

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PAOLA BOTTINI ABRÃO

**LIQUIDEZ DO MERCADO DE RENDA FIXA NO BRASIL: DESENVOLVIMENTO,
ANÁLISE E CONSEQUÊNCIAS**

SÃO PAULO, BRASIL
2022

PAOLA BOTTINI ABRÃO

**LIQUIDEZ DO MERCADO DE RENDA FIXA NO BRASIL: DESENVOLVIMENTO,
ANÁLISE E CONSEQUÊNCIAS**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. José Carlos de Souza Santos

SÃO PAULO, BRASIL

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

Bottini Abrão, Paola

Liquidez do Mercado de Renda Fixa no Brasil: desenvolvimento, análise e consequências – São Paulo, 2022.

Nº de páginas: 40

Área de concentração: Renda Fixa, Finanças.

Orientador: Prof. Dr. José Carlos de Souza Santos.

Tese de Bacharel em Economia – Universidade de São Paulo.

1. Renda fixa; 2. Liquidez; 3. Investimentos

AGRADECIMENTOS

À minha família, representada pela minha mãe, Patrícia, que sempre me apoiou apesar das dificuldades e fez de tudo para que eu pudesse concluir meus estudos, e pelo meu irmão, Alexandre, que me traz a paz e calma necessárias para enfrentar momentos de incerteza e ansiedade.

À minhas companheiras Lady e Queen, que sempre estiveram ao meu lado, de forma leal e amorosa.

Aos amigos que tive a sorte de fazer durante a graduação, pelas risadas, apoio e companheirismo ao longo desses anos. Em especial Larissa, Gustavo e Victor, que estiveram junto comigo no curso desde o início.

Ao Cursinho FEAUSP, entidade que contribuiu imensamente para meu desenvolvimento no início da faculdade, me trazendo grandes amigos e conforto em momentos difíceis, além de tudo que pude aprender ao fazer parte desse projeto lindo.

Ao Prof. Dr. José Carlos de Souza Santos, pela orientação e aprendizados durante o trabalho.

À FEA-USP, que se tornou minha segunda casa e refúgio durante 4 anos e me ensinou muito mais do que apenas Economia.

RESUMO

O presente trabalho busca entender os motivos pelos quais há tantas diferenças em termos de desenvolvimento dos mercados de renda fixa pública e privada no Brasil. Nesse país, o mercado privado de dívidas é muito mais raquítico se comparado com o outro. Os motivos principais para que isso ocorra são 3: a competição com o mercado de títulos públicos, que é extremamente atraente; a falta de uma transparência e facilidade em negociações razoável para que o investidor se sinta atraído a transacionar; e a falta de uma figura forte de formador de mercado, o *market-maker*. Por isso, seria necessário realizar reformas estruturais no Brasil para que o mercado privado de renda fixa se desenvolva. O mercado brasileiro é bastante formado pelos bancos como agentes investidores e não apenas emissores, e é também objetivo diversificar a base de investidores, para que seja construído um mercado mais forte e estruturado.

Palavras-chave: Renda Fixa, Títulos Públicos, Títulos Privados, Liquidez, Investimentos.

Classificação JEL: G11, G29, E44

ABSTRACT

This paper intends to understand the reasons why there are so many differences in terms of fixed income market development in Brazil, for both government and corporate bonds. In this country, the private debt market is much smaller in comparison to the other one. There are 3 main reasons for this: competition with the government bond market, which is extremely attractive; the lack of transparency and ease in negotiating so that the investor feels compelled to make a transaction; and the lack of a strong market-maker figura. Therefore, it would be necessary to make structural changes in Brazil to make the private bonds develop. The Brazilian market is mainly composed by banks as investors and not only issuers, and to diversify the investor base is also a goal, to build a stronger and more structured market.

Key words: Fixed Income, Government Bonds, Corporate Bonds, Liquidity, Investments.

JEL Classification: G11, G29, E44

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURAS

Figura 1 - Fluxo de investimento em NTN-B.....	14
Figura 2 - Fluxo de investimento em NTN-B Principal.....	14
Figura 3 - Fluxo de investimento em NTN-F.....	14
Figura 4 - Fluxo de investimento em LFT.....	15
Figura 5 - Pilares de desenvolvimento.....	26

GRÁFICOS

Gráfico 1 - Estoques de títulos de dívida pública (em R\$ bilhões).....	20
Gráfico 2 - Taxa Selic (início da pandemia - outubro/2022).....	21
Gráfico 3 - Estoques de títulos de dívida privada (em R\$ bilhões).....	22
Gráfico 4 - Taxa de crescimento do PIB real (em %).....	24
Gráfico 5 - Investidores da DMPFi no mercado – junho/2001 a dezembro/2008.....	28
Gráfico 6 - Estoques de títulos privados nos EUA, 2006-2013.....	30
Gráfico 7 - <i>Spreads</i> das transações de 2003 a 2015.....	32

TABELAS

Tabela 1 - Estoque dos títulos de renda fixa públicos - R\$ bilhões.....	19
Tabela 2 - Estoque dos títulos de renda fixa privados – R\$ bilhões.....	22
Tabela 3 - Participação por investidor na DMFI (em % do total).....	29

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	PROBLEMA	8
1.2	OBJETIVOS	8
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	10
3	TÍTULOS DE RENDA FIXA BRASILEIROS.....	13
3.1	O MERCADO DE TÍTULOS DE RENDA FIXA PÚBLICA	13
3.2	O MERCADO DE TÍTULOS DE RENDA FIXA PRIVADA.....	15
3.2.1	TÍTULOS DE DÍVIDA BANCÁRIA.....	15
3.2.2	TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA	17
4	DESENVOLVIMENTO	19
4.1	DADOS – ESTOQUES NO BRASIL	19
4.2	MOTIVOS	22
4.3	INVESTIDORES DE TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA.....	28
4.4	COMPARATIVO INTERNACIONAL	30
4.5	IMPLICAÇÕES	33
5	CONCLUSÃO.....	35

1 INTRODUÇÃO

1.1 PROBLEMA

No que se refere ao mercado de renda fixa brasileiro, existem 2 tipos de títulos: os públicos e os privados. Os títulos públicos são os títulos emitidos pelo governo federal, destacando-se as Letras do Tesouro Nacional (LTN), as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e as Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) e série F (NTN-F). Parte desses títulos são indexados à taxa de juros básica do Brasil, a Selic, o que ocorre por herança do período de alta inflação e instabilidade da economia.

Já os títulos de renda fixa privada são títulos emitidos por empresas, que podem ou não ser instituições financeiras. Predominam os títulos de dívida bancária, como Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e os Recibos de Depósitos Bancários (RDB), além dos títulos de dívida corporativa, com destaque para as debêntures.

Esses títulos, sejam eles os públicos ou os privados, possuem desempenho e rentabilidade muito ligados à situação econômica pela qual o país está passando em certo período. Ambos os mercados são afetados por flutuações na taxa de juros, na inflação, e nas instabilidades da economia como um todo. No entanto, o mercado de títulos de renda fixa privado não consegue competir com o mercado de renda fixa pública: este último é muito mais atrativo.

Títulos públicos possuem alta liquidez e rentabilidade e baixo risco, e os títulos privados não conseguem competir com esse mercado. Eles possuem um alto custo de captação para seus emissores, fazendo com que muitas vezes o retorno esperado desses papéis não compense esses gastos. Principalmente em momentos marcados pela incerteza econômica no país, investidores preferem alocar seus recursos em títulos emitidos pelo Tesouro.

1.2 OBJETIVOS

Observando-se o mercado de renda fixa brasileira, percebe-se que os títulos privados emitidos são muito menos atraentes para os investidores do que os títulos públicos. Nesse trabalho, serão levantadas hipóteses e buscados motivos para que isso aconteça de forma tão significativa quanto ocorre no Brasil. Para além disso, é

importante salientar que o mercado de títulos de dívida corporativo pode ser utilizado como base para um novo sistema de crescimento econômico, sendo seu motor principal o investimento privado.

Para que o país passasse de um modelo de crescimento baseado no consumo para um modelo baseado no investimento, seriam necessárias mudanças estruturais e mudanças de cultura dos agentes envolvidos, para que seja criado um ambiente propício a se mobilizar capital em títulos privados de longo prazo. Voltando-se para o cenário mundial, pode-se dizer que isso vai ocorrer, principalmente com a perspectiva de normalização da política norte americana. Formuladores de políticas podem olhar para esses títulos cada vez mais como uma maneira real de se financiar o crescimento da economia

A incapacidade dos papéis emitidos pelas empresas e pelos bancos em competir com os papéis emitidos pelo Tesouro é notória no país. Esse último tem por histórico uma elevada taxa de juros, além de baixíssimo risco. Fala-se de ter uma melhor liquidez no mercado privado quando a taxa de juros brasileira cair, mas mesmo em momentos em que a taxa cai o mercado público continua sendo muito mais líquido.

Por conta desses desafios de mudança estrutural, a ANBIMA já tem criado iniciativas complementares ou de apoio a ações do governo, em uma tentativa de estimular liquidez e transparência no mercado.

Portanto, a contribuição aqui será a de entender os fatores que levam a essa estrutura no mercado brasileiro, compreender as motivações, analisar as medidas já tomadas e sua eficiência e entender de que forma se poderia realizar alterações no mercado para que se possa utilizar essa nova maneira de financiamento do desenvolvimento no Brasil.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Diversos trabalhos abordam a questão de como o mercado de títulos corporativos e bancários de renda fixa é ilíquido e com baixo volume transacional no Brasil. Há principalmente 2 diferentes abordagens sobre o tema: explicar como o mercado de renda fixa no Brasil funciona, trazendo possíveis razões estruturais pelas quais a parcela de títulos privados é mais raquítica, ou abordar como poderia se mudar a estrutura de desenvolvimento econômico e social no Brasil para uma estrutura na qual se investisse em títulos de dívida corporativa visando esse propósito. Seria uma ideia de realizar investimentos privados para obter retorno no âmbito público.

Mohanty (2002) traz um estudo sobre como melhorar a liquidez de mercado, principalmente em se tratando de países emergentes. Ele discute políticas que podem ser adotadas nesses países para a dinamização desses mercados, através de políticas ou reformas estruturais. Para fins desse trabalho, será feito esse estudo com foco em Brasil.

Wolf, Oliveira e Palludeto (2017) realizaram um estudo sobre a iliquidez do mercado de títulos privados brasileiros. Olhando para o período 2006-2016, eles observam como as emissões de títulos privados cresceram nesses anos e diminuíram sua diferença para a emissão de títulos públicos, mesmo assim continuam muito atrás. No entanto, na literatura os autores deixam claro a existência de circunstâncias excepcionais para que esse crescimento ocorresse, não podendo, portanto, ser considerado uma regra ou uma tendência.

Para que o mercado de títulos de renda fixa privada no Brasil seja aprofundado e ampliado, em seu trabalho os autores defendem que deve haver reformas estruturais no país. Em primeiro lugar, seria necessária uma redução da taxa de juros básica. A Selic tem sua administração voltada para o cumprimento das metas preestabelecidas de inflação, e com isso acabam sendo excessivamente elevadas, prejudicando o mercado privado ao beneficiar fortemente o mercado de títulos públicos. Além disso, defendem também que deve haver uma reforma no mercado de títulos públicos, dado que sua elevada liquidez e rentabilidade torna os papéis de empresas e bancos extremamente não atrativos, sendo oferecidos em condições desvantajosas ao investidor. Em terceiro lugar, Wolf, Oliveira e Palludeto comentam sobre a necessidade de desenvolver o mercado secundário de títulos de dívida

privada para que se possa negociar os ativos de forma rápida e eficiente, com baixos riscos financeiros.

Seguindo essa linha, Paula e Faria Jr (2012) observam o mercado brasileiro para tentar entender se títulos de renda fixa públicos e privados são complementos ou concorrentes entre si, analisando fatores conjunturais e estruturais que possam ter interferido no crescimento ou não desses dois mercados. Observa-se principalmente 2 pontos principais: o contexto macroeconômico no país ao longo dos anos, e quais seus efeitos no mercado, e o contexto institucional desses dois mercados, com a intenção de compreender qual o efeito que um possui sobre o outro.

Almeida e Bazilio (2015) também dissertam sobre o desenvolvimento do mercado secundário, com enfoque no mercado de debêntures. Em seu trabalho, concluem que a liquidez desse mercado está em evolução, ainda que seja menor se comparada ao mercado público. Para entender a liquidez desses mercados, é necessário entender o ambiente econômico no qual ele está inserido.

Sobre o mercado secundário de debêntures, também há uma análise sobre a forma com que os títulos são negociados. O mercado secundário brasileiro é essencialmente negociado em balcão, com pouca utilização de plataformas eletrônicas, o que dificulta compras e vendas e, portanto, a liquidez. Existem iniciativas para modernizar esse mercado, como a criação do Sistema Reune Anbima, em 2012, que facilita o processo de formação de preços e a visibilidade dos títulos que estão em negociação. No entanto, ainda é um fator que dificulta a ampliação da liquidez desse mercado, e está em desenvolvimento no país.

Investidores também se posicionam a respeito da liquidez do mercado. Cunha (2021) publicou uma nota dissertando sobre o assunto, e assim como outros autores, também fala sobre a elevada concorrência que os títulos privados têm com o Tesouro, principalmente por conta da histórica alta taxa de juros brasileira. Ele também menciona e incentiva a figura do *Market Maker* (que não evoluiu no Brasil), que seria uma entidade que proporciona liquidez para o mercado. Além disso, o fato de grandes *players* de mercado não se sentirem incentivados a comprar os títulos privados faz com que realmente esses títulos não evoluam por não estarem nos portfólios de

grandes *players*, e não estão nesses portfolios por não terem liquidez, caindo no que o autor chama de “dilema de Tostines”¹.

No mais, realiza-se um comparativo com autores que analisam outros países, como por exemplo Cheshire (2016) com o caso australiano ou Mizrach (2015) com foco no Estados Unidos, a fim de entender como que o mercado se comporta em outros países, suas semelhanças, diferenças e dificuldades.

¹ O “Dilema de Tostines” ficou conhecido no Brasil por conta de um comercial de televisão da marca homônima na década de 80, que dizia: “Tostines vende mais porque é fresquinho ou é fresquinho porque vende mais?”.

3 TÍTULOS DE RENDA FIXA BRASILEIROS

No mercado de renda fixa brasileira, existem diferentes tipos de títulos: os públicos e os privados. Os títulos públicos são emitidos pelo Governo Federal em parceria com o Tesouro Direto. Já os títulos privados podem também ser emitidos de 2 diferentes formas: por meio de títulos de dívida corporativa ou por meio de títulos de dívida bancária.

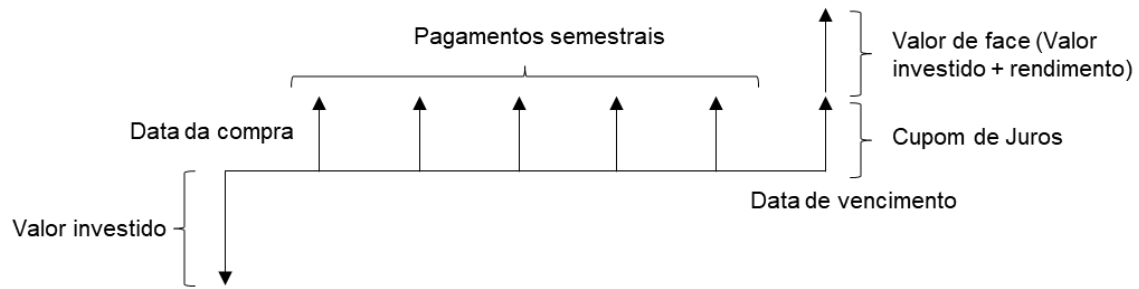
3.1 O MERCADO DE TÍTULOS DE RENDA FIXA PÚBLICA

Os títulos emitidos no mercado de renda fixa pública são títulos de dívida, emitidos pelo Governo Federal. A emissão desses papéis visa captar investimentos e direcionar a pagar serviços públicos. Por meio de parceria com o Tesouro Nacional, o Tesouro Direto é um meio de comprar esses títulos, que se iniciam com valores baixos, a partir de R\$30,00.

Destacam-se nesse mercado as Letras do Tesouro Nacional (LTN), as Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) e série F (NTN-F), e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT). As LTNs são também conhecidas como Tesouro Prefixado, sendo uma modalidade segura e rentável e, como o próprio nome já diz, com rentabilidade prefixada. Costuma-se utilizar as LTNs para objetivo de médio prazo, de 3 a 6 anos.

A NTN-B é também chamada de Tesouro IPCA, por se tratar de um título atrelado a esse índice. Segundo Berger (2015) são títulos cujo valor inicial na data base é de R\$1.000,00 com prazo definido pelo Ministério da Economia no momento da emissão do título. Por ser atrelada à inflação, é um título que não perde valor real de compra, e possui boa rentabilidade. Além disso, possui juros semestrais, tendo como vantagem a possibilidade da obtenção de cupons de rendimento, melhorando o fluxo de sua aplicação.

Existem a NTN-B e a NTN-B Principal. Apesar de serem muito semelhantes até na nomenclatura, a diferença é de que NTN-B paga juros semestrais (Tesouro IPCA) e a NTN-B Principal não possui esse pagamento semestral, sendo de forma pós-fixada e com pagamento baseado nas flutuações da inflação (Tesouro IPCA+). O fluxo de caixa de investimentos em NTN-B e NTN-F é representado pelas figuras 1 e 2 abaixo:

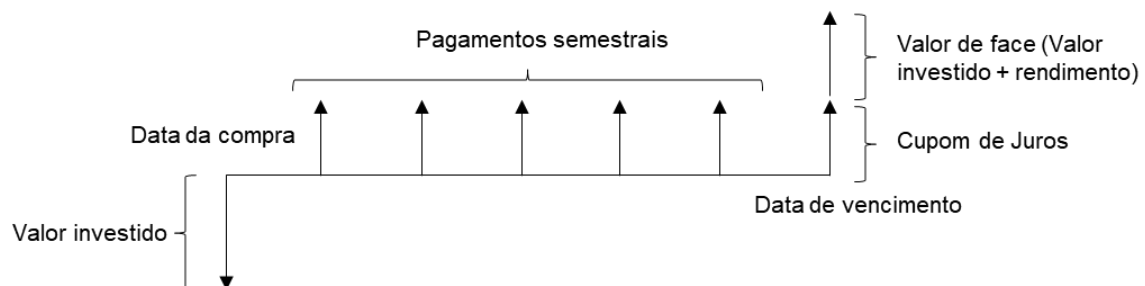
Figura 1: Fluxo de investimento em NTN-B

Fonte: Ferreira (2016)

Figura 2: Fluxo de investimento em NTN-B Principal

Fonte: Ferreira (2016)

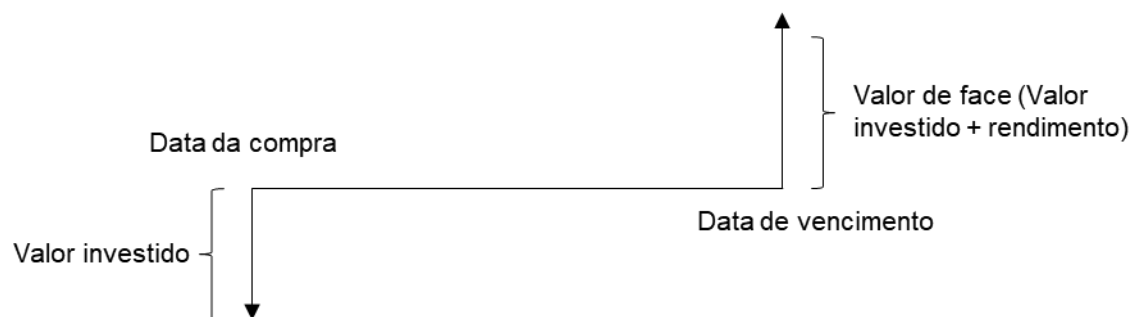
A NTN-F é uma nota prefixada, com juros semestrais. Seu prazo e taxa de juros são definidos pelo Ministério da Economia no momento da emissão desse título. Seu valor nominal de face também é de R\$1.000,00, assim como as NTN-Bs. Sua diferença para com a LTN é de que há pagamento de juros semestral, ao invés de apenas no vencimento. O principal é resgatado apenas na data de vencimento. Existe um único título de NTN-F, e ele é altamente previsível. Indica-se investir nesses títulos quando os indicadores da economia estão em momento de queda. O fluxo de investimento em NTN-F é representado abaixo:

Figura 3: Fluxo de investimento em NTN-F

Fonte: Ferreira (2016)

Por fim, as LFTs são também conhecidas como Tesouro Selic, por estarem atreladas à taxa de mesmo nome. O rendimento desses títulos é de Selic + x%, de acordo com a demanda e comportamento no mercado, e possuem altíssima liquidez, e por isso costumeiramente são indicados para investimentos de curto prazo e para reservas de emergência. No entanto, podem ter um ganho final real negativo, caso o país entre em momento de política de combate à inflação com taxa de juros (Selic) baixa, menor que o IPCA. O fluxo de LFTs é representado pela Figura 4 abaixo:

Figura 4: Fluxo de investimento em LFT



Fonte: Ferreira (2016)

3.2 O MERCADO DE TÍTULOS DE RENDA FIXA PRIVADA

No mercado de renda fixa privada, há 2 tipos de títulos: as dívidas emitidas por empresas privadas e as emitidas por bancos. Nessa seção, serão abordadas as diferenças e características desses papéis.

3.2.1 TÍTULOS DE DÍVIDA BANCÁRIA

Os títulos de dívida bancária são predominantes no mercado de renda fixa privada. Eles são emitidos com a intenção de financiar operações dos bancos: assim, ao comprar o título o banco passa a dever ao investidor, e retorna o valor investido com juros no prazo acordado, ou seja, há uma promessa de pagamento futuro do valor investido. Os principais a serem abordados neste trabalho são os Certificados de Depósito Bancário (CDBs), os Recibos de Depósitos Bancários (RDBs) e as Letras Financeiras (LFs).

Os CDBs são uma modalidade muito comum de renda fixa. Ele pode ter condições bastante variadas, sendo pré-fixado, pós-fixado ou híbrido, e seu prazo é determinado pelo banco de emissão. Além disso, costumeiramente se tratam de papéis com liquidez diária, mas dependendo das condições acordadas pode ter um prazo de carência até que a liquidez diária entre em vigor.

Os RDBs são um tipo de investimento semelhante aos CDBs, porém menos populares no mercado. Uma das principais diferenças entre esses títulos é que RDBs podem ser emitidos por cooperativas e sociedades de crédito e financiamento e não somente por bancos, como é o caso do CDB. Ademais, RDBs não costumam ter liquidez diária, sendo o resgate do valor feito apenas no vencimento, e não podem ser negociadas no mercado secundário, além de que CDBs podem ser transferíveis e negociados antes do vencimento, ao contrário de RDBs, que são inegociáveis e intransferíveis. No entanto, em casos de negociação de CDB antes de seu vencimento, pode haver perda de remuneração, ou seja, devolução com deságio.

No trecho abaixo, Oliveira e Pacheco (2006, p. 99) conceituam melhores CDBs e RDBs:

Os Certificados de Depósito Bancário (CDB) e os Recibos de Depósito Bancário (RDB), também conhecidos como depósitos a prazo, são os mecanismos de captação de recursos mais utilizados pelos bancos comerciais e consistem numa promessa de pagamento dos recursos captados numa data pactuada, acrescidos de uma remuneração. Tais recursos, posteriormente, são aplicados pelos bancos, quando repassados aos agentes deficitários da economia na forma de empréstimos.

Quando esses títulos são vendidos de forma pré-fixada, as taxas podem ser acordadas entre as partes envolvidas na negociação (emissor e investidor). Ambos são cobertos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), o que significa que esses títulos possuem certa garantia, o que pode tranquilizar o investidor na hora de realizar o investimento, pois caso o banco não consiga pagar a dívida, há garantia de que o investidor receberá seu valor de volta pelo FGC.

As Letras Financeiras (LFs) são títulos que costumam ter valores mínimos para aporte mais altos, além de prazos mínimos de aplicação maiores. No entanto, para compensar essa diferença com relação a outros tipos de títulos, costumam possuir índices de rentabilidade mais atrativos. São emitidas tanto por bancos quanto por cooperativas de crédito, e sua finalidade principal é a de captação de recursos a longo prazo, por conta de seus prazos maiores. LFs não podem ser emitidas com valor

nominal unitário abaixo de R\$50.000,00, se não contiver cláusula de subordinação, ou R\$300.000,00, se tiver essa cláusula. Além disso, podem ser pré ou pós fixadas, com taxas fixas ou flutuantes, e o prazo mínimo desses títulos é de 3 anos.

3.2.2 TÍTULOS DE DÍVIDA CORPORATIVA

No mercado de títulos de dívida corporativa, predominam-se as debêntures. São uma forma de captação de recursos para a empresa, que toma aquele valor emprestado e repassa ao investidor com juros após prazo determinado. Para emitir debêntures, a empresa deve ser uma sociedade anônima (S/A) de capital aberto ou fechado registrada junto à CVM (Comissão de Valores Mobiliários), e comumente se utiliza desse recurso para financiar projetos ou reestruturar dívidas da empresa para novas e melhores condições de pagamento.

Debêntures podem possuir taxa de juros pré ou pós-fixada, e também é permitido a emissão desses títulos com cláusulas de correção monetária, com base nos coeficientes utilizados para correção monetária de títulos públicos, variação cambial ou índice de preços. Os prazos desses papéis podem ser definidos de acordo com cada emissão. Além disso, um fator que pode fazer com que debêntures sejam mais atrativas ao investidor é o fato de que costumam possuir um retorno esperado mais alto, dado que possuem um fator de risco relevante – o risco de crédito da empresa emissora.

Esses papéis podem ser emitidos por empresas de capital aberto ou fechado, e devem seguir as normas ditadas pela CVM. As emissões podem ser realizadas de duas formas: nominativas ou escriturais. Debêntures emitidas de forma nominativa são as que a própria firma emissora é quem registra os investidores e transferências de recursos. Já as escriturais são aquelas que são custodiadas por uma instituição financeira autorizada pela CVM, e o registro de investidores e controle de transferências também é feito pela instituição.

Esses títulos são emitidos pela sua escritura de emissão, documento no qual se define as características dos ativos, indexador, forma de cálculo, prazo, etc. Além disso, há diferentes agentes envolvidos nessas emissões: há a empresa emissora; a instituição financeira intermediária, que coordena a emissão; o agente fiduciário, que representa os debenturistas frente à empresa emissora; as agências de classificação de risco (*rating*) e por fim as instituições que fazem o serviço de liquidação e custódia.

Além disso, elas podem ser classificadas de três formas: não conversíveis, conversíveis em ações ou permutáveis. As não conversíveis são títulos os quais não há a possibilidade de converter em ações, sendo este o modelo mais comum no mercado de debêntures. Analogamente, as conversíveis são títulos que podem ser convertidos em ações por seus titulares, o que pode ser feito a qualquer momento ou ao término do contrato, dependendo da escritura que define essas debêntures. Por fim, as permutáveis são bastante similares às conversíveis, mas quando há a conversão em ações elas não são da firma emissora, mas sim de outras companhias.

As debêntures oferecem certo risco de crédito ao investidor, pois há o risco de o pagamento de juros ou principal não ser realizado pelo emissor em caso de falência. Por isso, debêntures são atreladas a garantias que minimizam esse risco. Essas garantias podem ser reais, no caso de comprometimento e vinculação de bens e direitos à emissão, bens estes os quais não podem ser comprometidos sem a aprovação dos investidores das debêntures, ou podem ser garantias flutuantes, quando não há esse impedimento de negociação dos bens sem aprovação, mas existe a afirmação de que os investidores têm privilégios sobre os bens da empresa, no caso de falência. Além disso, há casos em que debêntures podem ser emitidas sem garantia. São debêntures quirografárias, no caso de não haver nenhuma preferência ao debenturista em caso de liquidação da companhia, ou subordinadas, quando os debenturistas têm preferência sobre os acionistas nesses casos.

4 DESENVOLVIMENTO

4.1 DADOS – ESTOQUES NO BRASIL

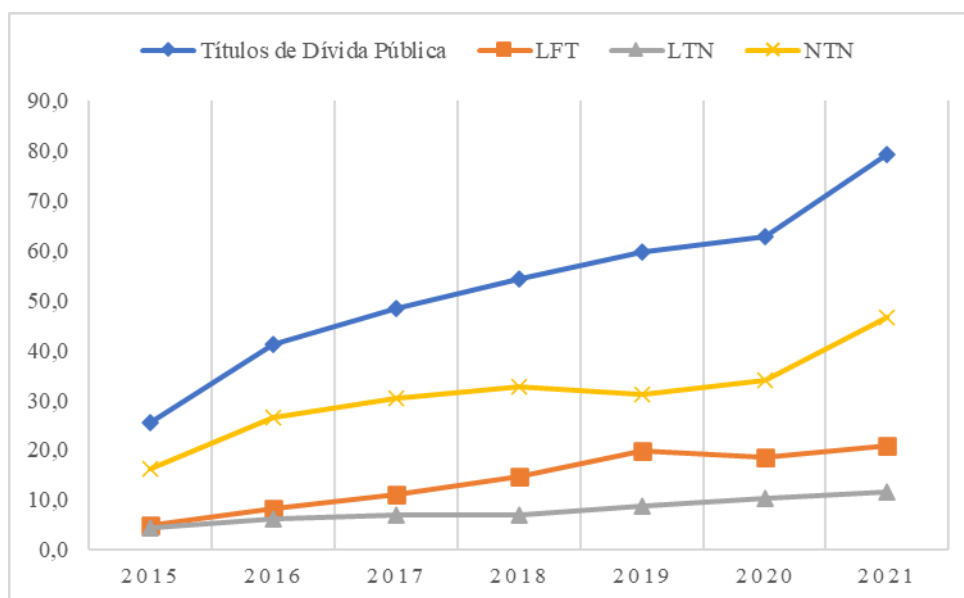
Foram observados os estoques dos títulos no mercado de renda fixa brasileiro, de 2015 a 2021, a fim de entender seu comportamento e variações. Com dados retirados da Anbima, que representa instituições do mercado de capitais brasileiro, e do portal Tesouro Nacional Transparente, portal do governo que disponibiliza dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), pôde-se observar quais foram as alterações de estoques no mercado brasileiro nos últimos anos.

Tabela 2: Estoque dos títulos de renda fixa públicos - R\$ bilhões

Estoques (em R\$ bilhões)							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Títulos de Dívida Pública	25,6	41,1	48,5	54,2	59,6	62,7	79,2
LFT	5,0	8,2	11,2	14,6	19,9	18,5	20,9
LTN	4,4	6,2	7,0	6,9	8,7	10,2	11,7
NTN	16,2	26,6	30,3	32,7	31,1	34,0	46,5

Fonte: Tesouro Nacional Transparente. Elaboração própria. Dados referentes ao dia 31/12 de cada ano.

Os dados da Tabela 1 e Gráfico 1 mostram um crescimento relativamente constante no estoque de títulos de dívida pública nos últimos anos. No entanto, pelo gráfico percebe-se um crescimento mais intenso (linha mais inclinada) desses títulos de forma geral no ano de 2021. Pode-se explicar esse maior crescimento pelas reações que a pandemia do Covid-19 causou no país: houve alta da inflação, demonstrada pelo IPCA, e também houve alta na taxa Selic.

Gráfico 1: Estoques de títulos de dívida pública (em R\$ bilhões)

Fonte: Tesouro Nacional Transparente (2022). Elaboração própria. Dados referentes ao dia 31/12 de cada ano.

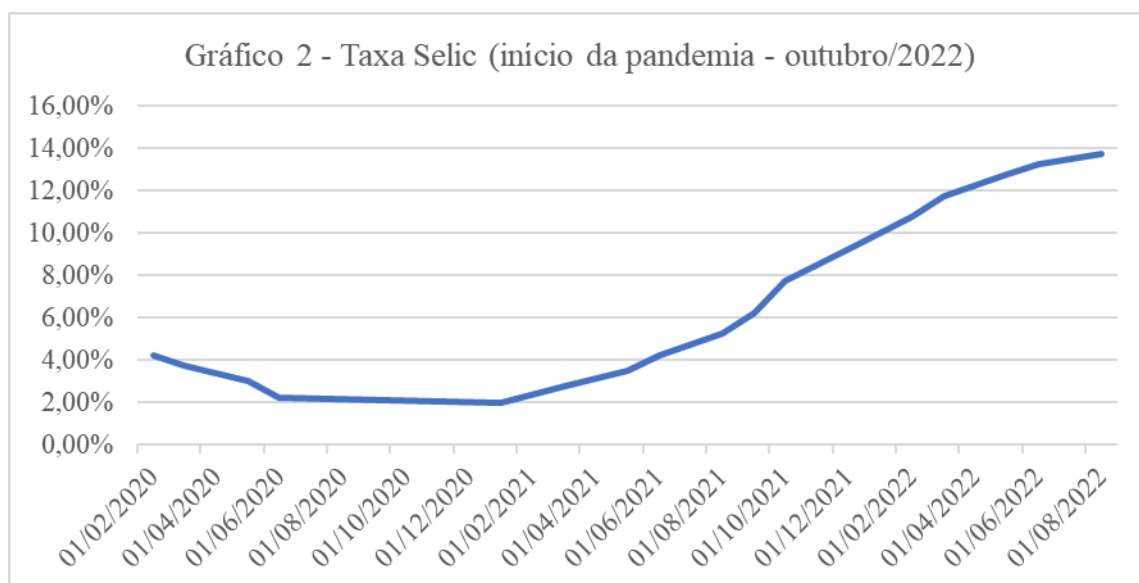
A NTN-B, como já mencionado anteriormente, é um título atrelado ao IPCA. Em 2021, o Brasil fechou o ano com inflação de 10,06%, maior alta desse o ano de 2015. Esse resultado, muito acima da meta definida pelo Banco Central em 2021, teve como seu principal influenciador o setor de Transportes, que apresentou o maior impacto no IPCA. Isso ocorreu, principalmente, por conta do grande aumento no preço dos combustíveis, causado pela pandemia. Portanto, no Gráfico 1 pode-se perceber um intenso aumento nos estoques de NTN, causado por esse aumento no IPCA, o que torna títulos atrelados a esse índice muito mais atrativos.

Dentre os impactos da pandemia no cenário econômico brasileiro, também está a forte queda da taxa Selic, que fechou o ano de 2020 em 2%, a menor da história. Por conta da forte queda das economias global e doméstica ocorridas nesse ano, o Copom realizou sucessivos cortes na taxa básica de juros, o que contribuiu para o esfriamento de investimentos atrelados a essa taxa. Pelo Gráfico 1, percebe-se uma leve queda nos estoques de LFTs do ano de 2019 para 2020, dado que são títulos atrelados à taxa Selic (são também conhecidos como Tesouro Selic). Provavelmente, essa queda se deu por conta da baixa atratividade desses investimentos em um momento de queda de taxa de juros.

Finalmente, também pode-se observar um intenso aumento desses títulos no geral de 2020 para 2021. Com a situação de melhora da pandemia, os mercados voltaram a se aquecer e novamente a renda fixa ficou mais atrativa para o investidor.

Nos Gráfico 2 abaixo, pode-se observar as alterações da Selic mencionada nesses anos:

Gráfico 2: Taxa Selic (início da pandemia - outubro/2022)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Observando os dados abaixo da Tabela 2 e do Gráfico 3, pode-se perceber um aumento nos estoques de títulos de renda fixa privada no Brasil nos últimos anos. No entanto, é um crescimento menos intenso do que o estoque de dívidas públicas nos últimos anos, principalmente se observando as Letras Financeiras. Além disso, é claro um “achatamento” na curva de crescimento do estoque de CDBs de 2020 para 2021, por conta do aumento da taxa Selic. Com o aumento dessa taxa, as dívidas dos bancos se tornam mais caras, fazendo com que se diminua o retorno que eles dão aos papéis de CDB. Em 2021, a recomendação geral do mercado era a de se investir em títulos atrelados à Selic, por conta de sua tendência de alta naquele ano, conforme já mostrado anteriormente.

Com relação ao mercado de dívidas privadas, os papéis que apresentaram um crescimento levemente mais forte foram as debêntures. Isso ocorreu porque, no contexto de recuperação econômica pós pandêmico de 2021, empresas emitiram uma

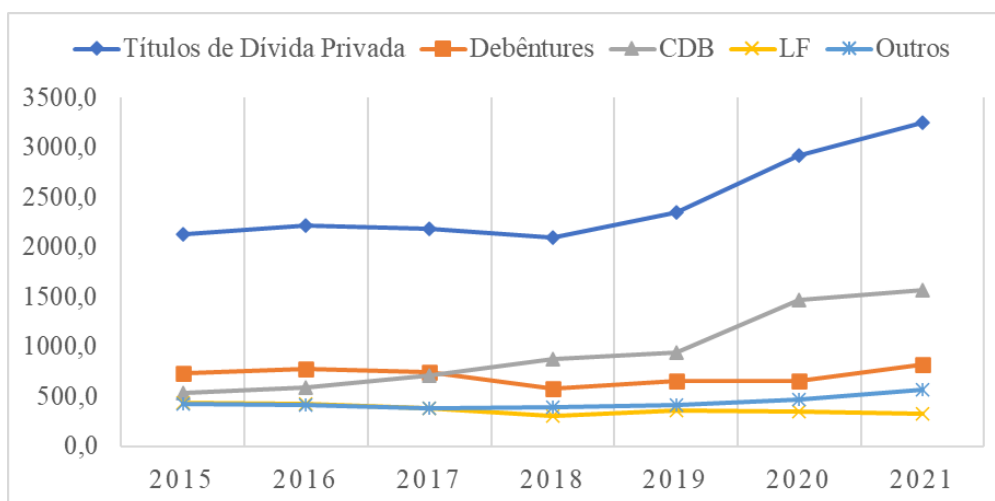
maior quantidade desses títulos, de forma a financiar seus grandes investimentos no cenário de volta do crescimento econômico do país.

Tabela 2: Estoque dos títulos de renda fixa privados – R\$ bilhões

Estoques (em R\$ bilhões)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Títulos de Dívida Privada	2128,4	2215,3	2187,6	2100,1	2345,5	2914,3	3254,1
Títulos de Dívida Corporativos	739,3	782,1	747,9	575,8	659,7	662,4	820,4
Debêntures	739,3	782,1	747,9	575,8	659,7	662,4	820,4
Outros	9,1	10,1	40,3	48,4	38,0	33,9	40,9
Títulos de Dívida Bancária	1389,2	1433,2	1439,7	1524,3	1685,8	2251,9	2433,7
CDB	535,2	595,9	710,6	873,8	948,3	1469,6	1567,8
LF	434,9	429,7	385,1	302,2	357,0	347,3	331,8
Outros	419,1	407,7	344,0	348,3	380,5	434,9	534,1

Fonte: Anbima. Elaboração própria. Dados referentes ao dia 31/12 de cada ano.

Gráfico 3: Estoques de títulos de dívida privada (em R\$ bilhões)



Fonte: Anbima. Elaboração própria. Dados referentes ao dia 31/12 de cada ano.

4.2 MOTIVOS

A partir dos dados observados, é possível perceber como o cenário macroeconômico brasileiro pode impactar fortemente o mercado privado de capitais. O Brasil é um país que, historicamente, não possui forte estabilidade econômica, possuindo fortes variações em suas taxas e índices, variações estas que podem ser mais fortes ou mais fracas a depender do contexto doméstico e mundial.

Para entender como se diferencia a liquidez do mercado de renda fixa do mercado, será utilizada como referência a teoria da preferência pela liquidez, segundo a qual a liquidez dos títulos é definida pelas expectativas dos agentes, pois é isso o que irá definir as perspectivas de risco e retorno de um título. Nas palavras de Paula e Faria Jr. (2012, p.109):

[...] teoria da preferência pela liquidez [...] demanda dos ativos financeiros não monetários é influenciada fundamentalmente pelo estado de expectativas dos agentes, sob condições de incerteza, que define as condições de retorno (ajustado ao risco) e de liquidez desses ativos.

O mercado de renda fixa público no Brasil é um mercado com muitos pontos positivos. Se trata de um mercado seguro, no qual o investidor enfrenta baixíssimo risco, e que se beneficia da histórica alta taxa de juros na economia. Por conta de desequilíbrios fiscais históricos, o Brasil costuma adotar políticas bastante contracionistas, principalmente em se tratando do controle de inflação, que já foi extremamente descontrolada. Por isso, em momentos de alta da inflação, o que não é incomum no país, há uma tendência a se elevar a taxa de juros básica, fazendo com que rendimentos públicos atrelados a essa taxa sejam extremamente atrativos, como já mostrado no caso das LFTs, no Gráfico 1. Novamente, nas palavras de Paula e Faria Jr. (2012, p. 111):

[...] em que pese o elevado desenvolvimento do mercado de títulos públicos, a existência de uma boa parte da dívida pública sob a forma de títulos indexados à Selic – Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), herança do período de alta inflação, acaba por inibir e deformar o MTD² privada no Brasil, uma vez que a combinação risco-retorno dos títulos públicos é uma das melhores entre os ativos financeiros, por combinar baixo risco, alta liquidez e rentabilidade.

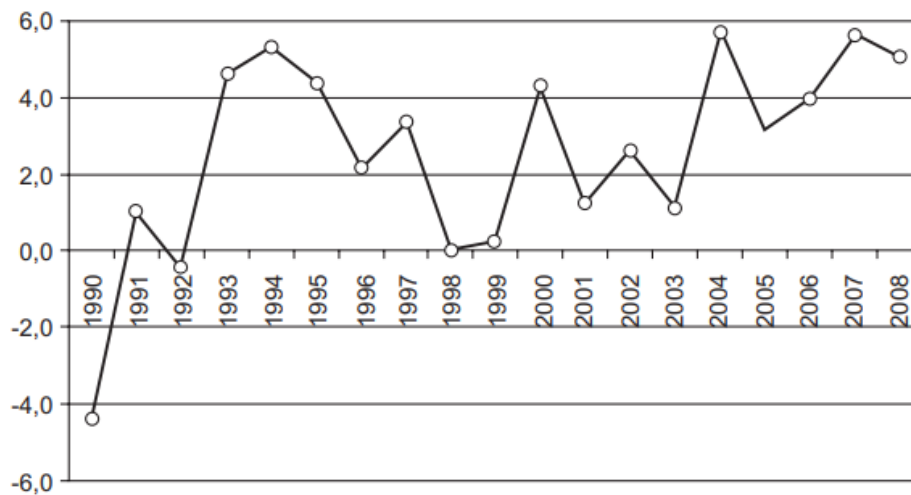
Portanto, o cenário macroeconômico influencia fortemente no mercado de renda fixa. O crescimento econômico do país, as taxas de juros e o câmbio são aspectos que precisam ser levados bastante em consideração tanto pela empresa que emite aqueles títulos quanto pelo investidor que decide ou não comprá-los.

Em se observando o histórico de desenvolvimento econômico, pode-se perceber uma característica de *stop and go*, segundo Paula e Faria Jr (2012). Ou seja, o Brasil apresenta curtos períodos de desenvolvimento econômicos seguidos de

² “MTD” é a forma com que os autores se referem ao mercado de renda fixa brasileiro.

curtos períodos de desaceleração, ciclicamente. No Gráfico 4 abaixo, que mostra o crescimento do PIB ao longo dos anos, é possível observar exatamente essa característica.

Gráfico 4: Taxa de crescimento do PIB real (em %)



Fonte: IPEADATA (2009)

O mercado de renda fixa acompanha essas idas e vindas do PIB e crescimento econômico, o que prejudica o mercado de renda fixa privada, deixando-o com menor liquidez. Nos períodos em que há crescimento econômico, esse mercado costuma se aquecer, pois são momentos nos quais as empresas buscam formas de financiar suas atividades de investimento em infraestrutura e desenvolvimento, como por exemplo com a emissão de debêntures. Em contrapartida, momentos de desaceleração desincentivam a emissão desses títulos, pois pode haver riscos de mercado e de inadimplência maiores.

Em seu estudo, Wolf, Oliveira e Palludeto (2017) destacam uma importante contribuição de John M. Keynes, no capítulo 17 de sua Teoria Geral. Nas palavras dos autores mencionados:

Em sua teoria de escolha de ativos, formulada no capítulo 17 de sua Teoria Geral, Keynes (1936) mostrou que a alocação da riqueza entre classes alternativas de ativos, com diferentes graus de liquidez e rentabilidade, depende do grau de preferência pela liquidez assumido pelos atores econômicos em determinado momento. [...] o ponto a ser destacado, à luz da discussão proposta nesse artigo, é que a existência de um ativo que combina elevado rendimento e alto prêmio de liquidez concorre para restringir o

desenvolvimento de outros mercados de ativos. (WOLF, OLIVEIRA e PALLUDETTO, 2017, p. 22-23)

Ou seja, nesse trecho os autores destacam o fato de que, com uma classe de ativos (no caso, os títulos públicos) mais atrativo, é muito difícil de se desenvolver uma outra classe que concorre com a primeira. E é isso que ocorre no Brasil – apesar de os dados apresentados mostrarem que, realmente, houve um crescimento de ambas as classes nos últimos anos, fica nítido pelos Gráficos 1 e 3 que o crescimento do mercado privado é menos acelerado que o outro. Além de se observar os estoques desses títulos, é importante para esse trabalho mencionar que as características citadas como atrativas para os títulos públicos são o que fazem com que eles possuam maior liquidez no mercado: são mais atrativos, e, portanto, existe maior facilidade do investidor vendê-los, além de que o são feitos com preços melhores para o vendedor, que consegue ganhar com aquele investimento.

Dessa forma, no mercado brasileiro não há relação de causalidade entre títulos públicos e privados (com um incentivando ou abrindo espaço para o crescimento do outro) – na verdade, o que existe é uma relação de concorrência. Principalmente por conta da existência de títulos indexados à Selic (LFTs), pode-se dizer que existe uma “deformação”³ no mercado de renda fixa. LFTs possuem uma *duration*⁴ de 0, ou seja, o investidor pode resgatar o valor acumulado no próprio dia ou no dia seguinte, pois o título é remunerado a cada dia. Ou seja, não há risco de taxa de juros e a liquidez na venda desse título é imediata.

Outra característica do mercado de títulos brasileiros privados que prejudicam seu crescimento e maior liquidez é o fato de que existe ineficiência nas formas de negociação desse mercado. Negociações por telefone, falta de transparência com relação à precificação dos ativos e dificuldade de acesso a dados relevantes são fatores que podem afastar o investidor, fazendo com que esses papéis se tornem ainda menos atrativos. Um estudo realizado pelo BM&F BOVESPA traz esses fatores à tona, e estabelece 3 pilares (Figura 5) que devem ser desenvolvidos para que esse mercado se torne mais atraente: maior liquidez, melhor e mais transparente precificação e também um segmento especial de listagem (“Selo de Governança”). Com esse último, a ideia é a de melhor divulgação de informações relevantes, clareza

³ “Deformação” foi um termo utilizado por Paula e Faria Jr. (2012).

⁴ “Duration” é o tempo em que o capital retorna ao investidor para que este possa se reposicionar perante a nova taxa de juros de mercado” (Paula e Faria Jr, 2012)

quanto aos direitos do investidor e do emissor e criar fluxos de pagamentos de juros e amortizações em linha com o que é feito nos títulos públicos.

Figura 5: Pilares de desenvolvimento



Fonte: Material disponibilizado pelo BM&F BOVESPA.

Com esses pilares propostos, haver-se-ia uma melhor experiência transacional para o investidor, algo importante no seu processo de decisão de alocação de seus recursos. Entende-se que não somente a atratividade do setor de renda fixa pública é culpada pela baixa liquidez do mercado de papéis privados, mas também essa falta de facilidade e transparência na aquisição e venda desses ativos. Não há apenas fatores externos, daí o estudo realizado pelo BOVESPA – como seria possível melhorar esses aspectos importantes?

Em 2013, foi criado o Sistema REUNE ANBIMA para lidar com esse problema a respeito da necessidade de uma maior transparência. Esse sistema atua no mercado secundário de debêntures, realizando coleta e divulgação dos preços das operações que são realizadas, além de criar parâmetros para a negociação desses títulos. De acordo com estudo de Paula (2017), existem evidências empíricas de que a implantação do Sistema REUNE conseguiu atingir resultados de aumento da liquidez do mercado. A busca de informações sobre os títulos por parte do investidor é um processo que leva tempo e que pode ser caro, o que explica o porquê desse sistema aumentar a liquidez do mercado secundário de debêntures ao facilitar a divulgação desses dados.

Um terceiro fator que os autores demonstram sentir falta no mercado de títulos privados brasileiros é a figura de um *market-maker* (no português, “formador de mercado”) forte. Aliado a uma melhora na concorrência e ao sistema transacional e de investimentos, essa figura poderia melhorar a situação da liquidez do mercado de

renda fixa no Brasil. O *market-maker* age como uma espécie de “garantia” no investimento realizado: o investidor sente maior segurança ao vender papéis pois, na pior das hipóteses, ele pode vendê-lo quando quiser, já que se não conseguir vender o título no mercado ele faz isso com o *market-maker*. É uma figura costumeiramente contratada por empresas para aumentar a liquidez de seus títulos, e costumeiramente é representada por bancos e corretoras.

No entanto, essa figura não se desenvolveu com força no mercado brasileiro. Apesar de ela existir, os *market-makers* que poderiam ser contratados não veem vantagem nessa atuação, principalmente porque nessa função eles podem renunciar a seu próprio caixa ou liquidez de seus próprios compromissos.

Portanto, observa-se como 3 principais fatores da baixa liquidez do mercado de dívidas privadas os citados acima: concorrência com o mercado de renda fixa público, falta de facilidade e transparência nas transações de mercado e também a falta de uma figura forte de *market-maker* no Brasil. O segundo aspecto é, possivelmente, o mais simples de ser abordado no mercado e modificado. Já existem estudos, conforme já mencionado, a respeito de uma melhora desse aspecto, pensando principalmente na facilidade transacional com a adoção de meios eletrônicos de negociação, uma melhor e mais clara formação dos preços dos papéis e uma adoção de melhor governança e maior transparência com relação a esses títulos. São medidas que, se tomadas, a expectativa é de que o investidor adquira maior confiança e conhecimento nesses ativos, além de uma maior facilidade na negociação é algo que deixaria de afastar possíveis investidores.

Com relação ao primeiro e terceiro fatores mencionados, já haveria uma maior dificuldade em modificar sua situação com o mercado. O primeiro, por não se tratar de algo que seria resolvido apenas ao reestruturar o mercado de títulos privados, e o terceiro pela falta de apetite que tem o mercado e os possíveis *market-makers* em resolver essa situação.

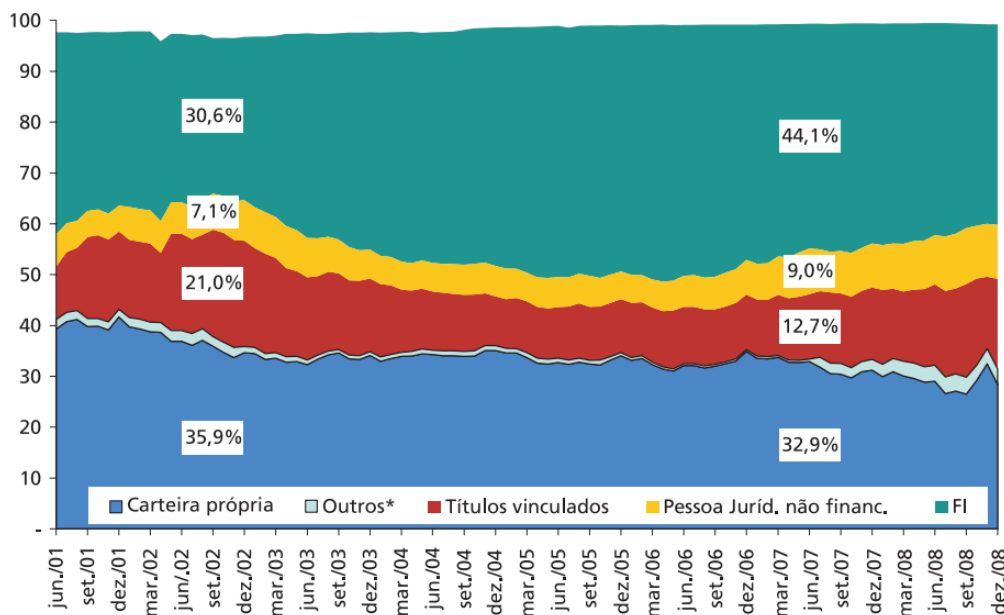
Pelos fatores acima abordados, entende-se que para melhorar o mercado de títulos de renda fixa privada no Brasil, essa classe de ativos deveria passar por uma série de reformas e alterações para que se torne atrativo ao investidor, tanto o brasileiro quanto o estrangeiro. Realisticamente, seria necessário iniciar esse processo com uma reforma no sistema no qual esses papéis são negociados e na forma como isso é feito, para posteriormente haver um esforço visando a maior atratividade dos papéis em si, com relação ao mercado de títulos públicos, e

finalmente uma reformulação para que se torne atrativo para corretoras e bancos que se tornem *market-makers* desse mercado, visando aumentar ainda mais sua liquidez.

4.3 INVESTIDORES DE TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA

No Brasil, assim como no restante da América Latina, existe uma forte presença de bancos como intermediários financeiros em investimentos. Grande parcela dos investimentos em títulos públicos de renda fixa é feita por bancos. De acordo com Bittencourt (s.d), as carteiras de bancos possuíam quase 30% dos títulos da DPMFi (Dívida Pública Mobiliário Federal interna) em dezembro de 2008. Pode-se observar no Gráfico 5 abaixo a distribuição dos investidores por categoria:

Gráfico 5: Investidores da DPMFi no mercado – junho/2001 a dezembro/2008



Fonte: Bittencourt (s.d)

Ao se observar o gráfico, fica nítido que instituições financeiras possuem grande parcela dos títulos públicos federais, e isso mostra-se como uma tendência ano a ano.

As pessoas jurídicas não financeiras (PJNF) vêm aumentando sua participação no mercado. Nesta categoria, entram principalmente fundos de pensão, segurados, empresas comerciais ou industriais. Houve uma diminuição de participação apenas por parte de títulos vinculados.

Há, por parte do Tesouro Nacional, o apetite por uma base de investidores diversificada e bem ampla, pois isso pode garantir uma demanda forte e estável no mercado. Para isso, no Brasil seria necessário diminuir a participação dos bancos e dos fundos de investimento (na classe de PJNF), dada a grande participação desses setores no investimento. Por isso, o Tesouro tenta adotar medidas que estimulem o investimento de outros agentes, com programas de incentivo e contatos individuais com os agentes.

O investidor estrangeiro foi um dos alvos do Tesouro nesse processo. Desde 2015, já se tomavam medidas para tornar o mercado financeiro doméstico mais acessível para investidores estrangeiros. Em fevereiro de 2016, por exemplo, iniciou-se a isenção de Imposto de Renda sobre os ganhos nas aplicações em títulos públicos. Além disso, de acordo com Bittencourt (s.d), em 2005 aperfeiçoou-se o processo de registro de investidores não residentes na CVM e modernizações que causaram uma maior agilidade na criação de novos CNPJs, permitindo que o investidor estrangeiro pudesse iniciar suas aplicações de forma mais rápida e fácil.

De acordo com Wolf, Oliveira e Palludeto (2017), nos últimos anos houve um forte aumento da participação do investidor estrangeiro no mercado de títulos de dívida pública, principalmente por conta das condições favoráveis de tributação e da redução das taxas de juros internacionais. Na Tabela 3 abaixo, pode-se observar melhor quem foram os investidores, de 2007 a 2016.

Tabela 3: Participação por investidor na DMFI (em % do total)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instituições Financeiras	37,8	39,6	37,7	30,8	31,5	30,1	30,2	29,8	25,0	23,1
Fundos de Investimento	29,7	26,9	28,7	25,7	25,3	24,7	21,7	20,3	19,6	22,1
Previdência	17,7	17,1	15,8	14,2	15,4	16,0	17,1	17,1	21,4	25,1
Não-residentes	5,1	7,2	8,8	11,4	11,3	13,7	16,1	18,6	18,8	14,3
Governo	-	-	-	10,4	8,8	7,3	6,6	5,7	5,8	5,5
Seguradoras	2,6	2,6	3,8	3,7	4,1	3,9	4,0	4,1	4,6	4,6
Outros	7,0	6,6	5,2	3,7	3,6	4,3	4,3	4,4	4,9	5,4

Fonte: Wolf, Oliveira e Palludeto (2017).

Na Tabela 3, observa-se que houve uma queda na participação de instituições financeiras, de 37,8% em 2007 para 23,1% em 2016, assim como aconteceu com os fundos de investimento, que tinham 29,7% dos títulos em 2007 e apenas 22,1% em

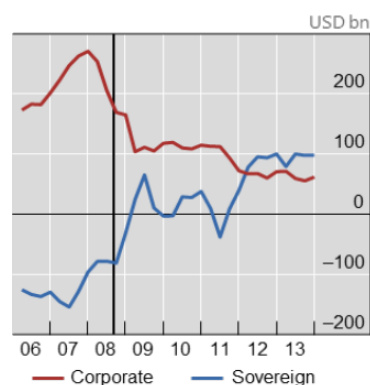
2016. Isso pode indicar que as estratégias do Tesouro Nacional com finalidade de diversificar a base de investidores foram bem-sucedidas. Com relação aos investidores não residentes, houve um crescimento até o ano de 2015, sendo seguido por uma queda na participação em 2016. De acordo com Wolf, Oliveira e Palludeto (2017), isso ocorreu por conta das condições de instabilidade no Brasil naquele ano, que aumentaram e com isso também ocorreu a valorização da taxa de câmbio e redução na taxa de juros.

4.4 COMPARATIVO INTERNACIONAL

Ao observar a situação do mercado internacional de títulos de renda fixa, pode-se perceber semelhanças, mas também diferenças com relação ao Brasil. No entanto, desde a crise de 2008, a tendência é cada vez mais de fragilidade e queda da liquidez dessa classe de ativos. Todavia, essa crise teve impactos diferentes no Brasil e no resto do mundo, podendo-se observar que o mercado brasileiro teve expansão nos anos seguintes, enquanto outros mercados sofreram contração.

Os Estados Unidos são um exemplo de mercado que possui um mercado de renda fixa extremamente desenvolvido, principalmente o mercado privado desses títulos. O mercado financeiro estadunidense é crítico ao funcionamento econômico do país.

Gráfico 6: Estoques de títulos privados nos EUA, 2006-2013



Fonte: Elliott (2015)

Um exemplo disso é o fato de que lá títulos privados proveem mais crédito ao país do que os próprios bancos. O fato de esse país possuir um mercado extremamente eficiente garante que nele haja uma vantagem competitiva com relação ao resto do mundo, com formas muito efetivas de investidores injetarem capital em empresas e projetos de desenvolvimento.

O mercado estadunidense não passou ileso à crise de 2008. Houve queda de liquidez geral no mercado, com quedas nos estoques de títulos e no volume transacional, conforme mostrado no Gráfico 6 acima. No entanto, por esse país apresentar fortes regulamentações e um Tesouro Nacional extremamente forte, os títulos emitidos pelo governo não sofreram tanto quanto os privados. Especialmente em papéis emitidos por empresas, a queda de volume foi bastante forte. No Gráfico 7, a linha em vermelho, que representa títulos emitidos por empresas, apresenta brusca queda após 2008, não tendo recuperação ao seu nível inicial. Enquanto isso, pode-se observar que a linha azul, que representa os títulos públicos, teve um crescimento nesse mesmo período observado.

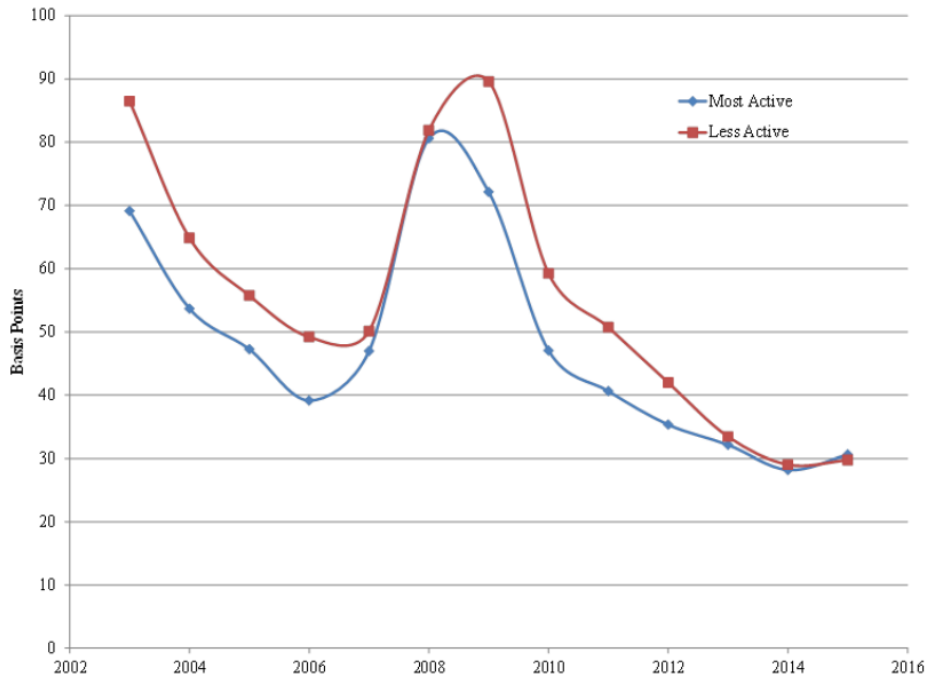
Desde 2002, nos Estados Unidos existe uma ferramenta chamada Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE), que traz reportes a respeito das transações e negociações de renda fixa realizadas em balcão. Desenvolvida pela Associação Nacional de Negociação de Valores Mobiliários (FINRA), sua finalidade é de trazer reportes a respeito das transações e negociações de renda fixa realizadas em balcão no país, a fim de que o mercado se torne mais justo e transparente, com todos os participantes de determinada transação tendo igualdade de conhecimento para realizá-la. Com base nos dados disponibilizados pelo TRACE, Mizrach (2015) realizou um estudo a respeito dos *spreads* negociados no mercado estadunidense, pois se trata de um bom número para mensurar os custos de transações.

No Gráfico 7 abaixo, observa-se os *spreads* de transações de 2003 a 2005, com base em relatórios divulgados pelo TRACE. Percebe-se que houve uma queda nos primeiros anos do século, exceto em 2007 e 2008, indo em linha com a queda de volumes observada no Gráfico A. Desde então, os *spreads* voltaram a cair, atingindo um baixo nível recorde no ano de 2014.

Com isso, percebe-se um importante fator que mede a queda na liquidez de mercado nos Estados Unidos, especialmente na década de 2010. Os baixos *spreads* mostram que os investidores não estão com apetite para colocar capital naqueles

títulos, e, portanto, quem vende é obrigado a baixar sua margem de lucro para conseguir vender o papel.

Gráfico 7: *Spreads* das transações de 2003 a 2015



Fonte: Mizrach (2015)

Existe uma tendência em muitos países do mundo que é a de ampliar o uso de plataformas eletrônicas de negociação, algo que entra em linha com a necessidade brasileira de expandir a atuação do mercado de renda fixa em plataformas eletrônicas, como forma de aumentar a liquidez principalmente em títulos privados. Isso tem ocorrido principalmente em países desenvolvidos, porém na Austrália tem ocorrido de uma forma diferente.

Cheshire (2016) analisa a situação dos mercados australianos, que têm uma menor parcela de uso de plataformas eletrônicas, indo de encontro à tendência dos países desenvolvidos e mais em linha com a situação atual brasileira. A maior parte de suas negociações ocorre ainda de formas tradicionais, que ainda se mantém firmes nas posições em que ocupam. No entanto, de forma oposta à tendência brasileira, o mercado australiano tem se contraído nos últimos anos, com uma diminuição nos *spreads*, semelhante ao que vem ocorrendo no mercado estadunidense, e a figura do *market-maker* também foi se enfraquecendo com o passar dos anos.

[...] a diminuição no envolvimento do *market-maker* e aumento no uso de plataformas eletrônicas de negociação que tem sido visto nos últimos anos pode resultar em condições do mercado de renda fixa mais frágeis e menos resilientes. [...] *market-makers* podem ter fornecido liquidez a um valor menor do que custou a eles, com a consequência de que a volatilidade de mercado foi atenuada e outros participantes do mercado não foram expostos ao real custo de liquidez. Isso pode tê-los levado a fazer decisões de investimentos ruins. (CHESHIRE, 2016, p. 52)

No trecho acima, o autor explica melhor como que o mercado de renda fixa privada na Austrália se deteriorou e se tornou mais volátil nos últimos anos. Apesar de a figura do *market-maker* ser utilizada exatamente para o que contrário do que foi descrito nesse parágrafo, percebe-se que se esse ente deve tomar os cuidados e precauções necessárias ao realizar seu controle de liquidez no mercado.

4.5 IMPLICAÇÕES

As consequências de uma maior ou menor liquidez nos títulos presentes no mercado brasileiro não se limitam apenas dentro do mercado de capitais. A aplicação de recursos em determinados títulos ou classes de ativo pode contribuir para o financiamento do desenvolvimento econômico do país. Nesse caso, é importante o desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa. É fato que para financiamentos de grandes projetos de infraestrutura de longo prazo, é necessário que haja investimentos nesses títulos, que são emitidos exatamente para financiar esses projetos.

Em debate ocorrido no 5º Seminário ANBIMA de Renda Fixa e Derivativos, realizado em novembro 2013, foi bastante levado à tona o tema de investimentos como forma complementar de financiamentos públicos. A questão principal é a de que é necessário mudar o viés de investimento que ocorre no Brasil para que se consiga retomar uma trajetória de crescimento em ritmo relevante.

Conforme já mencionado nesse trabalho, o cenário macroeconômico brasileiro é extremamente relevante para a forma com que os investimentos e liquidez no mercado brasileiro se distribuem. Essa situação incerta faz com que haja a necessidade de haver uma figura com o objetivo de tentar controlar minimamente essa incerteza e como se dará a liquidez dos títulos no mercado. Nesse contexto, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) cumpre o papel de agir como esse *market-maker*, fortalecendo o mercado de dívidas privadas brasileiro e,

como seu próprio nome diz, ser uma das principais fontes de investimento e financiamento no país.

Para isso, o BNDES pode atuar como investidor, emissor, ou fomentador de mercado. Como emissor, ele pode ajudar a padronizar os ativos e dando volume de estoques de títulos de dívida privada. Como investidor, o BNDES pode tanto adquirir debêntures direto no mercado ou subscrever esses títulos, com foco em projetos de infraestrutura. Por fim, como fomentador de mercado (o chamado *market maker*) ele pode atuar com o incentivo de boas práticas e de parcerias com o setor privado para investimento.

O BNDES exerce papel fundamental nesse tipo de investimento como forma de financiamento público, porém apenas sua atuação não é suficiente, dado os fatores já citados anteriormente nesse trabalho, como a dificuldade de concorrência com títulos públicos, falta de transparência e facilidade nas negociações e a fraca figura do *market maker* como *player* de mercado.

É fato que para financiamentos de grandes projetos de infraestrutura de longo prazo, é necessário que haja investimentos em títulos de dívidas privadas, que são emitidos exatamente para financiar esses projetos.

5 CONCLUSÃO

Nesse trabalho, foi possível demonstrar que houve um aumento nos estoques e emissões dos títulos de dívida pública e privada nos últimos anos. No entanto, o cenário macroeconômico do país exerce forte papel de influência sobre esse mercado, podendo aquecê-lo ou esfriá-lo de acordo com o momento econômico.

A pandemia do Covid-19 causou grandes impactos na economia brasileira. Com o aumento do IPCA e diminuição da Selic, títulos atrelados a essas taxas tiveram alterações em seu volume, demonstrando como o cenário macroeconômico exerce essa influência. É perceptível que, apesar de nos últimos anos haver uma tendência geral de aumentos nas emissões e volumes de títulos de renda fixa, os títulos privados ainda crescem de forma menos intensa se comparados aos títulos públicos.

Esse fato pode ser explicado por alguns fatores. Primeiramente, é importante salientar que o desenvolvimento econômico brasileiro segue uma característica de *stop and go*, o que prejudica o mercado de papéis privados porque as altas e baixas no desenvolvimento impedem que haja um desenvolvimento linear nesse mercado, que acaba sendo incentivado ou desincentivado dependendo do momento que o país está vivendo.

Além disso, existe uma forte relação de concorrência, e não de complementação, entre os títulos públicos e privados. O mercado de títulos públicos possui características extremamente atrativas, como baixo risco, alta liquidez e altos rendimentos. Além disso, a existência de títulos atrelados à Selic causa certa “deformação” no mercado, por se tratar de títulos sem risco e com liquidez imediata.

Outro fator que prejudica o mercado de dívida privada é por conta das formas ineficientes de negociação de títulos, e baixa transparência de informações. Se no mercado houvesse uma melhor experiência no momento da compra dos papéis, os investidores seriam mais atraídos e certamente aumentaria a liquidez e volume de negociações, aquecendo-o. Já houve tentativas de aumentar a eficiência e transparência das negociações, como por exemplo com o Sistema REUNE Anbima, o que gerou resultados positivos, mas não foi o suficiente.

Por último, a falta de uma figura forte de *market-maker* prejudica as tentativas de tentar aumentar a liquidez de mercado. No caso brasileiro, instituições não veem vantagem em exercer esse papel, por não quererem abrir mão de sua própria liquidez. Por isso, essa figura não se desenvolve, e nem tem incentivos para tal.

Para que o mercado de títulos privados de renda fixa amplie e ganhe mais espaço no mercado brasileiro, seria necessária uma reestruturação desse mercado no país. Deveria se reformular a maneira com que as negociações são feitas, realizar reformas estruturais para que ele tenha espaço para se desenvolver ao lado dos títulos públicos e também criar um ambiente no qual bancos e corretores tenham interesse em se tornar fortes figuras de *market-maker*.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Carolina Amaral de; BAZILIO, Juliana Kramer. Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas. Revista do BNDES, [s. l.], ed. 44, p. 175-223, dez 2015. Disponível em: <https://web.bnades.gov.br/bib/jspui/handle/1408/7083>. Acesso em: 20 jun. 2022.

BALANÇO do Tesouro Direto (BTD). [S. l.], 26 jan. 2021. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/balanco-do-tesouro-direto-btd/2020/12?ano_selecionado=2020. Acesso em: 17 nov. 2022.

BERGER, Paulo Lamosa. Mercado de Renda Fixa no Brasil: Ênfase em títulos públicos. Rio de Janeiro: Editora Interciência, 2020.

BITTENCOURT, Jeferson Luis. A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil. Tesouro Nacional, [s. l.], s.d. Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:4707. Acesso em: 24 nov. 2022.

CDB'S e RDB's. [S. l.], 27 nov. 2022. Disponível em: [https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Investindo/Tipos_Investimento/CDB_RDB.html#:~:text=A%20diferen%C3%A7a%20entre%20o%20CDB,remunera%C3%A7%C3%A3o%20\(devolu%C3%A7%C3%A3o%20com%20des%C3%A1gio\).](https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Investindo/Tipos_Investimento/CDB_RDB.html#:~:text=A%20diferen%C3%A7a%20entre%20o%20CDB,remunera%C3%A7%C3%A3o%20(devolu%C3%A7%C3%A3o%20com%20des%C3%A1gio).) Acesso em: 20 nov. 2022.

CUNHA, Décio. Por que não existe liquidez em títulos corporativos no Brasil? [S. l.], 2021. Disponível em: www.luz-ef.com. Acesso em: 25 maio 2022.

DEBÊNTURES. [S. l.], 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm. Acesso em: 3 nov. 2022.

ELLIOTT, Douglas J. Market Liquidity: A Primer. Economic Studies at Brookings, [s. l.], June 2015.

ESTOQUE por período. [S. l.], 26 nov. 2022. Disponível em: http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadados/estoque/estoqueporperiodo_f.asp?&msgerro=Data%20Inicial%20Inv%E1lida,%20informe%20no%20formato%20dd/mm/aaaa. Acesso em: 17 nov. 2022.

FERREIRA, Leandro Vinicius Bersch. Investimento em títulos públicos: Uma análise de investimento em títulos públicos do Tesouro Nacional em um cenário de crise econômica. 2016. TCC (Bacharel) - UFRGS, [S. l.], 2016.

GREGORIO, Rafael. Aumento da Selic reduz prêmio de CDBs, mas há gordura para investidor garimpar na renda fixa. Valor Investe, [S. l.], p. n.a, 21 jul. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/renda-fixa/cdb/noticia/2021/07/21/aumento-da-selic-reduz-premio-de-cdb-mas-ha-gordura-para-investidor-garimpar-na-renda-fixa.ghtml>. Acesso em: 17 nov. 2022.

HAYES, Adam. Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE). Investopedia, [S. l.], p. n.a, 20 ago. 2022. Disponível em: [https://www.investopedia.com/terms/t/trace.asp#:~:text=Trade%20Reporting%20and%20Compliance%20Engine%20\(TRACE\)%20is%20a%20facility%20for,the%20previous%20FIPS%20reporting%20system](https://www.investopedia.com/terms/t/trace.asp#:~:text=Trade%20Reporting%20and%20Compliance%20Engine%20(TRACE)%20is%20a%20facility%20for,the%20previous%20FIPS%20reporting%20system). Acesso em: 17 nov. 2022.

INTELIGÊNCIA FINANCEIRA. Debêntures incentivadas tiveram recorde de investimentos em 2021. Valor Econômico, [S. l.], p. n.a, 25 jan. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/patrocinado/inteligencia-financeira/artigo/debentures-incentivadas-recorde-de-investimentos-2021.ghtml>. Acesso em: 17 nov. 2022.

LEITÃO, Victor. CDB e RDB: existe um melhor? Como escolher em qual aplicar?. IDinheiro, [S. l.], p. n.a, 26 jan. 2021. Disponível em: <https://www.idinheiro.com.br/investimentos/cdb-e-rdb/>. Acesso em: 22 nov. 2022.

LETRAS Financeiras. [S. l.], 2022. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/letras-financeiras.htm#:~:text=A%20Letra%20Financeira%20\(LF\)%20%C3%A9,da%20impossibilidade%20de%20resgate%20antecipado](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/letras-financeiras.htm#:~:text=A%20Letra%20Financeira%20(LF)%20%C3%A9,da%20impossibilidade%20de%20resgate%20antecipado). Acesso em: 22 nov. 2022.

LTN ou LFT? Entenda as diferenças e saiba em qual investir! [S. l.], 2 ago. 2021. Disponível em: <https://blog.abcbrazil.com.br/ltn-ou-lft/>. Acesso em: 3 nov. 2022.

MIZRACH, Bruce. Analysis of Corporate Bond Liquidity. FINRA Office of the Chief Economist | Research Note, [s. l.], 2015.

MOHANTY, M. S. et al. Improving liquidity in government bond markets: what can be done? BIS papers, v. 11, p. 49-80, 2002.

NTN-B: o que é e como funciona esse título do Tesouro Direto? [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.onze.com.br/blog/ntn-b/>. Acesso em: 3 nov. 2022.

NTN-F: o que é e o que você precisa saber? [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.onze.com.br/blog/ntn-f/>. Acesso em: 2 nov. 2022.

O QUE é RDB e qual a diferença em relação ao CDB? [S. l.], 6 ago. 2021. Disponível em: <https://blog.genialinvestimentos.com.br/rdb/>. Acesso em: 2 nov. 2022.

O QUE são Debêntures?. [S. l.], 2022. Disponível em: <https://data.anbima.com.br/informacoes/o-que-sao-debentures>. Acesso em: 23 nov. 2022.

O QUE são os títulos da dívida pública brasileira? [S. l.], 20 set. 2022. Disponível em: <https://blog.toroinvestimentos.com.br/renda-fixa/titulos-da-divida-publica-o-que-sao>. Acesso em: 3 nov. 2022.

O QUE são títulos bancários? Saiba como funcionam e como investir. [S. l.], 25 ago. 2022. Disponível em: <https://riconnect.rico.com.vc/blog/titulos-bancarios>. Acesso em: 2 nov. 2022.

OLIVEIRA, Gilson Alves de; PACHECO, Marcelo Marques. Mercado financeiro: objetivo e profissional. São Paulo: Fundamento Educacional, 2006. 323 p.

PAULA, Anderson Luiz Pereira de. O efeito da transparência sobre a liquidez do mercado secundário de debêntures no Brasil. 2017. 40 p. Tese (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas, [S. l.], 2017. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10438/18048>. Acesso em: 20 nov. 2022.

PAULA, Luiz Fernando de; FARIA JR, João Adelino de. Mercado de títulos de dívida corporativa privada no Brasil: aspectos estruturais e evolução recente. Rev. Econ. Contemp., Rio de Janeiro, 2012. DOI <https://doi.org/10.1590/S1415-98482012000100006>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/a/RpNpQbPXwqLp3vHfHYcxq6M/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 20 nov. 2022.

REIS, Tiago. Market maker: conheça a sua importância para a liquidez nos mercados. Suno Artigos, [S. l.], p. n.a, 16 jan. 2019. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/market-maker/>. Acesso em: 17 nov. 2022.

RUSSI, Anna. Taxa Selic cai para 2% ao ano, a menor da história, com novo corte de 0,25 ponto. CNN Brasil, [S. l.], p. n.a, 5 ago. 2020. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/em-nova-reducao-de-0-25-ponto-taxa-selic-cai-para-2-ao-ano/>. Acesso em: 17 nov. 2022.

TAXAS de juros básicas – Histórico. [S. l.], outubro 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 17 nov. 2022.

UOL. Inflação fecha 2021 em 10,06%, a maior desde 2015 e bem acima da meta do BC. UOL Economia, [S. l.], p. n.a, 11 jan. 2022. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2022/01/11/inflacao-dezembro-de-2021-ipca-ibge.htm>. Acesso em: 17 nov. 2022.

WOLF, Paulo José Whitaker; DE OLIVEIRA, Giuliano Contento; PALLUDETTO, Alex Wilhans. O mercado de títulos de renda fixa no Brasil no período recente (2006-2016): evolução, reformas e desafios The Brazilian bond market in the recent period (2006-2016): evolution, reforms, and challenges.