresponde ao método analítico que será realizado e aos dados que serão utilizados para tal, e servirá como ponto de partida para trabalhos mais aprofundados no que concerne à análise de liquidez do mercado secundário de títulos públicos. Contudo, entender-se-á a importância de uma análise de liquidez no mercado secundário, assim como, a importância da atuação do próprio Estado com o objetivo de garantir uma demanda cativa para esses títulos. Tal análise também proporcionará identificar a relação entre, a liquidez do mercado secundário de títulos públicos para com a dívida mobiliária.

Logo, posto em pauta tais questões, o problema a ser investigado e de fundamental importância é: O mercado secundário de títulos públicos brasileiro é um mercado de alta liquidez?

1.2 Objetivos

A presente pesquisa busca realizar uma análise detalhada do mercado de títulos públicos brasileiro, haja vista sua importância para o Estado no que tange às políticas monetárias realizadas pelo mesmo e as possibilidades de financiamento com emissões de títulos públicos. Dito isso, será traçado o objetivo principal a ser compreendido no decorrer da pesquisa, bem como objetivos secundários que serão essenciais para que se possa assim alcançar a lucidez desejada no que se refere ao tema proposto.

1.2.1 Objetivo Geral

Busca-se na presente pesquisa realizar uma análise de liquidez dos últimos anos do mercado secundário de títulos públicos, a considerar as operações com títulos pré-fixados, indexados a Selic e a índices de preços.

1.2.2 Objetivos Específicos

- ✓ Realizar uma breve caracterização da Política Monetária: instrumentos e objetivos;
- ✓ Caracterizar o mercado de títulos públicos brasileiro;
- ✓ Realizar uma breve análise das características dos títulos federais;
- ✓ Identificar o nível de liquidez do mercado secundário de títulos públicos federais;
- ✓ Verificar os condicionantes do nível de liquidez encontrado e sua relação para com a dívida pública.

1.3 Metodologia

De acordo com LAKATOS e MARCONI (1991), o método científico utilizado na realização de uma pesquisa proporciona, e tem por objetivo proporcionar ao investigador resultados com maior segurança e economia, permitindo alcançar o objetivo principal traçando o caminho a ser seguido para tal.

Visto que o objetivo central da presente pesquisa consiste em realizar uma análise de liquidez do mercado secundário de títulos públicos nos últimos anos, para tal será utilizado o método “Indutivo”.

Este método parte, diz LAKATOS e MARCONI (1991, p.86), de proposições de uma amostra, onde os resultados encontrados serão considerados para o universo:

Indução é um processo mental por intermédio do qual, partindo de dados particulares, suficientemente constatados, infere-se uma verdade geral ou universal, não contida nas partes examinadas. Portanto, o objetivo dos argumentos indutivos é levar a conclusões cujo conteúdo é muito mais amplo do que o das premissas nas quais se basearam.

Dito isso, a análise do mercado secundário de títulos partirá de uma amostragem das negociações de determinados papéis (que serão definidos no decorrer das seções), dentro de um período amostral de 2001 a 2008. O BACEN oferece ao público em geral um resumo das operações diárias com títulos públicos, tais informações estão disponibilizadas no Sistema de Liquidação e Custódia (SELIC), que gerencia as negociações de Títulos Públicos Federais no mercado secundário.

Em relação à natureza dos dados a serem utilizados na pesquisa, de acordo com LAKATOS e MARCONI (1991), por se tratar de dados históricos (uma série histórica de 8 (oito) anos de negociações), estes serão de “Fonte Primária”¹.

No tocante a análise de liquidez deste mercado, esta será de caráter “Quantitativa”, pois se observará o *turnover* dos títulos (indicador já utilizados em trabalhos anteriores), sendo que esta observação se efetuará de seguinte forma: A partir de dados coletados no BACEN, realizar-se-á uma análise da evolução do *turnover* encontrado para as respectivas modalidades de títulos públicos: títulos pré-fixados,

¹ Fontes Primárias – dados históricos, bibliográficos e estatísticos; informações, pesquisas e material cartográfico; arquivos oficiais e particulares; registros em geral; documentação pessoal (diários, memórias, autobiografias); correspondência pública ou privada etc. (LAKATOS; MARCONI, 1991, p159)

títulos indexados a taxa Selic e títulos indexados a índices de preços. A partir desta observação juntamente com outros indicadores se terá um perfil do comportamento do mercado secundário de títulos públicos no que tange a sua liquidez.

Desta forma, comparando os *turnovers* encontrados na presente pesquisa, se obterá o nível de liquidez do mercado secundário de títulos públicos nacionais (considerando o período analisado) podendo desta forma, realizar uma análise de como essa liquidez (ou a falta da mesma) impacta no gerenciamento e custo da dívida pública.

Concluindo, esboça-se nesta seção o método científico a ser utilizado nesta pesquisa na busca de dar à mesma maior credibilidade e transparência nos resultados obtidos a partir do método Indutivo através de uma abordagem Quantitativa.

2 POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS

Os debates monetários, ou seja, as discussões sobre política monetária, assumem grande importância no século XVIII com David Hume, em um cenário econômico em que ainda o dinheiro metálico é predominante e onde o sistema financeiro está se formando na Europa. No entanto Hume em sua obra *Of Money* de 1752, de acordo com CARVALHO (2000), é um dos primeiros a se preocupar com a relação entre as variáveis monetárias e as variáveis reais, esboçando o que ficaria conhecida posteriormente como a *Teoria Quantitativa Clássica*.

Indo além, no século XIX as discussões sobre política monetária ganham mais espaço na Europa, mais precisamente na Inglaterra. Em 1820, nesse mesmo país, foram muitos os confrontos teóricos entre duas correntes muito importantes na época, os Bullionistas (corrente majoritária defendida pelos principais economistas da época, como Ricardo e Thornton) e os Antibullionistas. Esses acalorados debates aconteceram na busca por explicações para a superdesvalorização da Libra, acontecimento associado à quebra do padrão-ouro no início do mesmo século e sua retomada em 1844. No que corresponde ao debate monetário, este passa a ter maior importância com os confrontos entre a Escola Bancária, a Escola dos Bancos Livres e a Escola do Meio Circulante, ainda na Inglaterra nesse mesmo século, ainda sem falar de Keynes, metade do século XX, e suas contribuições que dão base para inúmeros debates atuais².

Assumindo aqui a relevância que tem a teoria sobre política monetária, e sabendo também que o foco das discussões sobre esse assunto, desde o século XIX é a busca pelo controle do mercado monetário (um mercado regulável) e a procura por um caminho seguro entre as pressões inflacionárias e deflacionárias, podemos considerar que atualmente, dentre outros, esse “caminho seguro” ainda é um dos principais objetivos a ser alcançado. (CARVALHO, 2000)

É nesse sentido que buscamos neste ponto da presente pesquisa, compreender o funcionamento da política monetária e acima de tudo entender o funcionamento do

² Para maiores esclarecimentos sobre essas escolas do pensamento monetário da Inglaterra, ver capítulo 2 de CARVALHO (2000).

mercado de títulos públicos, bem como as “operações de mercado aberto”, um de seus principais instrumentos e ponto chave desta pesquisa.

2.1 Política Monetária: Objetivos, Metas e Instrumentos

No que corresponde à política monetária, começaremos nossa análise dividindo-a em três eixos; objetivos, metas e instrumentos. Desta forma será possível ter uma compreensão mais detalhada seguindo a forma como CARVALHO (2000) e MISHKIN (2000) adotam para tratar tal assunto.

Primeiramente, pode-se considerar que a política monetária tem por objetivo central, alcançar o equilíbrio no mercado monetário, regulando a oferta de moeda na procura do ponto em comum com a demanda, ou em outras palavras, alcançar a estabilidade dos preços na economia. Sobre isso, diz CARVALHO (2000, p.119 e 120):

(...) o que está em jogo é saber o que a política monetária é capaz (ou não) de fazer, ou seja, o ativismo ou o não ativismo da política monetária. Em geral, o estatuto de muitos bancos centrais estabelece que seu objetivo principal (senão o único) e alcançar a *estabilização de preços*.

No entanto, como veremos a seguir, estabelecem-se outros objetivos, além do exposto acima, e a política monetária passa a ter maior importância no contexto econômico, tendo influência no mercado de trabalho e produtivo.

2.1.1 Objetivos e Metas da Política Monetária

No que se refere aos objetivos da política monetária, podemos considerar que são vários a serem alcançados pelos bancos centrais quando se trata da regulação da oferta de moeda na economia. De acordo com MISHKIN (2000), estes podem ser enumerados em seis objetivos gerais: (1) *alto nível de emprego*, (2) *crescimento econômico*, (3) *estabilidade de preços*, (4) *estabilidade da taxa de juros*, (5) *estabilidade dos mercados financeiros*, (6) *estabilidade no mercado de câmbio*. Já CARVALHO (2000), acrescenta mais um objetivo a ser perseguido pelos bancos

centrais, que é a *manutenção da confiança dos investidores estrangeiros*. Notando aqui, a preocupação das autoridades monetárias para com as variáveis reais da economia quando se trata dos efeitos da política monetária.

Logo, para alcançar tais objetivos, além da utilização dos instrumentos de política monetária, as autoridades monetárias estabelecem metas para uma análise de curto prazo, com o objetivo de observar se a atual política está ou não no caminho correto. Essas metas se dividem em: *Metas Intermediárias e Metas Operacionais*.

As *metas intermediárias*, de acordo com CARVALHO (2000), vão passar informações às autoridades de como a política adotada está impactando na *disponibilidade do crédito e no nível dos gastos dos agentes*. Desta forma, pode-se ter um registro de curto prazo de como tal ação monetária está caminhando.

Já as *metas operacionais*, ainda seguindo a análise de CARVALHO (2000), estão mais ligadas, ou associadas, ao instrumento de política utilizado. Assim as informações extraídas deste método estão relacionadas mais a *taxa de juros de curto prazo e ao controle das reservas agregadas*. Seguindo essa lógica, o banco central vai então “fiscalizando” a política adotada, observando os resultados de curto prazo que o instrumento de política monetária utilizado está causando na economia, para assim então, ter uma noção exata se o objetivo final (no longo prazo) será atingido ou não.

2.1.2 Instrumentos de Política Monetária

São três os instrumentos clássicos de política monetária: *recolhimento compulsório, redesconto de liquidez e mercado aberto*. Falaremos primeiro e brevemente sobre o *recolhimento compulsório* e o *redesconto*, deixando o *mercado aberto* para a parte final, visto que este instrumento monetário se faz foco desta pesquisa e que no qual nos aprofundaremos um pouco mais na seção sobre o Mercado de Títulos Públicos.

2.1.2.1 Recolhimento Compulsório

O recolhimento compulsório são depósitos efetuados pelos bancos comerciais no banco central. Esses depósitos são exigidos pelo banco central, podendo assim tal instituição, através deste instrumento, modificar a oferta de moeda na economia. Sobre esse assunto diz MISHKIN (2000, p.281):

As mudanças nas exigências de reservas afetam a oferta de moeda, fazendo com que o multiplicador da oferta de moeda se modifique. Uma elevação nas exigências de reservas reduz a quantidade de depósitos que podem ser criados por um dado nível de base monetária e levará a uma contração da oferta de moeda. Por outro lado uma queda nas exigências de reservas leva a uma expansão da oferta de moeda porque poderá haver maior criação múltipla de depósitos.

O que MISHKIN (2000) chama de “exigências” pode ser entendido como uma porcentagem sobre os depósitos que o banco comercial recebe durante suas atividades normais. Desta forma, alterando essa porcentagem (onde por lei o banco central tem esse direito) coloca-se em prática tal instrumento de política monetária.

Assim, podemos considerar que o recolhimento compulsório tem basicamente três funções (CARVALHO, 2000): (a) *fornecimento de liquidez ao sistema bancário*, (b) *controle de crédito*, (c) *estabilidade da demanda por reservas bancárias*. Essas funções são o que apresentamos anteriormente e que CARVALHO (2000) chamou de *Metas Operacionais*, pois como ilustrado no ponto referente às metas da política monetária, observou-se que as *metas operacionais* estão relacionadas, ou associadas, aos instrumentos utilizados, sendo quase que algo individual de cada instrumento.

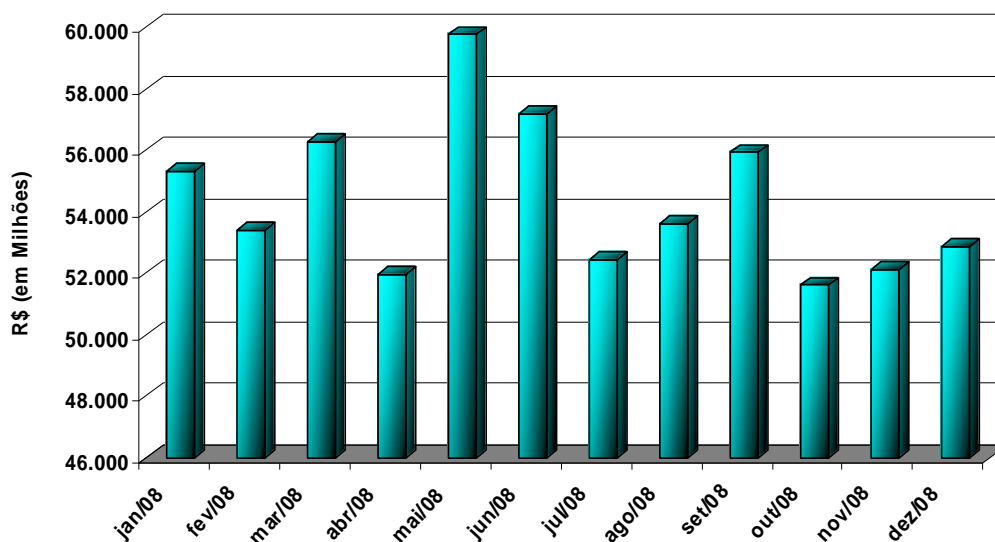
Dito isso, o recolhimento compulsório pode ser efetuado de duas formas; a primeira forma o banco deve encerrar a movimentação diária com saldo positivo na conta de reservas bancárias, ou seja, o banco tem que cumprir o percentual de recolhimento compulsório do dia, em caso contrário sofrerá punições de natureza administrativa.

A segunda forma é considerada mais flexível, podendo o banco cumprir a meta de recolhimento através da média diária de depósitos durante o período de movimentação. Ou seja, o banco tem uma conta em que deposita uma quantia mínima como garantia de recolhimento compulsório, podendo assim movimentar essa conta

durante o período, compensando eventuais desfalques ou cobrindo falta de liquidez com esse recurso. Quanto à segunda forma de recolhimento diz CARVALHO (2000, p.129):

Alguns estudos recentes têm mostrado que a metodologia de recolhimento pela média das posições diárias exige do Banco Central menor ativismo no gerenciamento de liquidez, e, ao mesmo tempo, pode ser útil na estabilização da taxa de juros do mercado de reservas bancárias, já que proporciona aos bancos uma certa flexibilidade na administração do fluxo de caixa com vistas ao enfrentamento de necessidades temporárias de reservas.

No Brasil, durante o ano de 2008, os valores recolhidos provenientes do depósito compulsório seguiram uma regularidade considerável no decorrer do ano, como se pode observar no Gráfico 1, com base nos dados do BACEN.



Fonte: Elaboração própria de acordo com dados do BACEN, 2009

Gráfico 1: Recolhimento obrigatório de instituições financeiras – Saldo Total (não remunerado).

Os valores ficaram entre cinquenta e sessenta bilhões de reais, atingindo seu máximo no mês de maio, em que o recolhimento chegou a R\$ 59,7 bilhões. Salientando que tais valores representam o montante total de recolhimento considerando todas as instituições financeiras atuantes no Brasil.

2.1.2.2 Redesconto de Liquidez

O instrumento de redesconto de liquidez, conhecido também como assistência de liquidez, consiste em empréstimo concedido pelo banco central aos bancos comerciais quando estes estão carentes de liquidez. A utilização da assistência de liquidez irá influenciar na base monetária, sendo assim, “uma elevação nos empréstimos de desconto aumenta a base monetária e expande a oferta de moeda: uma queda nos empréstimos de desconto reduz a base monetária e encolhe a oferta de moeda”. (MISHKIN, 2000)

Desta forma a política monetária partindo deste instrumento de ação, irá influenciar diretamente na oferta de crédito da economia. Esta assistência pode ser realizada de duas formas; “empréstimos com garantias e redesconto”. (CARVALHO, 2000)

De acordo com autor, a primeira forma de assistência o banco central concede crédito de acordo com um cálculo realizado levando em consideração o passivo exigível do banco necessitado. Já a segunda forma envolve operação com títulos (na maioria das vezes com títulos da dívida pública), em que o banco central desconta títulos elegíveis a uma taxa de juros previamente definida.

Assim, como dito anteriormente sobre a importância da assistência de liquidez no controle da base monetária, esse instrumento monetário vai atuar também na manutenção da saúde do sistema financeiro. MISHKIN (2000) vai dizer que, “utilizar o desconto como instrumento para impedir os pânico bancários desempenhando o papel de prestador de última instância é uma exigência extremamente importante na elaboração de uma política monetária de êxito”. Ainda sobre esse aspecto, CARVALHO (2000, p.135) denomina esse apoio de liquidez aos bancos de “Válvula de Segurança”, relacionando este termo à importância que tem esse instrumento no controle da taxa de juros:

A assistência financeira de liquidez tem funcionado em vários países como uma “válvula de segurança” colocada à disposição dos bancos para solucionar eventuais problemas individuais de caixa (...) Nesse sentido as operações de assistência financeira à liquidez são indiretamente como apoio no controle da liquidez, com vistas na maior estabilidade da taxa de juros no mercado monetário (...) minimizando a possibilidade de alguns bancos pressionarem a taxa de juros em função de sua necessidade de reservas bancárias.

Logo, a peculiaridade do instrumento de redesconto, em relação aos demais, é que sua ação não parte do banco central, ou seja, a magnitude da política de redesconto irá depender da necessidade dos bancos em tomar emprestado do banco central. Sobre essa questão, MISHKIN (2000, p.281) é muito claro e faz ressalvas quanto à utilização da assistência de liquidez para o controle da base monetária:

O uso da política de desconto para controlar a oferta de moeda parece ser pouco recomendável (...) como também é menos eficaz do que as operações de mercado aberto por duas razões adicionais: as operações de mercado aberto são feitas totalmente segundo o arbítrio do Fed, enquanto o volume dos empréstimos não – o Fed pode modificar a taxa de desconto, mas não pode obrigar os bancos a pedir emprestado.

Inobstante, fica claro a importância da política de redesconto no que se refere principalmente à manutenção da saúde financeira. No entanto, em comparação ao instrumento apresentado anteriormente este é menos utilizado visto à natureza de sua ação, pois podemos considerar que quanto menos se utiliza a assistência de liquidez significa que o sistema financeiro está caminhando em perfeitas condições. Já em comparação com o instrumento de Mercado Aberto (a ser apresentado na próxima seção), tanto a assistência de liquidez quanto o recolhimento compulsório, apresentam menos eficiência.

O mercado aberto é o principal instrumento de política monetária por sua eficácia e agilidade no controle da base monetária, sendo que através deste instrumento os resultados das ações por parte do mesmo, chegam à economia real com mais rapidez, o que veremos a seguir, em que discutiremos as características e importância do mercado de títulos públicos.

2.2 Mercado de Títulos Públicos

Quando se trata de explicar o mercado de títulos públicos, suas características e funcionalidade, é notório o grau de complexidade que envolve tal tema, visto que tantos autores, ao estudar o mesmo assunto, não economizaram palavras em explicitar tamanha dificuldade. Por se tratar de operações com títulos públicos, podemos considerar que

além de um instrumento de política monetária, mais especificamente o *mercado aberto*, tais operações são também uma opção de financiamento do Estado, além da taxaço e emissão de moeda. A esse respeito, a Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA), explicita tal questão da seguinte forma. (ANDIMA, 2003, p.13)

(...) o Estado tem à disposição três fontes de financiamento: Taxação, emissão de moeda e emissão de títulos da dívida. Cada uma oferece ganhos e perdas do ponto de vista exclusivamente do financiamento do Estado, em proporções não apenas diferentes de partida, mas também em quocientes que variam com a extensão do uso do instrumento específico.

Dentre essas três formas de financiamento do Estado, a emissão de títulos da dívida é a forma mais eficaz para tal objetivo. Uma taxaço elevada pode levar os agentes econômicos a descobrirem caminhos legais para fugir da carga elevada de impostos, fazendo com que no longo prazo tal meio não funcione com muita eficiência, o famoso efeito Laffer³. A emissão de moeda também irá, no longo prazo perder eficiência, visto que seu ganho com Senhoriagem⁴ pode levar a um uso abusivo causando problemas como o aumento generalizado dos preços. (ANDIMA, 2003)

A diferença de utilizar a emissão de títulos da dívida para o financiamento dos gastos públicos está em que, desta forma é oferecido ao agente econômico um incentivo para a transferência de renda do setor privado para o setor público, que é o pagamento de juros. Tal mecanismo se torna eficaz no longo prazo justamente por criar uma situação diferente dos outros, em que os agentes econômicos não procuram meios (legais ou ilegais) para fugir e sim buscam tal transferência por vê-la como um investimento. (ANDIMA, 2003)

Entra aqui a questão chave de nossa pesquisa que é a análise de liquidez do mercado de títulos públicos. Pois como podemos observar, o mercado de títulos públicos além de uma ferramenta muito importante de política monetária é também um

³ A relação ambígua existente entre aumentos de alíquotas e aumentos de receitas é expressa no que a literatura denomina “curva de Laffer”. Os princípios básicos dessa construção teórica são de que: a) com uma alíquota tributária nula, a receita obviamente é nula e b) com uma alíquota de 100%, a receita também é nula, pois ninguém irá trabalhar para que o governo se aproprie de toda renda. (GIAMBIAGI, ALÉM, 2000. p 41.)

⁴ A Senhoriagem nada mais é do que a receita real advinda da emissão de moeda, em que nos primeiros momentos essa receita é crescente mas por causa do aumento dos preços, ocasionado pela emissão, essa receita passa a ser decrescente. Para maiores esclarecimentos sobre Senhoriagem, ver Capítulo 23 de BLANCHARD, Olivier (Olivier J.). **Macroeconomia**. 3. ed. tradução Mônica Rosemberg; revisão técnica Eliezer Martins Diniz, Aglas Watson Barrera; São Paulo: Prentice Hall , 2004. 620p

meio de financiamento do Estado, sendo totalmente oportuno uma análise de liquidez e um estudo sobre quais efeitos tal liquidez (ou a falta desta) causa no custo da dívida pública.

2.2.1 Conceito de Dívida Pública

Primeiramente, de acordo com a ANDIMA (1994, p.13), em seu relatório sobre a **Dívida Pública**, a definição da mesma pode ser entendida da seguinte forma:

Em um conceito restrito, a dívida pública poderia ser definida como o resultado das operações de crédito realizadas pelo setor público com o objetivo de antecipar a receita orçamentária, atender desequilíbrios orçamentários ou financiar obras e serviços do Governo. Em um conceito mais amplo, também abrange as operações de crédito destinadas a atender os objetivos de política monetária, com administração diária do grau de liquidez do Sistema Financeiro.

A idéia de dívida está intimamente associada a crédito, ou seja, em economia não existe um devedor sem que exista um credor. Então se somarmos todas as dívidas do mundo e subtrairmos todos os créditos, essa operação tem que ser igual a zero. Sendo assim a dívida nasce de uma relação entre dois agentes econômicos, em que obrigatoriamente um exercerá a função de credor e o outro a função de devedor (ou tomador de empréstimo).

Logo, para que haja esse tipo de operação é necessário que existam agentes econômicos dispostos a poupar e agentes dispostos a investir, onde se encaixa aqui a importância do sistema financeiro e mais especificamente das instituições financeiras, que vão encurtar a distância entre esses dois agentes, proporcionando o encontro entre os tomadores de empréstimos e poupadores. Dito a relevância dos bancos nesse processo, a transferência financeira entre tais agentes vai gerar direitos e obrigações (direito de receber e direito de pagar) e é nessa operação que pode nascer os títulos de créditos, a forma explícita dos direitos e obrigações referidos anteriormente.

A origem de títulos privados de dívida acontece quando a operação de transferência financeira é realizada entre dois agentes privados, já quando nessa operação um dos agentes é o Governo, dá origem a títulos da dívida pública. É claro que nem toda operação de transferência de recursos dá origem a títulos de dívida, isso

ocorre quando a dívida é securitizada, somente assim ela está representada por títulos podendo ser negociados pelos agentes detentores.

2.2.2 Operações com Títulos Públicos

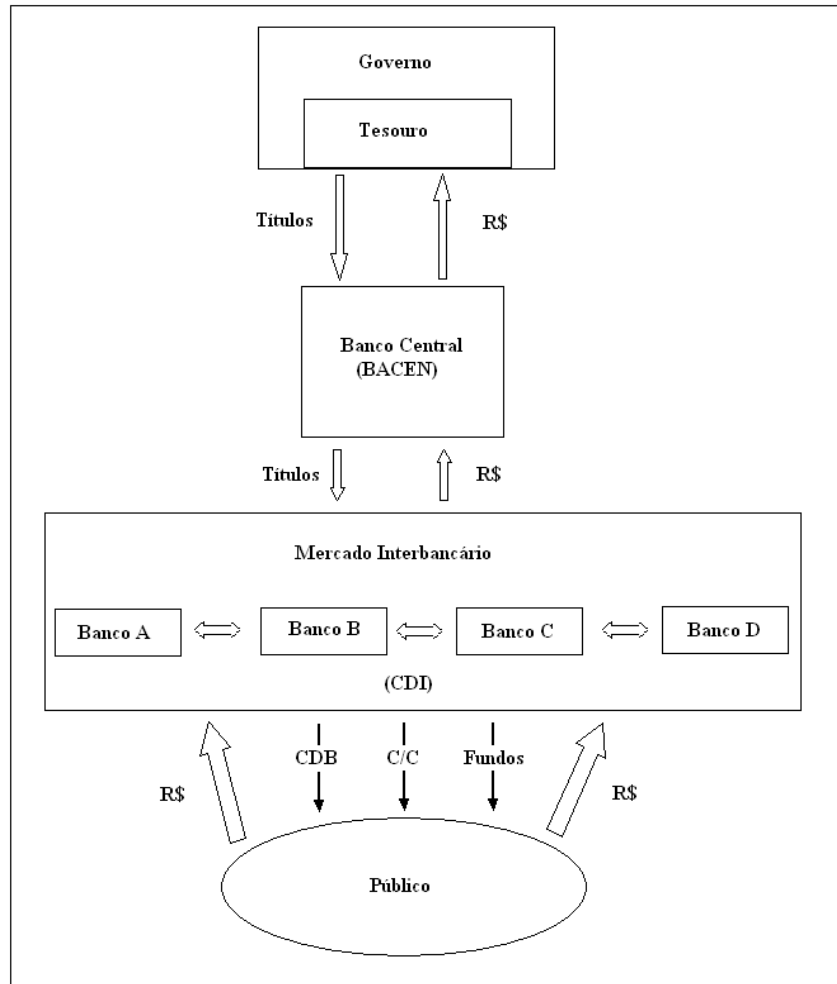
Primeiramente, é importante entender (mesmo que grosso modo) a dinâmica do funcionamento do mercado de títulos públicos, identificar onde estão localizadas as instituições financeiras (BACEN, Tesouro e Bancos Comerciais) na cadeia de operações com títulos federais. Procura-se nesse item da pesquisa, apresentar um esquema ilustrativo para melhor entender o mercado de títulos, desde sua emissão até a chegada aos bancos comerciais. Assim ficará mais fácil para se compreender o funcionamento dos mercados “primário” e “secundário” e outras características que serão apresentadas, com mais detalhes, nos próximos itens.

Partindo da emissão, o Governo irá captar recursos vendendo títulos da dívida, salientando que esta emissão está a cargo do Tesouro Nacional, onde somente o Tesouro tem por lei esse direito (apesar do BACEN já ter tido esse direito também). Nesse lançamento de títulos, um dos principais clientes do Tesouro Nacional é o BACEN, que irá compor sua carteira com títulos públicos de acordo com suas necessidades e expectativas de política monetária.

O BACEN irá então, com os títulos em carteira, atuar com os bancos comerciais nos mercados conhecidos como “primário” e “secundário” (o que veremos com mais detalhes a diante), vendendo títulos que tem em reserva e também comprando títulos (obedecendo aos objetivos da política monetária). Esse elo da cadeia que compreende o BACEN e os bancos comerciais é de fundamental importância, visto que é nesse momento que o BACEN utiliza o seu principal instrumento de política monetária, o mercado aberto.

Os bancos por sua vez, são as principais instituições compradoras de títulos públicos provenientes do BACEN, e estes têm duas formas de adquirirem recursos para tal finalidade; no mercado interbancário, através de empréstimos entre si (conhecidos como CDIs) ou captando recursos no mercado comum, através dos depósitos do público em geral (Conta Corrente, Poupança, dentre outros).

Assim obtemos, de uma forma simplificada, o caminho que percorrem os títulos públicos desde a sua emissão (como podemos observar também no quadro ilustrativo abaixo), e podemos, doravante, dar prosseguimento no que se refere compreender o funcionamento do mercado de títulos federais.



Fonte: Elaboração própria de acordo com dados de FORTUNA, 2002

Quadro 1: Cadeia do mercado de títulos públicos

Na seqüência, vamos detalhar as operações com títulos públicos, aprofundar um pouco mais no funcionamento do mercado primário e secundário bem como nos mecanismos de custódia dos títulos (SELIC e CETIP).

2.2.2.1 Sistema de Liquidação e Custódia (SELIC)

No mercado financeiro de títulos quem se encarrega da liquidação e custódia de tais papéis são; o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e a Câmara de Liquidação e Custódia (CETIP).

Basicamente a diferença entre as duas está em que, o SELIC é uma instituição pública regulamentada pelo BACEN ligada ao Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab) e que atua única e exclusivamente com títulos públicos. Já a CETIP é uma instituição privada ligada a Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (ANDIMA) e opera com títulos privados. Haja vista que nossa pesquisa está relacionada com operações de títulos públicos, naturalmente iremos realizar uma caracterização do SELIC, instituição que de acordo com suas atribuições está relacionada com o foco do presente trabalho.

De acordo com informações coletadas no site da Andima, o SELIC, criado na década de 60, mas formalmente constituído em 1979, é um sistema eletrônico de teleprocessamento administrado pelo BACEN em parceria com a Andima. É através do SELIC que são efetuados a custódia e os registros das operações realizadas pelas instituições financeiras (que nele participam) com títulos públicos federais.

O Selic é na verdade um grande sistema computadorizado *on line, real time*, ao qual têm acesso apenas às instituições credenciadas no Mercado Financeiro. Através do Selic, os negócios têm liquidação imediata. Os operadores das instituições envolvidas, após acertarem os negócios envolvendo títulos públicos, transferem essas operações, via terminal ao Selic. O computador imediatamente transfere o registro do título para o banco comprador do mesmo e faz o crédito na conta do banco vendedor. (FORTUNA, 2002, p.104)

Participam do SELIC, além do BACEN, o Tesouro Nacional e instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BACEN, fundos de investimento, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, sociedades seguradoras, resseguradores locais, operadoras de planos de assistência à saúde e sociedades de capitalização. De acordo com FORTUNA (2002), outros dois módulos compõem o SELIC, a Oferta Pública Formal e Eletrônica (Ofpub) e Leilão Informal e Eletrônico de Moeda e de títulos (Leinf).

Desta forma o SELIC está preparado para que todas as operações que condicionam o funcionamento dos mercados primário e secundário de títulos públicos

aconteçam de forma automatizada, e as características dessas variações do mercado de títulos serão abordadas na próxima seção.

2.2.2.2 Mercado Primário

As negociações (compra e venda) com títulos públicos podem envolver títulos novos, ou seja, que ainda não estiveram no mercado desde sua emissão, ou títulos já existentes no mercado. Negociação que envolverá títulos novos acontecerá no mercado conhecido como mercado primário, e será realizada através de leilões. Esses leilões serão efetuados pela autoridade monetária responsável pelas negociações com títulos federais, que é o BACEN, e poderão ser leilões formais ou informais.

Os leilões formais, também conhecidos como leilões primários, têm características singulares em relação aos leilões informais, no que corresponde à dinâmica de seu funcionamento e aos objetivos a serem alcançados. Os leilões formais acontecem a partir de publicações de editais de oferta realizadas pelo BACEN, informando a característica do lote de títulos públicos que será negociado: Valor, tipo, data de liquidação e data de vencimento dos títulos.

Os leilões formais possuem características “democráticas” no que se refere às negociações com títulos públicos, em que podemos observar a partir dos participantes dessa modalidade de leilão que é aberto para o público em geral. Sobre esse ponto diz FANINI (2005, p.63):

Os participantes dos leilões poderão ser pessoas físicas ou jurídicas que encaminhem ofertas de compra ao Banco Central. Nas ofertas de compra deverão constar as quantidades de títulos a serem adquiridas, o ágio ou deságio em relação ao valor de face do título e o ágio ou deságio em relação à taxa de remuneração básica do título. Encerrado o prazo de apresentação de propostas, o Banco Central, através do Selic, apresenta o resultado final do leilão com a relação dos compradores e efetua a liquidação dos títulos na data marcada.

Os leilões primários costumam serem anunciados com alguns dias de antecedência e basicamente são realizadas negociações definitivas, ou seja, aquelas em que não existe compromisso de recompra desses papéis. O BACEN utiliza este recurso

na maioria das vezes para o controle de liquidez do mercado na tentativa de atingir seus objetivos mais a médio e longo prazo. (CARVALHO, 2000)

Ainda sobre os leilões formais, estes podem acontecer dentro de outra dinâmica, conhecida como leilão de oferta firme. No leilão de oferta firme, o BACEN irá primeiramente realizar uma pesquisa de mercado para saber qual o volume de títulos e a que taxa de juros o mercado está interessado em comprar, sendo que, quem realizará essa pesquisa são os *Dealers*⁵ do BACEN. Posterior a essa pesquisa abre-se o leilão ofertando determinada quantidade de títulos a uma taxa de juros predeterminada, em que os participantes farão suas propostas de compra. (FANINI, 2005)

Já os leilões informais acontecem de forma muito distinta dos leilões primários a começar pelo tempo de duração, em que esses acontecem em um período muito curto e com participação somente dos *Dealers* do BACEN. A esse respeito diz FANINI (2005, p.63):

Os leilões informais seguem procedimento distinto dos leilões formais. Enquanto os primeiros seguem um rito que inclui a participação do público em geral, pessoas físicas e jurídicas, e obedece a um cronograma com duração de três a cinco dias, os leilões informais têm como participantes somente os *dealers* do Banco Central e possuem duração de curtíssimo prazo, podendo chegar até a dez minutos.

Sendo assim, quando acontece essa modalidade de leilão, os *Dealers* são acionados pelo BACEN para coletarem as ofertas de compra que o mercado está disposto a oferecer pelos títulos que estão sendo negociados. O BACEN irá então analisar as ofertas e aceitar, é claro, aquela que lhe é mais vantajosa.

Logo, enquanto às ofertas de títulos realizadas a partir dos leilões primários têm por principal objetivo o controle de liquidez de longo prazo, as ofertas em leilões informais acontecerão com títulos de curto prazo com o objetivo de controle de liquidez também de curto prazo, ajustando a taxa Selic para próximo da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). (FANINI, 2005)

De acordo com dados do BACEN, podem-se observar os resultados das ofertas públicas de títulos realizados pela instituição. Como exemplo, o Quadro 2 ilustra o resultado de uma oferta realizada no dia 16 de fevereiro de 2009:

⁵ Dealers são instituições financeiras credenciadas a operar diretamente com o Banco Central nos leilões informais realizados por este. A instituição Dealer deve também funcionar como um “fazedor de mercado” (market maker) atuando tanto nas ofertas primárias de títulos públicos como nos mercados secundários, de modo a garantir a liquidez desse mercado. (CARVALHO, 2000, p.151 e 152)

BANCO CENTRAL DO BRASIL DEPARTAMENTO DE OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO - DICEL RESULTADO DE OFERTA PÚBLICA		
Comunicado Número	:	98
Data do Comunicado	:	16/02/2009
Título	:	NTNB
Prazo	:	1000 dias
Data da Liquidação	:	18/02/2009
Data do Vencimento	:	15/11/2011
Data de Emissão	:	18/02/2009
Quantidade Ofertada	:	500.000
Quantidade Vendida	:	232.550
Pu/Cot Médio	:	98,795200
Pu/Cot Mínimo	:	98,795200
Taxa Média	:	7,2000
Taxa Máxima	:	7,2000
Financeiro Estimado (milhões R\$)	:	413,9

Fonte: BACEN, 2009

Quadro 2: Resultado da oferta pública de títulos federais

Como podemos observar, os títulos ofertados nesse edital tinham prazo de 1000 (mil) dias com vencimento somente em 2011, sendo que do total ofertado foram vendidos somente 46%.

2.2.2.3 Mercado Secundário

Ao contrário do mercado primário, no mercado secundário (ou mercado aberto) é onde são negociados os títulos já existentes, é nesse mercado que os agentes econômicos podem trocar de posições, ou seja, vender os títulos em carteira antes do vencimento desses papéis.

O mercado aberto também tem grande importância como instrumento de política monetária, e dentre os apresentados até então este se configura o mais ágil no que corresponde ao gerenciamento de liquidez. Principalmente por sua eficácia em atingir seus objetivos, as operações com títulos públicos no mercado aberto é o meio preferido

dos bancos centrais para a gerência de liquidez. De acordo com CARVALHO (2000, p.140):

As operações no mercado aberto são – na prática – o instrumento mais eficaz para a realização do gerenciamento de liquidez de que dispõe o Banco Central, já que opera diretamente sobre as reservas bancárias. Não é por outro motivo que, em todo o mundo, esse instrumento é cada vez mais objeto de aperfeiçoamento. A tendência internacional revela o uso cada vez mais intenso desse instrumento, como forma de evitar a volatilidade na taxa de juros de curto prazo (...)

Ainda sobre a importância do mercado aberto como instrumento de política monetária, diz FORTUNA (2002, p.68):

Para o BACEN, o *open market* é um instrumento de sintonia fina da política monetária, vendendo títulos quando a excesso de recursos na economia ou resgatando-os quando há ausência e é necessário aumentar a liquidez. É por meio dessas operações que o BACEN influencia a taxa de juros.

Outro papel importante tem o mercado aberto de títulos públicos para as instituições financeiras, visto que é utilizando esse mercado que os bancos farão o controle de liquidez bancária. É no mercado aberto que ocorrem as trocas de reservas bancárias, lastreadas unicamente em títulos públicos federais. (FORTUNA, 2002)

As trocas bancárias podem ocorrer em uma modalidade conhecida como *overnight*, ou seja, de acordo com a situação do caixa dos bancos no final do dia, sobrando ou faltando recursos, esses podem entre si comprar e vender títulos. No entanto essa operação terá a duração de um dia com a condição de a instituição desfazer sua posição no dia seguinte. Para FORTUNA (2002, p.94), o *overnight*

(...) é uma operação desenvolvida dentro do *open market*. O mecanismo do *overnight* é diferente, porque o aplicador compra títulos públicos no mercado secundário, com a condição de revendê-los no dia seguinte (operação compromissada), por uma taxa predeterminada entre as partes.

O BACEN irá atuar no *overnight* comprando e vendendo títulos com o objetivo de controlar a liquidez do mercado (ajustando os meios de pagamentos) controlando a volatilidade da taxa de juros diária do mercado financeiro. É nessas operações de *overnight* de troca de reservas bancárias lastreadas em títulos públicos federais que se

forma o juro primário da economia - Taxa Selic -, que serve de referência para todas as demais taxas de juros. (FORTUNA, 2002)

Na Tabela 1, a seguir, estão representados os dados de volume das operações no mercado secundário com títulos públicos no ano de 2008.

Tabela 1: Volume de operações no mercado secundário

MÊS	Em R\$ bilhões											
	LFT/LFT-A/LFT-B			LTN/NTN-F			NTN-C/NTN-B			TOTAL		
	VOLUME (a)	% (b)	VARIAÇÃO (c)	VOLUME (a)	% (b)	VARIAÇÃO (c)	VOLUME (a)	% (b)	VARIAÇÃO (c)	VOLUME (a)	% (b)	VARIAÇÃO (c)
Janeiro/08	3,28	30,0%	-25,3%	6,28	57,4%	-27,6%	1,37	12,5%	-15,7%	10,93	100,0%	-25,6%
Fevereiro/08	3,04	27,7%	-7,4%	5,86	53,4%	-6,7%	2,07	18,9%	51,6%	10,97	100,0%	0,3%
Março/08	3,68	26,3%	20,9%	8,65	61,8%	47,7%	1,68	12,0%	-19,1%	14,01	100,0%	27,7%
Abril/08	4,89	43,7%	33,0%	4,79	42,8%	-44,7%	1,50	13,4%	-10,4%	11,18	100,0%	-20,2%
Mai/08	3,50	35,3%	-28,5%	4,38	44,2%	-8,5%	2,03	20,5%	35,4%	9,91	100,0%	-11,4%
Junho/08	3,79	32,1%	8,2%	6,41	54,3%	46,3%	1,61	13,6%	-20,9%	11,80	100,0%	19,1%
Julho/08	3,66	37,6%	-3,4%	3,45	35,5%	-46,1%	2,62	27,0%	63,1%	9,73	100,0%	-17,6%
Agosto/08	3,17	35,9%	-13,4%	3,89	44,2%	12,8%	1,75	19,9%	-33,3%	8,81	100,0%	-9,4%
Setembro/08	3,27	32,3%	3,2%	5,31	52,5%	36,4%	1,54	15,2%	-12,3%	10,11	100,0%	14,8%
Outubro/08	3,15	29,8%	-3,5%	5,67	53,5%	6,7%	1,77	16,7%	15,0%	10,58	100,0%	4,7%
Novembro/08	2,32	29,6%	-26,4%	4,68	59,8%	-17,4%	0,83	10,6%	-53,2%	7,83	100,0%	-26,0%
Dezembro/08	3,89	29,2%	67,5%	8,28	62,2%	76,8%	1,14	8,6%	38,1%	13,31	100,0%	69,9%

(a) Média no mês do volume financeiro diário das operações

(b) Participação do volume negociado dos títulos em relação ao volume total negociado no mês.

(c) Variação percentual do volume negociado dos títulos no mês em relação ao volume negociado no mês anterior.

Fonte: BACEN, 2009

Os títulos mais negociados no mercado secundário como podemos observar a partir dos dados coletados do BACEN, foram as Letras do Tesouro Nacional (LTN) e as Notas do tesouro Nacional (NTN), chegando a representar no último mês de 2008 um volume de mais de 62% do tal negociado.

As operações com títulos públicos no mercado secundário podem assumir diversas características, podendo ser *compromissadas*, *definitivas*, *a termo* e *com Swaps cambiais*, como veremos a seguir.

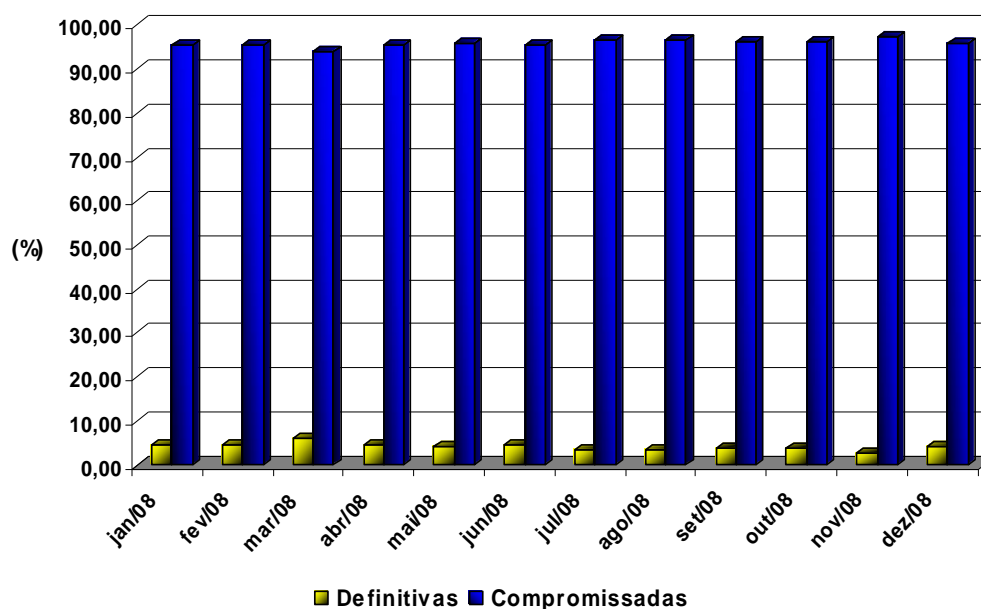
➤ Operações compromissadas e definitivas

As operações compromissadas de títulos públicos são definidas quando o comprador (ou vendedor) assume o compromisso com a outra parte de revenda (ou

recompra) em uma data e a um preço pré-definido. Como dito anteriormente uma das principais formas de realização de operações compromissadas a através do *overnight*.

Já as operações definitivas de compra (ou venda) de títulos públicos são caracterizadas quando a transferência é realizada de forma definitiva, ou seja, quando não há compromisso de recompra ou revenda entre as partes.

No Brasil, as operações compromissadas, nos últimos anos, somaram a imensa maioria das operações com títulos públicos no mercado secundário. De acordo com dados do BACEN, pode-se observar o comportamento dessas operações do ano de 2008, e o que os dados nos mostram é uma constância nessas operações.



Fonte dos dados: Elaboração própria de acordo com dados do BACEN, 2009

Gráfico 2: Volume de operações com títulos federais no mercado secundário

Observando os dados do BACEN, no ano de 2008 as operações definitivas no mercado secundário não ultrapassaram os 10% do total considerado no período, e as operações compromissadas ao longo de todo o ano sempre somaram mais de 90%.

➤ Operações a termo

As operações a termo são basicamente um contrato de compra (ou venda) futura negociada entre as partes. Nesse contrato, uma das partes se compromete em comprar (ou vender) um determinado lote de títulos com preço pré-estabelecido, e a outra parte assume o compromisso de venda (ou compra) desse lote na data especificada entre ambos.

Esse tipo de operação também funciona como *hedge*, ou seja, proteção. Os agentes econômicos que buscam fugir da volatilidade do mercado procuram esse tipo de operação, visto que no mercado de ações tal situação ocorre com mais frequência do que no mercado de títulos, a saber que, no mercado acionário o que varia com o tempo é o preço da ação e no mercado de títulos irá variar seu respectivo indexador.

De acordo com dados do BACEN podemos observar as principais operações a termo no mercado de títulos no último mês de 2008.

Tabela 2: Títulos públicos mais negociados no mercado a termo.

Em R\$ milhões			
Título	Vencimento	Volume (R\$)	Qtd. Operações
LTN	1/1/2009	1.108,2	10,3
LTN	1/7/2009	732,4	10,3
LTN	1/1/2010	517,0	12,0
LTN	1/10/2009	341,7	7,8
NTN-F	1/1/2012	306,2	7,8

Fonte: BACEN, 2009

A coluna “Quantidade das Operações” representa uma média, no mês, do número de operações diárias realizadas.

➤ Operações com *Swaps* cambiais

As operações com *swaps* cambiais ocorrem sempre que dois agentes econômicos querem trocar de risco, ou seja, quando um quer fugir da variação da taxa de cambio e prefere se proteger assumindo o risco da variação da taxa Selic, no entanto para que esse tipo de operação ocorra tem que existir outro agente que deseje fazer o caminho oposto.

O BACEN irá atuar nesse mercado, na maioria das vezes, para interferir nas fortes variações do mercado de câmbio, oferecendo *hedge* cambial principalmente para empresas. Em momentos de alta da taxa de câmbio, o BACEN opera oferecendo *swaps* cambiais trocando o risco da variação cambial pelo risco da variação da taxa Selic, e em momentos de baixa da taxa de câmbio o BACEN entra oferecendo *swaps* cambiais trocando o risco da variação da Selic pelo risco da variação cambial. (FANINI, 2005)

3 AS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS TÍTULOS PÚBLICOS E A RELEVÂNCIA DOS TÍTULOS PRÉ-FIXADOS NO MERCADO SECUNDÁRIO

3.1 Características dos Títulos Públicos

Como dito anteriormente, as emissões dos títulos federais estão a cargo somente do Tesouro Nacional. Assim o Tesouro Nacional emite títulos da dívida para realizar pagamentos da mesma e financiar o déficit do Governo. Já o BACEN irá atuar com os papéis que tem em carteira (e também com os papéis que já estão no mercado) para fins de política monetária. Mais precisamente no mercado secundário, como diz CARVALHO (2000) e FORTUNA (2002), é que o BACEN irá atuar com mais frequência nas operações com títulos públicos, visto a importância que tem esse instrumento de política monetária como já explorado nas seções anteriores.

Logo, buscamos nesse ponto da pesquisa caracterizar os títulos federais, procurando definir principalmente suas formas de rendimento, sendo este o principal fator que diferencia um papel do outro.

Por ora, desconsiderando suas variações, os títulos têm três nomenclaturas, que são:

- ✓ **LFT** – Letras Financeiras do Tesouro;
- ✓ **LTN** – Letras do Tesouro Nacional;
- ✓ **NTN** – Notas do Tesouro Nacional.

Considerando suas variações, os papéis que as terão são; LFTs e as NTNs, sendo que essas variações serão de acordo com seu tipo de rendimento.

Na caracterização que segue, para simplificar o entendimento e torná-la mais sucinta, iremos desconsiderar informações do tipo “prazo de vencimento”, “código do papel” dentre outros. Considerar-se-á apenas informações respectivas ao seu rendimento (se pré-fixado ou indexado). Para maiores esclarecimentos sobre as características dos títulos públicos, acessar: <http://www.bacen.gov.br>.

Seguindo nossa análise, de acordo com os limites pré-estabelecidos e presente na Tabela 3, começaremos com as LTNs, sendo este o único papel que não tem variações e seu rendimento sendo pré-fixado.

Tabela 3: Características e estoques dos Títulos Públicos de acordo com seu rendimento (em Mil R\$).

Título	Rendimento	Estoque (2001)	(%)	Estoque (2008)	(%)
LTN	Pré-Fixado	48.806.729,00	10,0	238.878.615,91	19,0
NTN - F	Pré-Fixado		-	170.743.696,52	13,6
LFT	Selic	275.243.079,00	56,6	449.078.725,19	35,8
LFT - A	Selic+Juros	20.960.595,00	4,3	3.478.802,75	0,3
LFT - M	Selic+Juros	419.031,00	0,1		-
LFT - B	Selic+Juros	29.935.519,00	6,2	622.692,43	0,0
NTN - A1	Câmbio + Juros	587.871,00	0,1	251.526,05	0,0
NTN - A3	Câmbio + Juros	9.659.741,00	2,0	9.570.344,35	0,8
NTN - A6	Câmbio + Juros	466.097,00	0,1	230.049,16	0,0
NTN - I	Câmbio + Juros	1.260.463,00	0,3	1.429.462,47	0,1
NTN - M	Câmbio + Juros	630.430,00	0,1	20.151,69	0,0
NTN - R2	Câmbio + Juros	7.739,00	0,0		-
NTN - D	Câmbio + Juros	39.204.287,00	8,1		-
NTN - B	IPCA + Juros		-	305.119.513,64	24,3
NTN - C	IGP-M + Juros	26.781.628,00	5,5	60.743.266,46	4,8
NTN - H	TR + Juros	212.550,00	0,0		-
NTN - P	TR + Juros	12.103.045,00	2,5	748.019,16	0,1

Fonte: Elaboração própria de acordo com dados do Tesouro Nacional, 2009

As LFTs possuem três variações, é o único papel indexado a taxa Selic, visto que em duas modalidades desse título, além da taxa Selic também é remunerado por mais uma porcentagem definida na sua emissão.

As NTNs são os papéis com o maior número de variação, caracterizada pelo tipo de rendimento. As Notas do Tesouro representam os títulos que são indexados aos índices de preço e câmbio, remunerados também por uma taxa de juros definida na sua emissão (assim como as LFT-A, M e B) e com capitalização também pré-definida.

É interessante observar, a partir dos dados da Tabela 3, que o estoque de títulos públicos se concentra em três modalidades de rendimento sendo, os títulos indexados a Selic, os pré-fixados e os indexados a índices de preços. Somando a participação destes papéis no montante da dívida pública mobiliária, no final de 2008 alcançou uma participação de mais de 90% do total. Na próxima seção será realizada uma análise do perfil da dívida mobiliária e sua trajetória ao longo dos últimos sete anos.

3.2 Um breve perfil da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

Observando o comportamento da composição da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) nos últimos anos, com relação ao tipo de rendimento dos títulos que a compõe, é notória mudança que esta obteve nos passados sete anos.

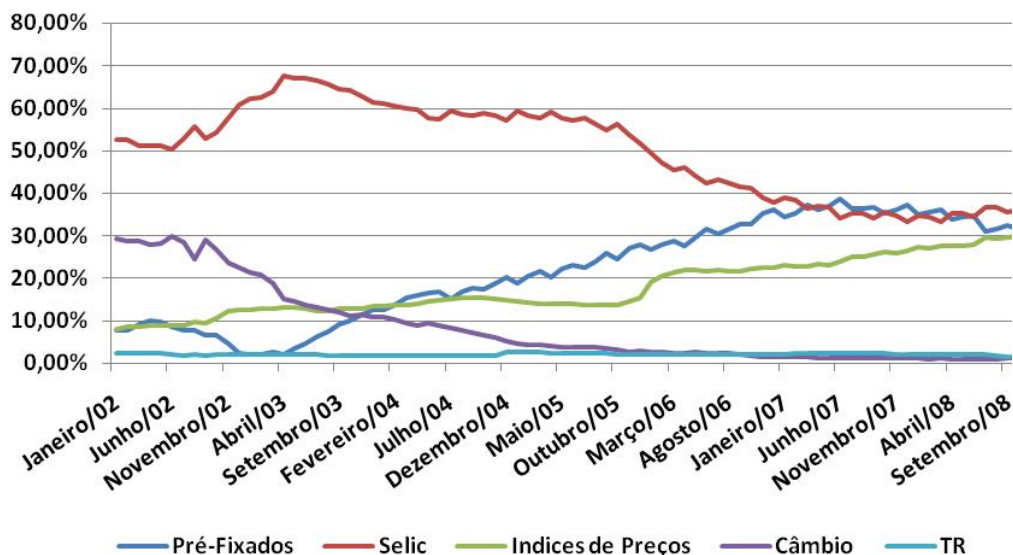
No entanto, aprofundando um pouco mais no histórico da DPMFi, nota-se que por volta de 1997 a participação dos títulos pré-fixados no montante total representava cerca de 60%, visto o cenário de taxas de juros interna decrescentes no período. Todavia, no segundo semestre do mesmo ano o mundo sofreu os impactos da crise internacional dos países do sudeste asiático e da Rússia. No Brasil, a alta dos juros internos decorrente da crise alterou novamente o perfil da DPMFi, os papéis pré-fixados perderam força e a demanda por títulos indexados aos juros voltaram a ser a preferência dos investidores. Os títulos indexados aos juros voltaram a somar 69% do total da DPMFi. (ANDIMA, 2003)

Recentemente observou-se uma nova alteração no perfil da DPMFi. Esta modificação, levando em conta um horizonte temporal de sete anos (2002 – 2008), novamente diz respeito ao montante que os papéis indexados a Selic e os pré-fixados passaram a representar do total da dívida, como se pode observar a partir de dados coletados no BACEN e ilustrados no Gráfico 3.

É completamente compreensível esse movimento que houve na composição da DPMFi nesse período, principalmente quando se analisa o cenário macroeconômico do Brasil e o movimento de dois de seus principais indicadores econômicos, que é a taxa básica de juros (Selic) e o índice de inflação. Em cenário de quedas constantes da Selic nos últimos anos e uma política monetária de metas para a inflação, o país adquiriu certa estabilidade econômica bem como um ambiente tranquilo para investidores. A esse respeito, a ANDIMA (2006, pg. 46) diz que:

(...) a redução da taxa de juros, iniciada no final de 2005, vem permitindo uma série de avanços, como o aumento da demanda pelos ativos de renda fixa, a diversificação da indústria de fundos e a consolidação da curva de juros. O principal efeito dessa diversificação de ativos é o estabelecimento de novas alternativas de *benchmark* compatíveis com as novas condições de composição e demanda do segmento. Esse processo também tem viabilizado a mudança do perfil da dívida mobiliária em mercado (...)

Considerando que a Selic passou a não ser tão interessante como opção de rendimento, as expectativas quanto a movimentos futuros confirmam a queda da participação das LFTs no montante da dívida. O progressivo aumento da demanda por títulos pré-fixados ilustra a importância que assume as LTNs e NTN-Fs no que se refere a sua participação no total da DPMFi. Participação esta que saiu de menos de 10% em 2002, para mais de 30% em dezembro de 2008.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009

Gráfico 3. Composição da DPMFi por tipo de rendimento

No tocante aos detentores dos papéis que compõem o montante da DPMFi, de acordo com dados do BACEN, no ano de 2003 mais de 70% dos títulos públicos estavam em poder dos fundos de investimento e de instituições financeiras, obtendo 39,92% e 34,23% respectivamente. No final de 2008, as instituições financeiras e os fundos de investimento ainda continuam sendo os principais detentores dos títulos públicos, somando quase 70% do total, com 28,41% e 39,46% do total respectivamente, como ilustrado na Tabela 4.

Tabela 4. Detentores da DPMFi – Dezembro de 2008

Unidade	Carteira	Vinculados	Clientes					Extra-Mercado	Total Geral
			PF	PJ-ñF	PJ-F	FI	Outros		
%	28,41	17,67	0,42	10,62	2,63	39,46	0,02	0,77	100

Fonte: BACEN, 2009

Os títulos em Carteira representam o montante em posse dos bancos comerciais nacionais e estrangeiros e corretoras também nacionais e estrangeiras. Dos 28,41% em mãos destas instituições, 27,2% estão sob responsabilidade de instituições nacionais, o restante, 1,21% fecharam o ano de 2008 em posse de bancos e corretoras estrangeiros. No que concerne os 17,67% dos títulos Vinculados, estes representam os papéis utilizados para depósito compulsório. (BACEN, 2009)

Observando o perfil da DPMFi pode-se notar que sua imensa maioria é composta por três espécies de títulos (a considerar seu tipo de rendimento), que são:

- Títulos Pré-Fixados
- Títulos indexados a Selic
- Títulos indexados a Índices de Preços

Em dezembro de 2008, somando a participação destas três modalidades de rendimentos, conforme dados do BACEN, os mesmo corresponderam com pouco mais de 97% da DPMFi, um perfil completamente diferente do que o encontrado em anos anteriores, visto que esta alteração, como dito anteriormente, pode ser fruto de um cenário econômico nacional contrário do que os investidores vivenciaram nas décadas de 80 e 90, com altas taxas de juros e consideráveis índices inflacionários.

Logo, analisando quais títulos correspondem com essas modalidades de rendimento que respondem por quase 100% de dívida pública, observamos que a DPMFi é quase que completamente representada por cinco espécies de títulos federais, que são: LFT, LTN, NTN-B, NTN-C e NTN-F.

Aprofundando um pouco mais na questão da lógica de funcionamento dos rendimentos dos principais títulos em poder do público, o Quadro 3 ilustra as principais características desses papéis.

Tipo	Função/Emissor	Prazo	Taxa de juros	Atualização do valor nominal	Pagamento de juros	Resgate do principal
LFT	Título emitido pelo Tesouro Nacional para cobertura de déficit orçamentário.	Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda	--	Taxa Selic	--	Na data do vencimento
LTN			--	--	--	Na data do vencimento pelo valor nominal
NTN-B			Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda	IPCA	Semestralmente	Na data do vencimento
NTN-C			Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda	IGP-M	Semestralmente	Na data do vencimento
NTN-F			Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda	--	Semestralmente	Na data do vencimento pelo valor nominal

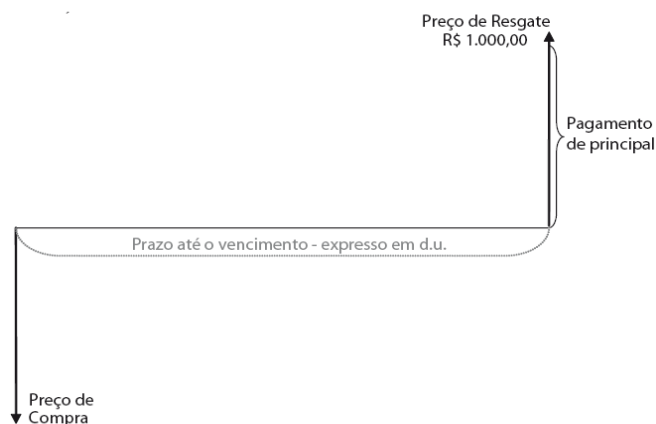
Fonte: ANDIMA, 2009

Quadro 3. Características dos principais títulos em poder do público

Como visto anteriormente no Gráfico 3, a representatividade dos títulos pré-fixados na composição da DPMFi é sem dúvida muito relevante. Desta forma, a considerar os dois títulos que obtêm esta característica (as LTNs e as NTN-F), observamos a principal diferença entre os mesmos, que é a forma de pagamento dos juros. Enquanto as NTN-F oferecem pagamento de juros semestralmente, as LTNs não apresentam este perfil. Basicamente, considera-se que as LTNs não têm pagamento de juros intermediário, ou seja, seu valor na data de vencimento é sempre R\$ 1.000,00 e seu rendimento é definido pelo seu preço de compra (pelo desconto sobre seu valor nominal).

Assim como ilustrado na Figura 1, o rendimento das LTNs será maior quanto menor for seu preço de compra, logo, esta relação inversa se aplica também para as NTN-F, no entanto este último proporciona ao detentor deste papel rendimentos

semestrais. Visto que nos títulos pré-fixados o ganho está na diferença entre o seu valor de resgate e o seu valor de compra, os títulos indexados terão seu valor de resgate calculado conforme seu indexador de base, ou seja, o ganho será influenciado pelas variações do indexador no período.

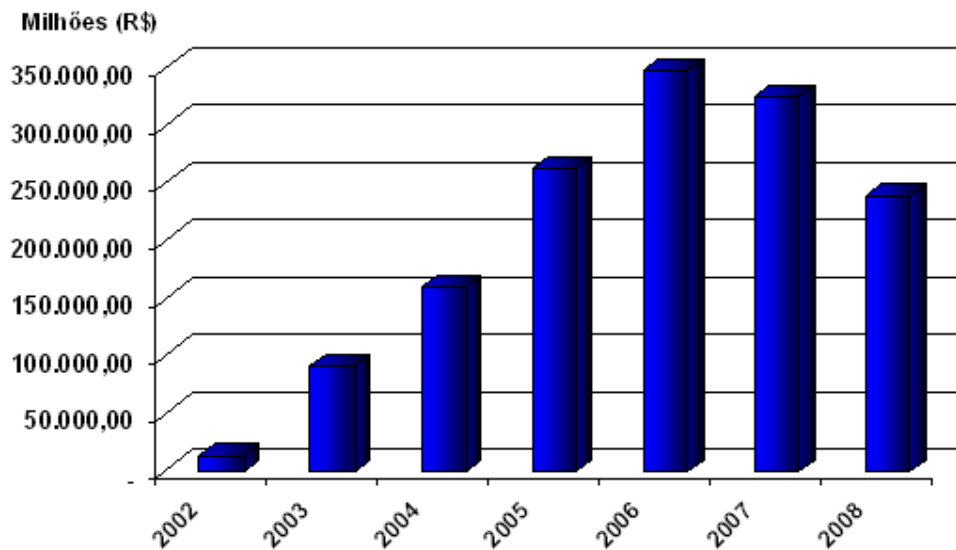


Fonte: ANDIMA, 2009

Figura 1. Rendimento das LTNs

A considerar também o montante que cada título representa no total das negociações do BACEN e dos demais investidores, observar-se-á que a imensa maioria das movimentações ocorre com papéis pré-fixados. Saliendo que a presente pesquisa busca realizar uma análise somente do mercado secundário, alguns indicadores de movimentação de títulos públicos realizada nesse mercado, confirmará um maior nível de negociações com títulos pré-fixados.

No tocante ao estoque de LTNs em poder do público, considerando os dados disponíveis no BACEN, há um aumento considerável do montante de tal título no mercado, obviamente confirmando a tendência já apresentada anteriormente. Observa-se no Gráfico 4 que a quantia de LTNs (em milhões de R\$) sai de pouco mais de 13 bilhões em 2002 para um montante de quase 240 bilhões em dezembro de 2008, visto que atingiu um pico de quase 350 bilhões no final de 2006.

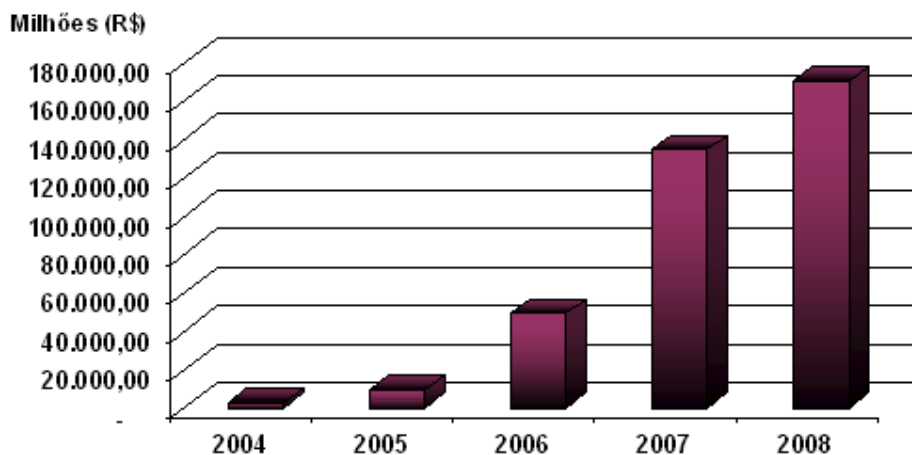


Fonte: BACEN, 2009

Gráfico 4. Estoque de LTNs em poder do público (em milhões R\$)

Nota-se que o estoque de títulos LTNs após atingir o máximo em dezembro de 2006, obteve dois anos consecutivos de queda, atingindo níveis menores que em 2005, no entanto, ainda apresentando um cenário consideravelmente adverso do que o encontrado no final de 2002.

Apesar desta queda no estoque das LTNs, o nível de títulos pré-fixados que compõem o montante da DPMFi manteve-se ascendente no período. Esse fato é decorrente do aumento da participação das NTN-Fs, como ilustrado no Gráfico 5, onde juntamente com as LTNs, compõem o montante do estoque de títulos pré-fixados da DPMFi, como visto anteriormente.



Fonte: Tesouro Nacional, 2009

Gráfico 5. Estoque de NTN-F em poder do público (em milhões R\$)

Anterior ao período de 2004 não houve emissões de NTN-F, tais emissões passaram a ocorrer somente neste ano de referência visto os objetivos a serem alcançados pelo Tesouro Nacional no que se refere ao gerenciamento da dívida, como se observará no decorrer da presente pesquisa. Desta forma, uma análise de liquidez do mercado secundário, levando em conta as operações com títulos pré-fixados, pode-se considerar uma amostra muito relevante, principalmente em se tratando da sua representatividade na composição da DPMFi.

3.3 A relevância dos títulos pré-fixados no mercado secundário

Nesta seção, observar-se-á a importância que tem as LTNs e NTN-Fs no montante das movimentações com títulos públicos no mercado secundário. Busca-se aqui, ilustrar através de dados coletados no BACEN, a relevância dos títulos pré-fixados nos montantes movimentados em três tipos de operações dentro do mercado secundário: operações compromissadas, definitivas e a termo.

- Operações compromissadas realizadas pelo BACEN

Como visto anteriormente (seção 2.2.2.3), as operações compromissadas ocorrem sempre que há um compromisso de recompra ou de revenda, em um determinado período pré-estabelecido entre as partes, e estas somam a grande maioria das operações realizadas no mercado secundário. Assim, os bancos também utilizam deste instrumento para controle de liquidez realizando operações compromissadas no mercado secundário (*overnight*), de curtíssimo prazo. (FORTUNA, 2002)

As operações compromissadas de *overnight* realizadas no mercado secundário correspondem com a maior parte do montante total deste tipo de operação (excluindo as operações realizadas pelo BACEN).

Não obstante, o BACEN é atuante assíduo desta modalidade de movimentação e disponibiliza a cada final de exercício mensal um relatório de suas operações compromissadas ocorridas ao longo do período. Ao analisar as operações, durante o ano de 2008, observa-se que o BACEN realiza operações compromissadas com dois períodos de recompra pré-estabelecidos: de cinco meses e de sete meses (contando a partir da data que é realizada a movimentação).

Desta forma, de acordo os dados coletados no BACEN e presentes na Tabela 5, observa-se que a imensa maioria das operações se concentra em movimentações com LTN, seja nos compromissos de cinco ou de sete meses.

Tabela 5. Operações compromissadas realizadas pelo BACEN no mercado aberto em 2008

Título	Quantidade negociada no período (% do total)											
	Compromisso de recompra em cinco meses											
	01/08	02/08	03/08	04/08	05/08	06/08	07/08	08/08	09/08	10/08	11/08	12/08
LTN	51,3	70,4	53,5	68,2	71,8	72,2	42,8	52,4	17,4	15,4	94,9	51,5
NTNs	48,7	29,6	56,5	31,8	28,2	27,8	57,2	47,6	82,6	84,6	5,1	48,5
Compromisso de recompra em sete meses												
LTN	88,9	87,1	62,5	88,0	85,4	63,4	50,6	65,5	73,2	64,3	100,0	80,7
NTNs	11,1	12,9	37,5	12,0	14,6	36,6	49,4	34,5	26,8	35,7	0,0	19,3

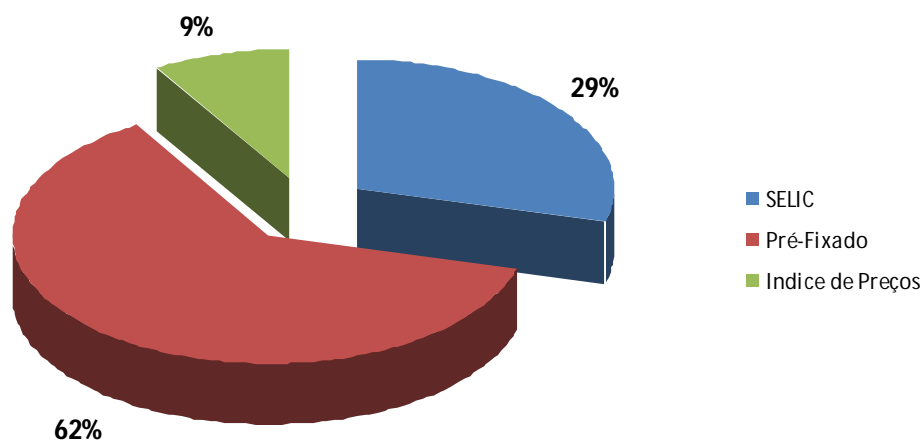
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009

No que corresponde a operações com NTNs, estas se concentraram, no período analisado, em duas espécies de títulos, NTN-B e NTN-F. Logo, se concentrarmos os dados das movimentações para o tipo de rendimento, as movimentações com títulos de

rendimento pré-fixados somariam, na totalidade dos meses de 2008, algo muito próximo a 100% das movimentações.

- Operações definitivas e a termo

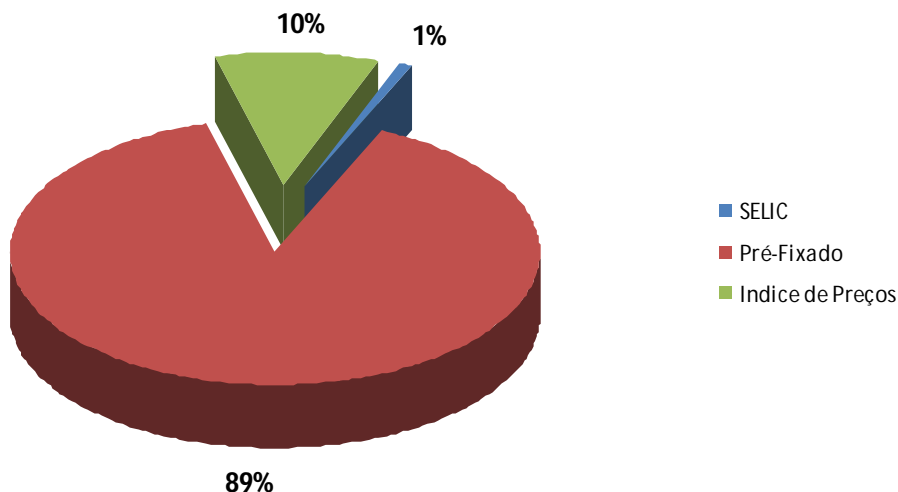
Em uma análise geral, as operações definitivas realizadas no mercado secundário não somam considerável expressão. Como dito anteriormente, grande parte das operações são compromissadas. No entanto, visto que as movimentações com títulos pré-fixados em operações compromissadas representam grande parte do total, nas operações definitivas (apesar de menos expressiva) os papéis pré-fixados também são responsáveis por uma parcela considerável do total das movimentações, como observado no Gráfico 6.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009

Gráfico 6. Participação nas operações definitivas no mercado secundário

No tocante as operações a termo, a discrepância entre as movimentações com títulos pré-fixados para com os papéis indexados a Selic e a índices de preços é ainda maior, como se pode observar no Gráfico 7, quase 90% do total das operações a termo são realizadas com papéis pré-fixados.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009

Gráfico 7. Participação nas negociado a termo

Tem por objetivo então, esses dados apresentados nesta parte da pesquisa, ilustrar a relevância dos títulos pré-fixados, mais precisamente as LTN e NTN-F, nos montantes movimentados, tanto em operações realizadas pelo BACEN quanto em operações realizadas pelo público em geral.

Esta ênfase, dada a este tipo de título público, é importante porque em um curto período de tempo, este tipo de papel passou a ocupar considerável participação no montante da DPMFi e bem como no mercado secundário de títulos públicos. Salientando que a análise de liquidez do mercado secundário de títulos públicos, que a presente pesquisa está disposta a realizar na próxima seção, se faz levando em consideração principalmente os títulos pré-fixados em comparação com os títulos indexados a Selic e a índices de preços, considerando as negociações realizadas de 2001 a 2008.

A partir de então, objetiva-se entender também a dificuldade de alongamento dos prazos de vencimentos dos títulos públicos visto que esta característica dos papéis da DPMFi está atrelada intimamente a liquidez do mercado de títulos públicos nacional. A esse aspecto, BRESSAN (2007, pg 2), atribui que:

Uma das principais características do mercado de renda fixa do Brasil é o prazo curto de vencimento dos títulos públicos, o qual reflete, em boa parte, a incerteza quanto ao comportamento futuro das principais variáveis macroeconômicas do país, com destaque para as taxas de juros e de inflação. Tal fato reforça a necessidade de obtenção de taxas para todos os

prazos possíveis, objetivo que é limitado muitas vezes por indisponibilidade de títulos com liquidez suficiente no sistema SELIC (...)

A incerteza quanto ao futuro da economia nacional será um determinante que complicará a extensão dos prazos dos papéis pré-fixados, visto que para tal, as taxas de juros precisam ser muito elevadas para assim atrair investidores. Sendo assim, em uma economia de históricas instabilidades, o alongamento dos prazos de vencimentos dos títulos públicos não é algo a ser alcançado com facilidade.

3.4 Estrutura a Termo da Taxa de Juros

Quando se fala em títulos de renda fixa, ou mais precisamente em títulos públicos pré-fixados, fala-se em Estrutura a Termo da Taxa de Juros (doravante ETTJ). Anteriormente, entendeu-se que o rendimento dos títulos pré-fixados está representado na diferença entre o seu preço pago na emissão (ou no período da negociação) e seu valor de resgate. Seu rendimento então irá representar a taxa de juros que aquele papel está pagando naquele momento.

Tal taxa, pode, com o tempo, variar para cima ou para baixo, de acordo com volatilidade do preço do papel. Este preço sofrerá a influência, obviamente da liquidez do mercado, mas também da expectativa dos juros de longo prazo que o mercado está oferecendo. Sendo assim, os títulos pré-fixados não possuem um fator de remuneração explícito.

Salientando que este fator está presente no deságio do título quando a sua emissão (ou seja, seu Preço Unitário), a taxa de juros praticada a cada instante no mercado irá influenciar diretamente nas negociações com LTNs, visto que seu preço irá subir quando a taxa de juros cair e cair quando a taxa de juros subir. (BRESSAN, 2007)

Obviamente, compreender e identificar o rendimento dos títulos pré-fixados ao longo do tempo, considerando suas datas de vencimentos e com isso, fazer um acompanhamento da curva de rendimento, é algo recente na economia brasileira visto a relevância das LTNs na composição DPMFi. Não obstante a influência que os movimentos da taxa de juros proporcionam nos preços dos títulos públicos, outro fator, de suma importância, que irá afetar o rendimento destes papéis é seu prazo de vencimento. Logo, a curva que traça os pontos de retorno dos títulos de dívida com

diferentes prazos de vencimentos é chamada de Curva de Rendimento, salientando que esta curva, em se tratando de títulos de dívida pública, retratará a ETTJ. (MISHKIN, 2000)

No tocante ao perfil da Curva de Retorno, pode-se observar que esta apresenta três classificações: positivamente inclinada, planas e negativamente inclinadas. A inclinação da curva estará em função dos comportamentos das taxas de juros de curto e longo prazo, salientando que existem três teorias que procuram explicar o comportamento da ETTJ ao longo do tempo, e são elas: (i) a hipótese das expectativas, (ii) a teoria dos mercados segmentados e (iii) a teoria do habitat preferido.

De acordo com MISHKIN (2000), a teoria do habitat preferido é usualmente a mais utilizada. Visto a sua capacidade de explicar os fatos e os comportamentos da ETTJ ao longo do tempo, esta, por essa razão, é uma teoria amplamente aceita.

➤ Teoria do Habitat Preferido

Dois pontos fundamentais irão diferenciar a teoria das expectativas da teoria dos mercados segmentados. A teoria das expectativas apresenta como pressuposto fundamental a idéia de que os títulos da dívida pública são substitutos perfeitos, por isso os investidores são indiferentes em adquirir dois títulos de um ano ou um título de dois anos (considerando rendimentos iguais). Assim o prazo de vencimento não influenciará na decisão dos investidores e estes não comprarão títulos de vencimento maior se o seu retorno for menor. Ao contrário, a teoria dos mercados segmentados admite a hipótese de que os títulos não são substitutos perfeitos, visto que os investidores têm preferências por papéis com determinados prazos de vencimentos. Assim, os investidores se preocuparão com os rendimentos dos títulos com os prazos de vencimentos de sua preferência. Uma vez compreendido a lógica destas duas teorias, pode-se observar que a primeira irá explicar os movimentos de longo prazo da curva de rendimento pela hipótese das expectativas dos investidores quanto ao comportamento da taxa de juros de curto prazo. Do contrario, a segunda teoria atribuirá que o fator predominante é a oferta e demanda de títulos, visto a impossibilidade das taxas de curto prazo afetar as taxas de longo prazo. (MISHKIN, 2000)

Dito isso, a teoria do habitat preferido (que está intimamente ligada à teoria do prêmio de risco), procura unir as duas teorias explicadas anteriormente. Logo, ela admite que o retorno esperado de um título influencia o retorno esperado de outro título

com prazo de vencimento diferente mas permitindo que os investidores prefiram um título a outro, ou seja, os papéis são substitutos mas não substitutos perfeitos. Sendo assim, o investidor que prefere títulos de curto prazo, estará disposto a continuar nesta posição mesmo que papéis de longo prazo ofereçam rendimento um pouco maior, no entanto, não admitindo diferenças de rendimento muito distintas entre os títulos de prazos diferentes. Logo, para que os investidores adquiram títulos de longa duração é preciso que seja oferecido a estes um prêmio de liquidez para compensá-los do aumento do seu risco de taxa de juros. (MISHKIN, 2000)

Assim, os movimentos nas taxas de juros dos títulos com diferentes prazos de vencimentos se movimentam juntas no tempo visto que, expectativas de alta na taxa de juros de curto prazo indicam que, em média, os rendimentos dos títulos serão mais altos no futuro. Da mesma forma, um cenário contrário indicará taxas de rendimento menores no futuro, pois, quando se tem expectativas de queda brusca na taxa de juros (principalmente quando a taxa de juros de curto prazo está em patamares muito acima do normal) mesmo adicionando o prêmio de liquidez, a curva de rendimento será decrescente ou negativamente inclinada.

A partir do momento em que se têm posições em papéis pré-fixados, e ao mesmo tempo informações sobre as variações das taxas praticadas em diferentes datas de vencimentos, os agentes possuem um maior grau de previsibilidade dos gastos (ou ganhos). Desta forma, procurou-se nesse capítulo, expor a importância dos títulos pré-fixados na composição da DPMFi e até mesmo para os detentores destes papéis. A esse respeito diz BRESSAN (2007, pg.2):

Uma vez que carteiras de investimento podem ser constituídas de títulos com prazos distintos, torna-se interessante então a obtenção de taxas de juros para os diversos vencimentos, de modo a determinar o valor de mercado de cada um dos títulos no período de interesse.

Logo, como visto anteriormente a relevância das LTNs e NTN-Fs nos montantes movimentados no mercado secundário de títulos públicos, explicita-se aqui a importância dos títulos pré-fixados na administração da DPMFi, no tocante a capacidade de previsão que tal título proporciona às autoridades monetárias nacionais. Desta forma é de total interesse das autoridades monetárias, que a participação dos títulos públicos pré-fixados passe, com o tempo, a ganhar maior relevância no mercado. Até mesmo como fator que colabore para ampliar a liquidez do mercado de títulos públicos, pois de acordo com estudos realizados pela ANDIMA (2009), identificou-se

que os detentores de títulos pré-fixados são estimulados a trocar de posição no mercado visto a possibilidade de ganhos com as variações dos preços.

Na próxima seção observar-se-á a diferença entre a liquidez dos títulos pré-fixados em comparação com os papéis indexados a índices de preços e a Selic, com base nas operações registradas no SELIC. Não obstante, em estudo realizado pela ANDIMA, identificou-se que os detentores de títulos indexados são estimulados a ficar com os papéis até sua data de vencimento, não os negociando no mercado secundário, assim, tal característica será observada também nas negociações dos últimos oito anos, notando a diferença entre o nível de liquidez dos papéis pré-fixados para com os indexados.

4 ANÁLISE DE LIQUIDEZ DO MERCADO SECUNDÁRIO DE TÍTULOS PÚBLICOS

No tocante a estudos realizados que buscam uma análise de liquidez do mercado de ativos financeiros, uma vertente que assume grande importância no cenário internacional corresponde a trabalhos que analisam o mercado de ações. Autores consagrados como Amihud e Mendelson, bem como Datar, Naik e Radcliffe, buscaram desenvolver pesquisas com o objetivo de analisar a relação entre a liquidez e o retorno destes papéis. (CORREIA; AMARAL, 2008)

Ainda sobre este aspecto, um fator que irá nortear as pesquisas nesta área corresponde à medida de liquidez que é adotada. Dito isso, dois índices se configuram os mais utilizados em pesquisa dessa natureza, o *spread* (correspondendo à diferença entre o preço ofertado e o demandado) e o *turnover* (sendo a razão entre o volume negociado e total em circulação), sendo esta última, a medida a ser utilizada na presente pesquisa.

Neste sentido, busca-se na presente seção, realizar uma análise de liquidez do referido mercado, sendo que esta estará calcada nos dados apresentados nas seções anteriores bem como nos níveis de *turnover* calculados com base nas informações de volume de negociações, coletados no BACEN, dos principais títulos públicos no mercado secundário.

Anterior a análise de liquidez, será apresentado o conceito de liquidez. Tal conceito, na presente pesquisa, estará embasado principalmente na percepção adotada pela ANDIMA no que se refere a títulos públicos, como se observará a seguir.

4.1 O conceito de liquidez

Inicialmente, quando o tema a ser tratado é liquidez de mercado, este de certa forma se confunde tanto para o mercado de ações quanto para o mercado de títulos de dívida. Dito isso, no que corresponde ao conceito de liquidez para o mercado de ações, este procura fazer uma análise de custo da transação, ou seja, a liquidez está relacionada ao custo de vender ou comprar um ativo financeiro no mercado rapidamente. (SHARPE; ALEXANDER; BAILEY, 1998 *apud* CORREIA; AMARAL, 2008)

Desta forma, alguns trabalhos detectaram a relação inversa entre o nível de liquidez e o retorno dos títulos. Nessa lógica, Datar, Naik e Radcliffe (1998), realizaram um estudo com base nas companhias não-financeiras listadas na NYSE (nos períodos entre 1963 -1991), tendo como medida de liquidez o *turnover*, comprovaram a relação negativa entre o nível de liquidez e o retorno das ações destas empresas, evidenciando o importante papel que a liquidez desempenha no retorno destes ativos. (CORREIA; AMARAL, 2008)

Logo, admitindo esta relação inversa entre liquidez e retorno, ou seja, quanto maior a liquidez menor o retorno do ativo, pode-se entender que, quanto mais líquido for o ativo, preços mais altos os investidores estão dispostos a pagar por ele. Dito isso, essa idéia é de suma importância para os objetivos desta pesquisa em se tratando da teoria de liquidez para o mercado de títulos públicos.

Quando se fala em títulos da dívida pública, deve-se pensar, é claro, em um ativo financeiro. Desta forma, sendo os títulos ativos financeiros, estes serão avaliados pelos investidores como qualquer outro ativo disponível no mercado e serão demandados sempre que forem atraentes para os investidores, ou seja, sempre que oferecerem um risco/retorno favorável.

Sempre que ocorrer esta comparação no mercado, por parte dos investidores, entre os títulos públicos e qualquer outro ativo financeiro, os papéis da DPMFi apresentam uma característica essencial e fundamental que os diferenciam dos outros ativos, que é o risco de crédito. Dito de outra forma, os títulos da dívida oferecem plena garantia de crédito, visto que tal garantia está sob responsabilidade da maior autoridade monetária do país que é o Tesouro Nacional, calcado no poder de taxação e emissão de moeda, mesmo que este último seja delegado ao BACEN. (ANDIMA, 2003)

Não obstante o risco de crédito dos títulos da dívida pública está próximo a zero, outro fator de risco apresenta elevada preocupação por parte dos investidores e pesa de forma considerável na tomada de decisão na hora de investir em papéis da dívida, que é o risco de mercado. De acordo com a ANDIMA (2003), o risco de mercado pode ser considerado como risco de liquidez, visto que este risco proporciona a possibilidade de oscilações nos preços dos papéis nos períodos entre sua data de aquisição, e qualquer outra data futura em que o detentor do ativo queira trocar de posição. Tal oscilação de preços será motivada, é claro, pelo risco de liquidez, bem como motivadas também por variação no estado de confiança dos mercados ou pela política monetária adotada no período, por exemplo.

Desta forma, o risco de liquidez irá afetar obviamente todos os títulos públicos em mercado, mas principalmente os papéis de maior maturidade. Dito isto, se o detentor quiser recuperar sua aplicação antes do vencimento do título, terá que vender os papéis a um terceiro, a preço de mercado, sendo que este preço estará sujeito, além dos fatores citados anteriormente, às flutuações de oferta e demanda. Logo, de acordo com a ANDIMA (2003, pg. 20), o risco de liquidez

(...) também envolve oscilações adversas de preços, mas originadas de movimentos de ofertas dos papéis. Considera-se um mercado líquido quando é capaz de absorver uma alteração significativa na oferta com pequena variação de preços e retorno relativamente rápido desses preços ao seu nível normal.

Indo além nesta problemática, explicita-se então a importância de um mercado de títulos público com elevada liquidez, e aprofundando no conceito de liquidez deste mesmo mercado a ANDIMA (2003, pg. 20), entende que a liquidez de um mercado

(...) nada mais é do que a possibilidade, visualizada *ex ante*, de se encontrar demandantes dispostos a absorver a quantidade de papéis que algum detentor resolva colocar à venda em determinado momento. Em outras palavras um mercado é tanto mais líquido quanto maior for a demanda de reserva com que se possa contar para um ativo considerado.

Outra característica muito relevante dos ativos financeiros representantes da DPMFi, é conhecida como liquidez potencial de partida. Esta liquidez potencial está associada à ação do Estado no mercado de títulos públicos, subentendendo que as autoridades monetárias irão sempre intervir no mercado de títulos para garantir o mínimo de liquidez para os papéis que estão no mercado. No entanto, somente a ação do Estado não garante um mercado de alta liquidez permanente, visto que é necessária uma adoção de práticas para assim construir uma liquidez permanente e independente das intervenções das autoridades monetárias nacionais. (ANDIMA, 2003)

4.2 A análise de liquidez do mercado secundário

Tendo compreendido o conceito de liquidez, dando ênfase principalmente ao mercado de títulos públicos, mas sabendo que o ponto pesquisado na seção anterior se estende para os demais mercados de ativos financeiros negociáveis, na seção que segue será realizada então a análise de liquidez de mercado secundário de títulos da DPMFi.

Apesar de vantagens, citadas anteriormente na pesquisa sobre o conceito de liquidez, como risco de crédito próximo a zero e uma liquidez potencial de partida, é por meio de uma análise de liquidez deste mercado que se pode observar a existência do risco conhecido como risco de mercado. Busca-se então identificar, por meio de comparações entre diferentes tipos de papéis, se tais vantagens garantem uma demanda considerável e constante bem como um índice de negociabilidade uniforme para os diferentes tipos de títulos públicos disponíveis no mercado.

Dito isso, os dados a serem considerados serão os volumes dos títulos negociados no mercado secundário bem como o estoque do respectivo papel em poder do público no mesmo período, não sendo considerado neste segundo aspecto o montante de títulos em poder do BACEN, salientando que para as contas públicas este volume não é contabilizado como DPMFi.

4.2.1 Análise do índice de *turnover*

Os trabalhos de pesquisa que têm por objetivo realizar uma análise de liquidez do mercado financeiro assumem grande importância e relevância em meados da década de 80, sendo que, a partir deste período, iniciam-se as discussões sobre a influência da liquidez nos retornos e formação de preços dos ativos financeiros, mais especificamente no mercado de ações. (CORREIA; AMARAL, 2008)

Observou-se na seção 4.1 da presente pesquisa que os pesquisadores do mercado financeiro utilizam basicamente dois índices para cálculo de liquidez. O *spread*, índice muito utilizado nas análises que tem por objeto o mercado de ações bem como do mercado de títulos públicos, salientando a pesquisa do SÁ (2007) que observou o *spread* para as LTNs negociadas no mercado secundário, evidenciando a relação positiva entre o *spread* e a duração do título.

Outra opção, como também já mencionada, é a utilização do índice de *turnover*. Tal análise decorre da utilização de volumes negociados, diferentemente da primeira metodologia que trabalha com dados de oferta de compra e venda dos ativos. Todavia, a segunda opção será a adotada para a análise de liquidez do mercado secundário de títulos público desta pesquisa.

Dito isso, a partir de dados coletados no BACEN, para o cálculo do índice de *turnover* considerou-se os volumes de negociações das três principais modalidades de títulos públicos, conforme seu rendimento; títulos pré-fixados, indexados a Selic e indexados a índices de preços. Salientando que estas modalidades de títulos compõem mais de 90% da DPMFi, acredita-se que a utilização desses dados dará uma boa visualização do respectivo mercado.

O BACEN disponibiliza para o público em geral informações mensais dos volumes (em bilhões) negociados no mercado secundário de títulos da dívida pública. No site da instituição tais informações estão disponibilizadas desde 2000. No entanto, optou-se por utilizar os dados que compreende os períodos entre 2001 a 2008, visto que os dados de 2000 e 2009 não compreendem informações de todos os meses do ano. Assim, como as informações são mensais, posterior ao cálculo do *turnover* mensal, realizou-se uma média dos doze meses do ano para obtenção de dados anuais. A Tabela 6 contém os dados anuais calculados para os títulos referidos.

Tabela 6. *Turnover* médio anual dos principais títulos negociados no mercado secundário.

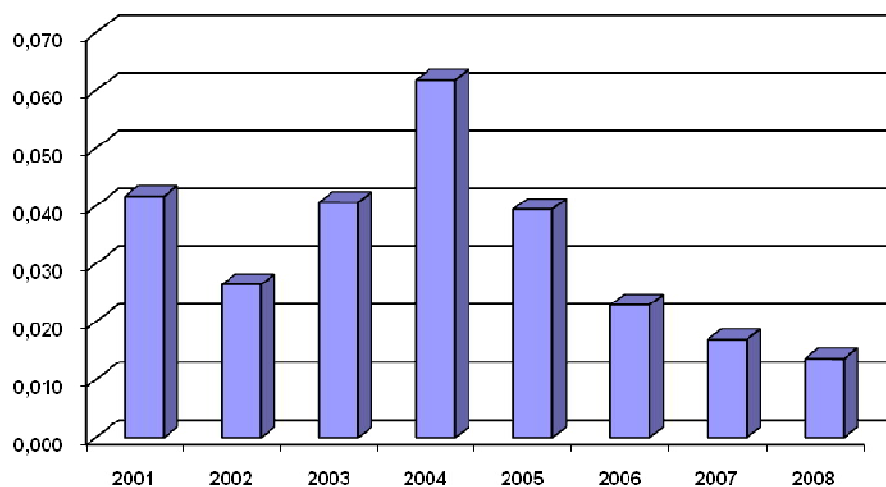
Período	Títulos Pré-Fixados	Títulos Indexados a Selic	Títulos Indexados a Índice de Preços
2001	0,042	0,009	0,004
2002	0,026	0,012	0,003
2003	0,041	0,015	0,004
2004	0,062	0,009	0,004
2005	0,039	0,011	0,003
2006	0,023	0,008	0,008
2007	0,017	0,008	0,007
2008	0,014	0,008	0,005

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009

Os títulos pré-fixados são considerados títulos públicos de maior liquidez, ou até mesmo de alta liquidez, de acordo com relatórios publicados pela ANDIMA.

(obviamente para níveis do mercado nacional). Como ilustrado no capítulo anterior, os papéis pré-fixados somam a imensa maioria das movimentações no mercado secundário, principalmente as movimentações realizadas pelo BACEN. Desta forma, os papéis pré-fixados assumem esta característica de alta negociabilidade, visto a frequência das movimentações não só as realizadas pelo BACEN, mas também pelas instituições financeiras.

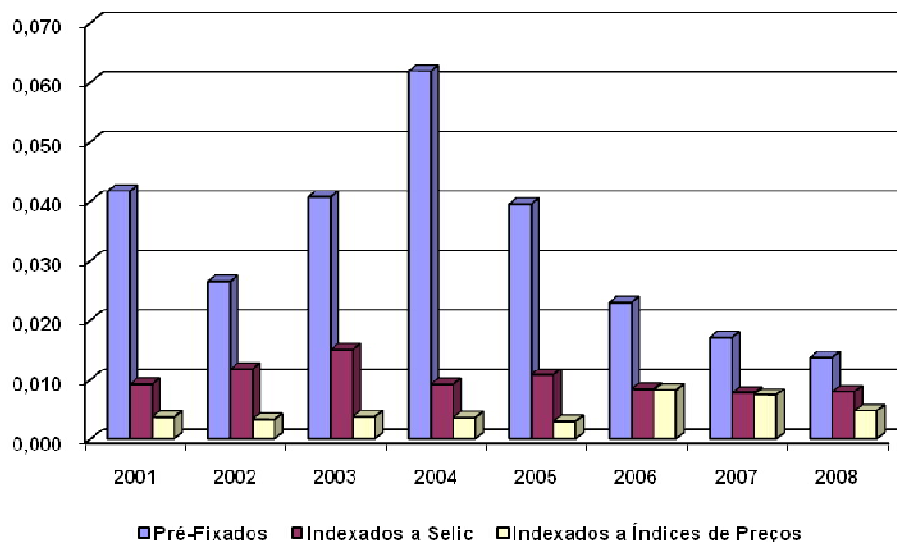
Os dados apresentados na Tabela 6 revelam maiores índices de *turnover* para os títulos pré-fixados em todos os períodos da amostra. Contudo, observa-se até o ano de 2004 altos índices de negociabilidade e a partir de 2005 uma queda considerável desta tendência. Organizados em um gráfico, pode-se observar mais nitidamente esse comportamento do índice de *turnover* dos títulos pré-fixados.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009

Gráfico 8. Turnover médio anual dos títulos pré-fixados negociados no mercado secundário

Obviamente como os índices dos títulos indexados a Selic e a índices de preços são de menor expressão e de baixa negociabilidade, estes não sofreram elevada alteração, permanecendo ao longo deste período com índices praticamente constantes, como ilustrado no Gráfico 9.



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009

Gráfico 9. Turnover médio anual dos principais títulos negociados no mercado secundário

Esta queda nos níveis de negociações dos títulos pré-fixados nos últimos quatro anos é decorrente não da queda dos volumes negociados, mas sim do aumento dos estoques em poder do público. A partir dos dados coletados no BACEN, pode-se observar que ao longo de todo o período da amostra, houve aumento nos montantes movimentados no mercado secundário, no entanto este aumento não foi proporcional ao aumento do estoque de títulos que ocorreu nesse período. Considerando os períodos entre janeiro de 2001 a dezembro de 2004 o estoque de títulos pré-fixados passou de 74,08 bilhões para 162,76 bilhões, em contrapartida considerando o estoque no final de 2008, este correspondeu a 407,16 bilhões. Contudo, visto que nos últimos quatro anos da amostra considerada o estoque de títulos pré-fixados sofreu relevante salto, os volumes negociados no mesmo período permaneceram constantes (com leves variações de aumento).

Não obstante os papéis pré-fixados sendo considerados títulos públicos de alta liquidez no mercado secundário, observa-se que somente uma modalidade de título não garante uma liquidez constante. Assim, calcado em altos índices de apenas uma modalidade de título público bem como em índices de baixíssima representatividade dos demais, pode-se afirmar a partir destes dados a debilidade que apresenta o mercado secundário de títulos públicos nacionais no que se refere a sua liquidez. Obviamente não se pode afirmar que é um mercado ilíquido, ou um mercado “seco”, no entanto, não se

pode afirmar que é um mercado de alta liquidez. Uma importante consideração a ser feita com base nos dados apresentados é que nos últimos anos o mercado secundário de títulos públicos vem sofrendo considerável perda de liquidez.

A baixa liquidez do mercado secundário nacional vem alimentando inúmeras pesquisas, visto sua relevância e importância, quando relacionado aos benefícios que uma alta liquidez proporciona à administração da DPMFi. Desta forma, instituições como a ANDIMA e o Tesouro Nacional vêm adotando medidas que visam reverter esse quadro e buscar uma maior liquidez para o mercado secundário de títulos públicos.

4.3 Liquidez do mercado secundário e DPMFi

Procurou-se ao longo da presente pesquisa, reunir indicadores do mercado secundário de títulos públicos com o objetivo de traçar um perfil de comportamento desse mercado, e principalmente de liquidez do mesmo, nos últimos anos. Não obstante o comportamento do índice de *turnover* nos últimos quatro anos, apresentado na seção anterior, já demonstra um mercado que vêm perdendo liquidez, outros indicadores também apontam para a mesma direção. De acordo com SILVA (2007), quando comparado com outros países, o mercado nacional de títulos públicos apresenta evidências que apontam para um mercado menos ativo.

As evidências de baixa liquidez do mercado de títulos públicos brasileiro são expressas pelo baixo volume de negociações realizadas no mercado secundário e pelo bid ask spread muito elevado, em comparação aos mercados de outros países. (SILVA, 2007, pg. 9)

Assim, partindo dos dados apresentados até então, a afirmação de que o Brasil apresenta um mercado secundário de títulos públicos de baixa liquidez está embasada nos seguintes argumentos; (i) visto que os títulos pré-fixados são considerados títulos de alta liquidez e de acordo com a ANDIMA estes têm características de maior negociabilidade, observado à possibilidade de ganho na troca de posição, enfatizou-se no capítulo anterior a relevância dos títulos pré-fixados nos montantes movimentados no mercado secundário. No entanto, o *turnover* dos papéis pré-fixados apresentou uma forte tendência de queda, atingindo no ano de 2008 o menor índice dos últimos oito anos. O forte aumento dos estoques (principalmente dos papéis pré-fixados) ocorrido

nos últimos quatro anos pode ser identificado como fator que ocasionou a queda do índice. Logo, a perda de liquidez de papéis que são considerados de alta liquidez é um indicador contundente de que o mercado perde níveis de negociabilidade. (ii) o baixo índice de operações definitivas no mercado secundário, de acordo com SILVA (2007), também é um indicador de baixa liquidez do mercado. No Brasil, esta característica é predominante, considerando os dados a partir de 2001, o volume total de operações definitivas anuais no mercado secundário não atinge 10% do montante total movimentado ao ano. Em dezembro de 2008 as operações definitivas representaram 0,89% do total das movimentações. Segundo a ANDIMA (2003), a utilização de operações com títulos públicos com compromisso de recompra (ou revenda) é uma forma de minimizar o risco de mercado. (iii) a alta concentração da posse dos títulos públicos e a baixa participação da pessoa física como detentor de títulos da DPMFi, de acordo com a ANDIMA e o Tesouro Nacional, também é um fator que prejudica o nível de liquidez do mercado secundário. No capítulo anterior, observou-se o perfil da DPMFi no que tange aos seus detentores, e foi possível notar a pífia participação do investidor pessoa física. De acordo com dados do BACEN, nem 1% dos títulos públicos estão diretamente em poder desta classe de investidor, considerando dados de dezembro de 2008.

Partindo desta ótica e tendo por base os dados apresentados, nota-se então que o mercado secundário de títulos públicos nacional realmente apresenta liquidez precária. Seja ela por qualquer dos indicadores abordados anteriormente, o baixíssimo risco de crédito desses ativos não elimina por si só o risco de mercado identificado na presente pesquisa.

Sendo assim, a construção de um mercado secundário com elevada liquidez é de grande valia e objetivo perseguido por instituições como a ANDIMA, o BACEN e o Tesouro Nacional, visto que as vantagens de tal característica é de suma importância, principalmente em se tratando do custo de DPMFi. A relação inversa entre a liquidez do mercado de títulos públicos e o custo da dívida está presente nos debates atuais sobre o tema.

Uma baixa liquidez no mercado de títulos públicos prejudica o gerenciamento da dívida bem como o financiamento do Estado, visto que quanto menor a liquidez maior o prêmio de risco, o que de certa forma irá prejudicar também futuras emissões primárias de títulos com prazos mais longos com menores taxas de juros, salientando que por conta do risco de mercado, títulos de maior duração terão que ser emitidos com maiores

juros, aumentando o custo de financiamento do governo bem como o custo social da dívida. (SILVA, 2007)

Ainda a respeito dos benefícios que uma alta liquidez do mercado secundário proporciona ao gerenciamento da dívida, SÁ (2007, pg. 2) enfatiza que tal liquidez

(...) permite aumentar a eficiência no gerenciamento da Dívida Pública Mobiliária Federal interna. Supõe-se que um mercado secundário ativo seja capaz de reduzir significativamente o custo do serviço da dívida pública, já que viabiliza uma composição de dívida com perfil de maior prazo e menor taxa de juros (custo).

Contudo, visto como de essencial importância ajustes no mercado secundário de títulos públicos objetivando alcançar um mercado mais ativo do que o existente, ANDIMA (2003), bem como CORREIA (2005), enfatizam que o aumento da demanda por títulos públicos e por consequência um aumento da liquidez deste mercado é benéfico para a sociedade em geral, proporcionando uma operacionalidade com menores custos (tanto para governo quanto para os detentores dos títulos) e uma maior eficácia à política monetária aumentando a velocidade de ajustes das taxas de juros (a termo e de curto prazo).

Neste sentido, diversas medidas vêm sendo adotadas pelas autoridades monetárias, principalmente pela ANDIMA e o Tesouro Nacional, com o objetivo de ampliar a liquidez do mercado secundário. Relatórios sobre o mercado de títulos são publicados periodicamente pela ANDIMA na busca de dar maior transparência a esta modalidade de investimento, bem como dar maior proximidade deste mercado às pessoas físicas. Buscar o investidor pessoa física é também um dos maiores desafios para a ANDIMA e o Tesouro Nacional visto a irrelevante participação destes como detentores de títulos da DPMFi. Logo, aumentar a participação das pessoas físicas significa diversificar a demanda pelos papéis da DPMFi bem como aumentar as possibilidades de negócios no mercado secundário. Tal mecanismo vem sendo adotado desde 2002 em que o Tesouro Nacional possibilitou o acesso às pessoas físicas aos leilões primários via internet.

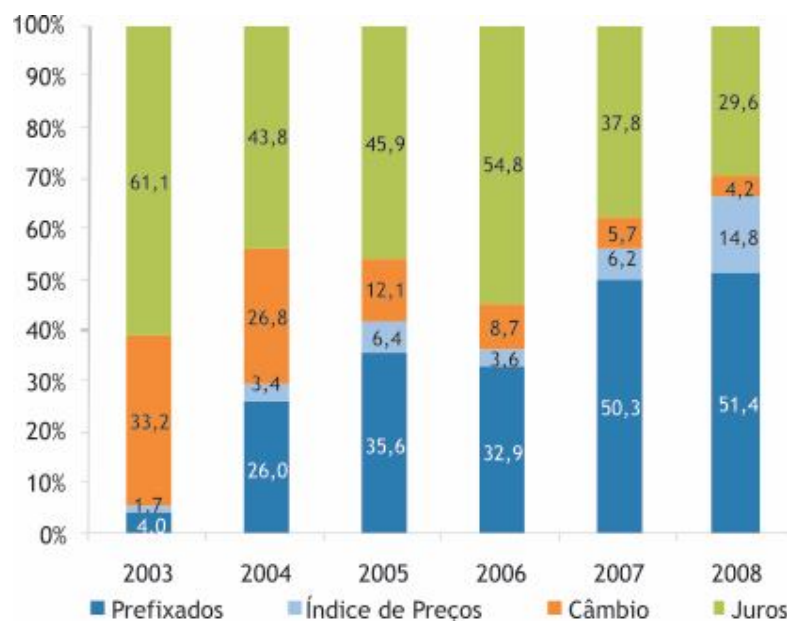
Reduzir a participação dos papéis indexados a Selic na composição da dívida, também é um esforço a ser realizado pelo Tesouro Nacional e o BACEN. Como dito anteriormente, os investidores que obtêm papéis pré-fixados estão mais propensos à negociação no mercado secundário visto a possibilidade de ganho com as variações dos preços dos ativos. Comportamento contrário aos detentores de ativos indexados, em que

estes procuram manter a posição até o vencimento do papel, não contribuindo praticamente em nada para a construção de um mercado mais líquido. Todavia, observou-se na presente pesquisa que somente o aumento da participação de títulos pré-fixados na composição da DPMFi não é o bastante para compor um mercado mais líquido. Este movimento já pode ser notado a partir dos dados apresentados em que se tem um aumento no volume de títulos pré-fixados no mercado, sem resposta de um aumento de liquidez do mesmo.

No entanto, de acordo com dados do Tesouro Nacional, o aumento do volume em mercado de títulos pré-fixados é um objetivo que vem sendo perseguido pelos gerenciadores da DPMFi a anos. Basicamente, dois motivos estão por trás desta postura adotada pelo Tesouro Nacional: Primeiramente, busca-se reduzir o risco de financiamento da DPMFi e em segundo lugar, concentram-se esforços para substituir os títulos indexados a Selic por títulos pré-fixados, diminuindo a participação dos títulos indexados no montante da DPMFi. Sendo assim, a partir dos relatórios do Tesouro Nacional, observa-se que não há por parte dos gerenciadores da dívida, uma preocupação relevante quanto à perda de liquidez que o mercado vem sofrendo por conta do aumento do volume de títulos pré-fixados. Concentram-se medidas para sim buscar a redução do risco de financiamento da dívida pública, independente dos efeitos que tal diretriz vem ocasionando.

A alteração do perfil da DPMFi para uma dívida composta por maior parcela de títulos pré-fixados, bem como uma dívida de longo prazo, é um dos caminhos seguidos pelo Tesouro Nacional e está intimamente atrelada ao brusco aumento do volume de títulos pré-fixados em mercado.

No tocante ao risco de financiamento da DPMFi, de acordo com relatórios do Tesouro Nacional (2009), este será menor quão for menor a parcela da dívida vincendo em doze meses. Nesse sentido, o Tesouro Nacional atua de duas formas; (i) nos últimos anos, como já analisado no decorrer da presente pesquisa, aumentou a participação dos títulos pré-fixados na composição da dívida vincendo em doze meses, como ilustrado no Gráfico 10.

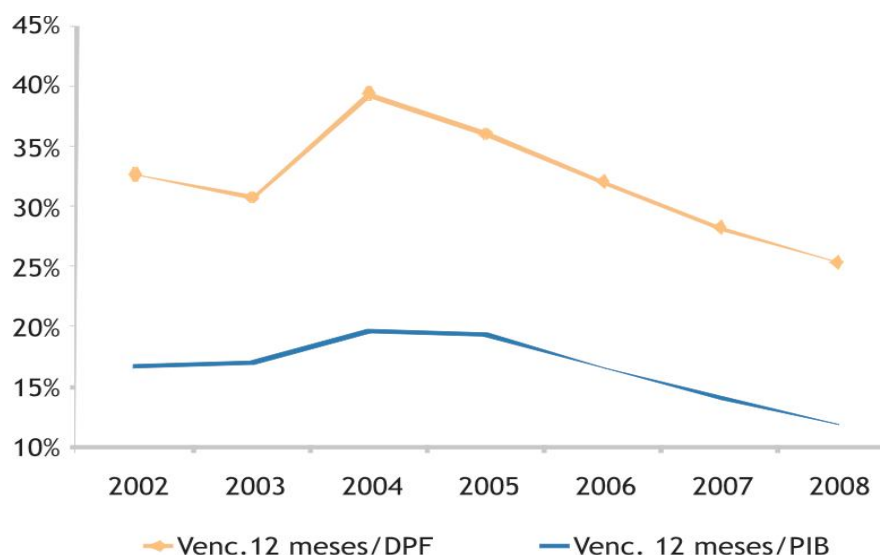


Fonte: Tesouro Nacional, 2009

Gráfico 10. Perfil de vencimento de curto prazo (até 1 ano) da DPMFi – por tipo de rentabilidade

O aumento da participação de papéis pré-fixados no montante da dívida vincendo em até um ano, proporciona, no gerenciamento da dívida, uma menor volatilidade a choques de juros no mercado nacional. Possíveis aumentos na taxa de juros de curto prazo provocarão aumentos em menores proporções da dívida pré-fixada, ao contrário do que ocorreria com a parcela de dívida indexada, proporcionando maiores condições e facilidades de gerenciamento em situações inesperadas. (Tesouro Nacional, 2009)

Além da redução da participação dos títulos indexados à Selic no montante da dívida vincendo em doze meses, (ii) buscou-se também nos últimos anos um alongamento nos prazos da DPMFi reduzindo o montante total da dívida de curto prazo. Menor é o risco de financiamento do Governo quanto menor for o montante da dívida vincendo em até um ano. Nesse sentido, de acordo com os dados do Gráfico 11, houve consideráveis avanços nesse caminho.



Fonte: Tesouro Nacional, 2009

Gráfico 11. Evolução da parcela da dívida vencida em 12 meses.

Contudo, a acentuada queda do índice de *turnover* observada na seção anterior, ocasionada principalmente pelo aumento do estoque de títulos pré-fixados em poder do público, é explicada pelas diretrizes que estão sendo adotadas pelo Tesouro Nacional no que concerne ao gerenciamento da dívida e a busca pela redução do risco de financiamento do Estado. Pode-se observar que, a partir de 2004, como mostra o Gráfico 11, o risco de financiamento do governo vem caindo de forma considerável, salientando o aumento do prazo médio da DPMFi a partir desse mesmo período. Conforme dados do BACEN (2009), em 2004 o prazo médio da dívida estava próximo de 2,5 anos, já no final de 2008 é possível observar um alongamento de quase um ano no prazo médio da DPMFi. (Ver ANEXO 4)

Um novo perfil de dívida pública também vem sendo alcançado, além de uma dívida com prazo de vencimento mais longo, o aumento dos títulos pré-fixados de longa duração (NTN-F) no montante total, proporciona maior agilidade e potencialidade à política monetária nacional, visto que um perfil de dívida posicionada em títulos pré-fixados reduz de forma considerável o efeito renda e o efeito riqueza nos movimentos da taxa de juros, contrariamente o que ocorreria com um perfil de dívida posicionada em títulos indexados a taxa de juros.

5 CONCLUSÃO

Pode-se concluir que dentre os instrumentos clássicos de política monetária partindo das leituras realizadas de autores como CARVALHO (2000) e MISHKIN (2000), o instrumento de “Mercado Aberto” (*open market*) se configura o mais importante para as autoridades monetárias. Aliado a este contexto, o mercado de títulos públicos assume importância fundamental para que as intervenções, ou ajustes monetários, atinjam seus objetivos.

Além desse papel de extrema importância vinculado ao instrumento de política monetária, pode-se observar que o mercado de títulos públicos também assume importante papel no que se refere ao financiamento do Estado. Dentre as possíveis formas de financiamento, como a Taxação (impostos) e a emissão de moeda, a emissão de títulos públicos, de acordo com a ANDIMA, é a forma mais eficaz de financiamento visto sua capacidade de atrair recursos sem risco de descontrole inflacionário ou altas taxas de impostos, como outras formas causariam.

Destarte, esclarecido que os papéis da DPMFi são ativos financeiros, estes precisam atrair investidores e criar uma demanda de mercado. Logo, em momentos vividos pela economia nacional de altas taxas de juros e fortes crises inflacionárias, títulos indexados sempre compuseram grande parte de dívida pública. Não obstante, nos últimos anos a composição da DPMFi vem se alternado. Pode-se observar a relevante participação dos títulos pré-fixados e que hodiernamente representam mais de 30% da dívida, alteração ocasionada pelo momento em que vive a economia nacional, com quedas consecutivas da taxa básica de juros e com a inflação sob controle.

Notou-se no decorrer da pesquisa a relevância dos títulos pré-fixados no total das movimentações ocorridas no mercado secundário. Observou-se também, que a grande maioria dessas operações são operações compromissadas, realizadas pelas instituições financeiras e pelo BACEN. No tocante a essas operações, as movimentações com papéis pré-fixados somam sua imensa maioria, característica que colabora para com a liquidez do mercado, observado as possibilidades de ganhos com variações de preços que estes títulos proporcionam aos seus detentores. Tal peculiaridade, que não se observa em papéis indexados, explica, de acordo com a ANDIMA, a diferença entre o nível de liquidez observado entre títulos pré-fixados e títulos indexados. Investidores com posição em títulos pré-fixados estão mais propensos

a realizarem negociações no mercado secundário, situação contrária dos detentores de títulos indexados, em que estes apresentam um perfil mais “conservador” e procuram ficar com os papéis até sua data de vencimento.

No entanto, observado tal característica de negociabilidade entre os títulos pré-fixados e indexados, a análise do índice de *turnover* realizada para os últimos oito anos de negociações no mercado secundário mostra que os títulos pré-fixados realmente apresentam um patamar de liquidez maior em comparação com papéis indexados. Em contrapartida, os índices de *turnover* encontrados ilustram acentuada queda no nível de negociações no mercado secundário. Dito isso, a partir de indicadores apresentados, construiu-se a tese de que, hodiernamente, o Brasil obtém um mercado secundário de títulos públicos de baixa liquidez.

A alta concentração dos títulos públicos em posse das instituições financeiras e dos fundos de investimentos, bem como o baixo nível de operações definitivas no mercado secundário brasileiro, ilustram um perfil de mercado de baixa liquidez. Contudo, calcado principalmente no índice de *turnover*, observou-se que, além da discrepância entre o nível de liquidez encontrado para as diferentes espécies de títulos públicos, nota-se nos últimos quatro anos uma considerável perda de liquidez do mercado secundário, observado a queda do nível de negociabilidade dos títulos pré-fixados.

Não obstante, salientando a importância de um mercado secundário de títulos públicos de alta liquidez e sua relação para com o custo da dívida pública, observado em estudos da ANDIMA e dentre outros apresentados no decorrer da presente pesquisa, atribui-se a queda no índice de *turnover* às diretrizes de gerenciamento da DPMFi adotadas pelo Tesouro Nacional. Se por um lado foi detectada uma perda de liquidez por conta do aumento do volume emitido de títulos pré-fixados, do outro, o Tesouro Nacional, em decorrência dessa maior participação de papéis pré-fixados no montante da dívida, vem alcançando um perfil de dívida em que reduz principalmente o risco de financiamento do Estado.

Por fim, está exposta aqui a importância de se construir um mercado de títulos públicos com alta liquidez e a partir dos dados apresentados ao longo desta pesquisa, nota-se que o Brasil vem traçado um caminho contrário a esse objetivo. O Tesouro Nacional juntamente com o BACEN explicitam preocupações para com o custo e o risco da dívida, no entanto as medidas adotadas para a redução destas duas variáveis não de encontro à ampliação da liquidez do mercado. Observado que os títulos pré-fixados

apresentam uma liquidez superior aos títulos indexados, pode-se concluir também que apenas o aumento da emissão de títulos pré-fixados não proporciona aumento de liquidez do mercado secundário. As possibilidades de ganhos com variações de preços desta espécie de papel e com isso um nível de negociabilidade maior que este apresenta, em comparação com títulos indexados, não garantem por si só liquidez automática. Se fosse sim, as políticas de gerenciamento da dívida adotadas pelo Tesouro Nacional estaria caminhando nas duas direções, em que, aumentado o volume dos títulos pré-fixados em mercado estaria construindo um perfil de dívida onde, proporcionaria um alongamento da DPMFi, reduzindo o custo e o risco de financiamento do Estado e ao mesmo tempo, estaria aumento a liquidez do mercado secundário.

Contudo, os resultados encontrados não são esses, observa-se desta forma que, as diretrizes da política de gerenciamento de dívida estão provocando perda de liquidez do mercado secundário, no entanto, alcançando resultados de redução do risco da dívida. Logo, pode-se concluir que, apesar de se obter sucesso no que se refere ao alongamento do prazo da dívida, tal trajetória, aliada a um perfil de liquidez decrescente do mercado secundário, poderá proporcionar maior prazo de duração da DPMFi a maiores custos.

REFERÊNCIAS

ANDIMA. **Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro**. Disponível em: < <http://www.andima.com.br>> . Vários acessos.

ANDIMA. **Dívida Pública. Relatório Econômico** Rio de Janeiro: 1994. 176p

ANDIMA. **Dívida Pública: Propostas para ampliar a liquidez. Relatório Econômico**. Rio de Janeiro: 2003. 102p

ANDIMA. **Transparência e liquidez. Relatório Econômico**. Rio de Janeiro: 2006. 51p

BACEN. **Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>. Vários acessos.

BLANCHARD, Olivier (Olivier J.). **Macroeconomia**. 3. ed. tradução Mônica Rosemberg; revisão técnica Eliezer Martins Diniz, Aglas Watson Barrera; São Paulo: Prentice Hall , 2004. 620p

BRESSAN, A. A. ; ALVES, R. A. ; CAETANO, Riquelme Aparecida ; IQUIAPAZA, Robert Aldo . **Modelagem Multifatorial da Estrutura a Termo de Juros de Títulos Públicos Prefixados utilizando Análise de Componentes Principais**. 2007. (Apresentação de Trabalho/Congresso).

CARVALHO, F. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 454p.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: UNESP, IE – Unicamp, 2002. pg. 265 – 308.

CORREIA, L. F. ; AMARAL, H. F. **Existe um efeito da liquidez? Evidências do mercado brasileiro**. In: XXVIII Encontro Nacional da Engenharia da Produção. Rio de Janeiro: 2008.

CORREIA, Fernando Motta. UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA Programa de Pós-Graduação em Economia. **Política fiscal e sustentabilidade da dívida pública : uma análise para o período pós 1994 no Brasil.** Florianópolis, 2005. 67 f. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em Economia

FANINI, Valter. **Dívida Pública Mobiliária e Mercado de Títulos Públicos.** 2005. 106 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Departamento de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2005. Disponível em: <www.ufpr.br>. Acesso em: 10 nov. 2008.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços.** 15. ed. rev. e ampl Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 624p

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Claudia. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil.** 2. ed. rev. e atual Rio de Janeiro: Campus, 2000. 475p.

IPEADATA. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.** Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Vários acessos.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de metodologia científica.** 3a ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1991. 270p.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, bancos e mercados financeiros.** 5. ed Rio de Janeiro: LTC, 2000. 474p. Cap. 18 e 19

SA JUNIOR, E. . **Mercado Secundário de Títulos Públicos no Brasil: Medidas de Liquidez e Determinantes do Spread de Compra e Venda para o mercado de LTNs.** 2007. (Apresentação de Trabalho/Congresso).

SILVA, Ana Lúcia P. **Liquidez e microestrutura do mercado de títulos públicos no Brasil.** 2007. (Apresentação de Trabalho/Seminário).

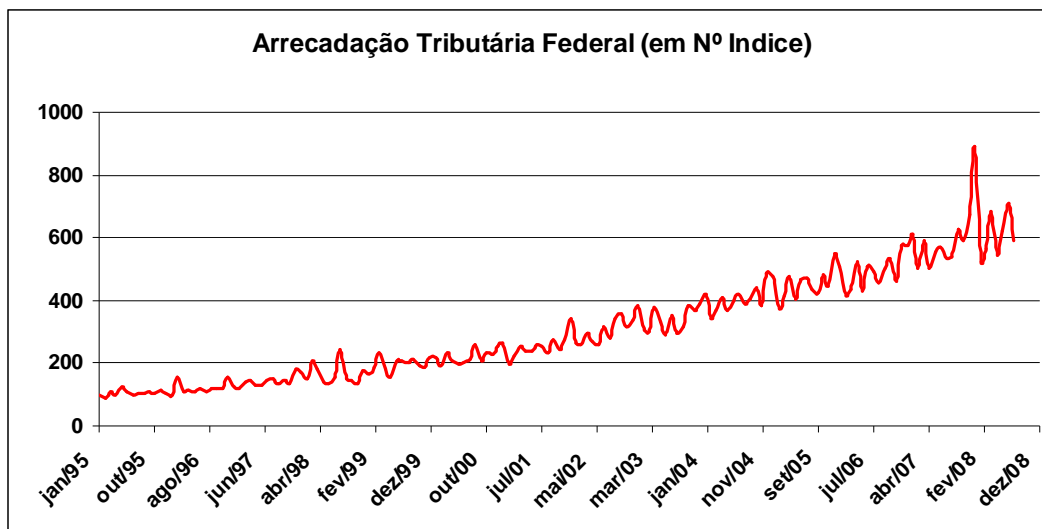
TESOURO NACIONAL. **Relatórios de Política Anual de Financiamento.** Disponível em: <www.tesouronacional.gov.br>. Acessado em: 10 agosto de 2009

TESOURO NACIONAL. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>. Vários acessos.

ANEXOS

Anexo 1

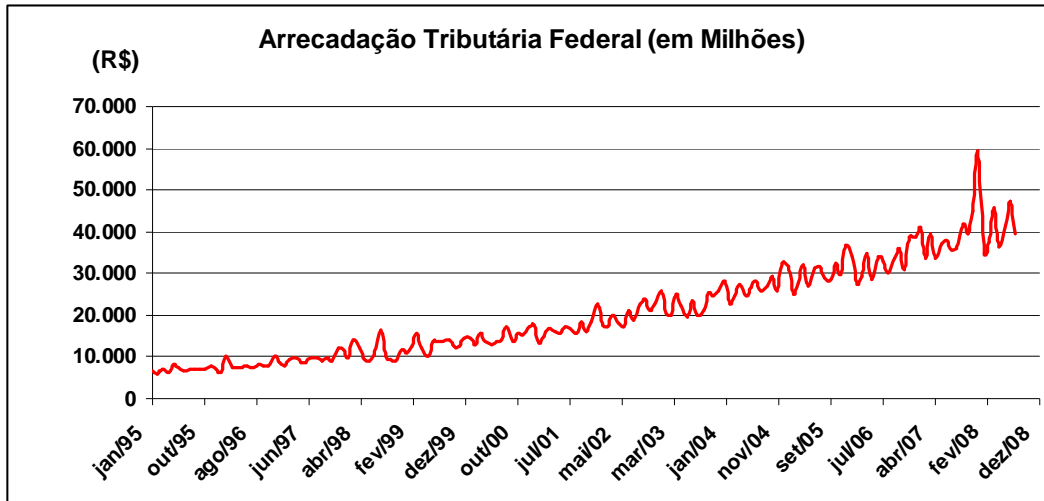
Evolução da Arrecadação Tributária Federal (em número índice)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA, 2008

Anexo 2

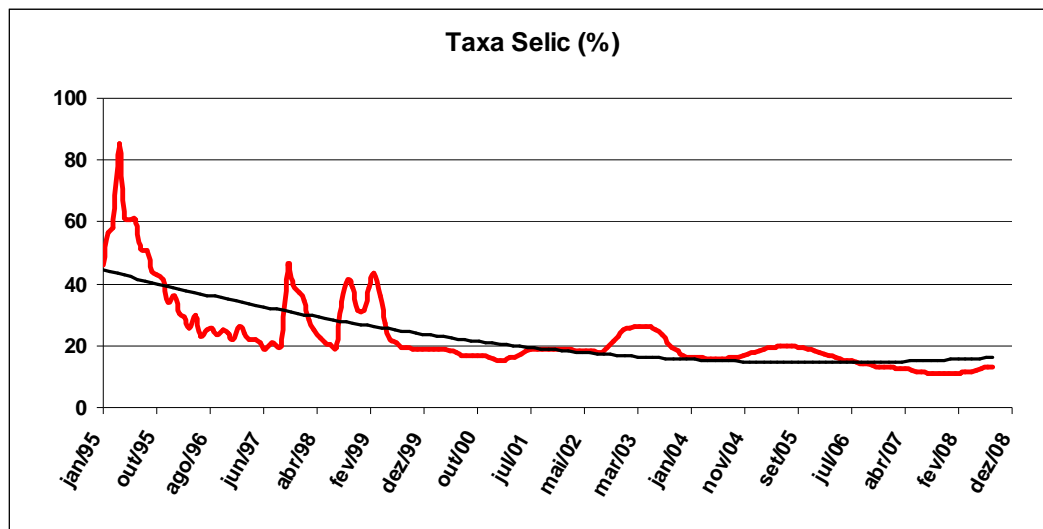
Evolução da Arrecadação Tributária Federal (em Milhões)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA, 2008

Anexo 3

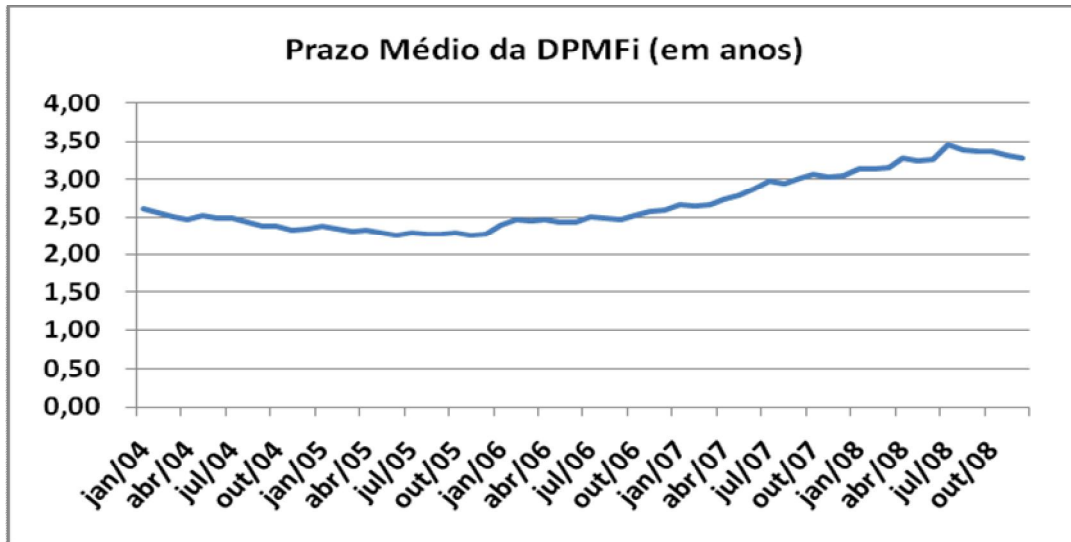
Evolução da Taxa Selic



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2008

Anexo 4

Evolução do prazo médio da DPMFi



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN, 2009