

# MERCADO DE TÍTULOS DE DÍVIDA: ANÁLISE E PERSPECTIVAS

---

Luiz Fernando de Paula

Equipe: Fernando Ferrari Filho, Rogério Sobreira, João Adelino de Faria, Paulo Saraiva e Aline Gomes

***Seminário Perspectivas da Indústria Financeira  
Brasileira e o Papel dos Bancos Públicos  
IE-UNICAMP, 16/04/2010***

# Objetivos

- Efetuar uma análise interpretativa da evolução do MTD (mercado de títulos de dívida) privada no Brasil, considerando seus aspectos *estruturais* que estimulam e restringem o crescimento deste mercado;
- Discutir perspectivas e sugestões para o desenvolvimento do MTD privada no Brasil.

# Questões

- Que fatores impedem ou estimulam o florescimento deste mercado no Brasil?
- O que levou ao crescimento recente do mercado de títulos privados de dívida no Brasil?
- Em que medida o desenvolvimento do mercado de títulos públicos é pré-condição para o desenvolvimento do mercado de títulos privados? Em que medida o crescimento do mercado de títulos públicos beneficia ou desestimula o mercado de títulos privados?

# Quadro referencial de análise

- 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 destes ativos.
- Contexto macroeconômico: crescimento econômico, maior ou menor volatilidade macro, política monetária -> risco de default, risco de taxa de juros
- Relação entre dívida pública e dívida privada: complementar ou concorrentes?

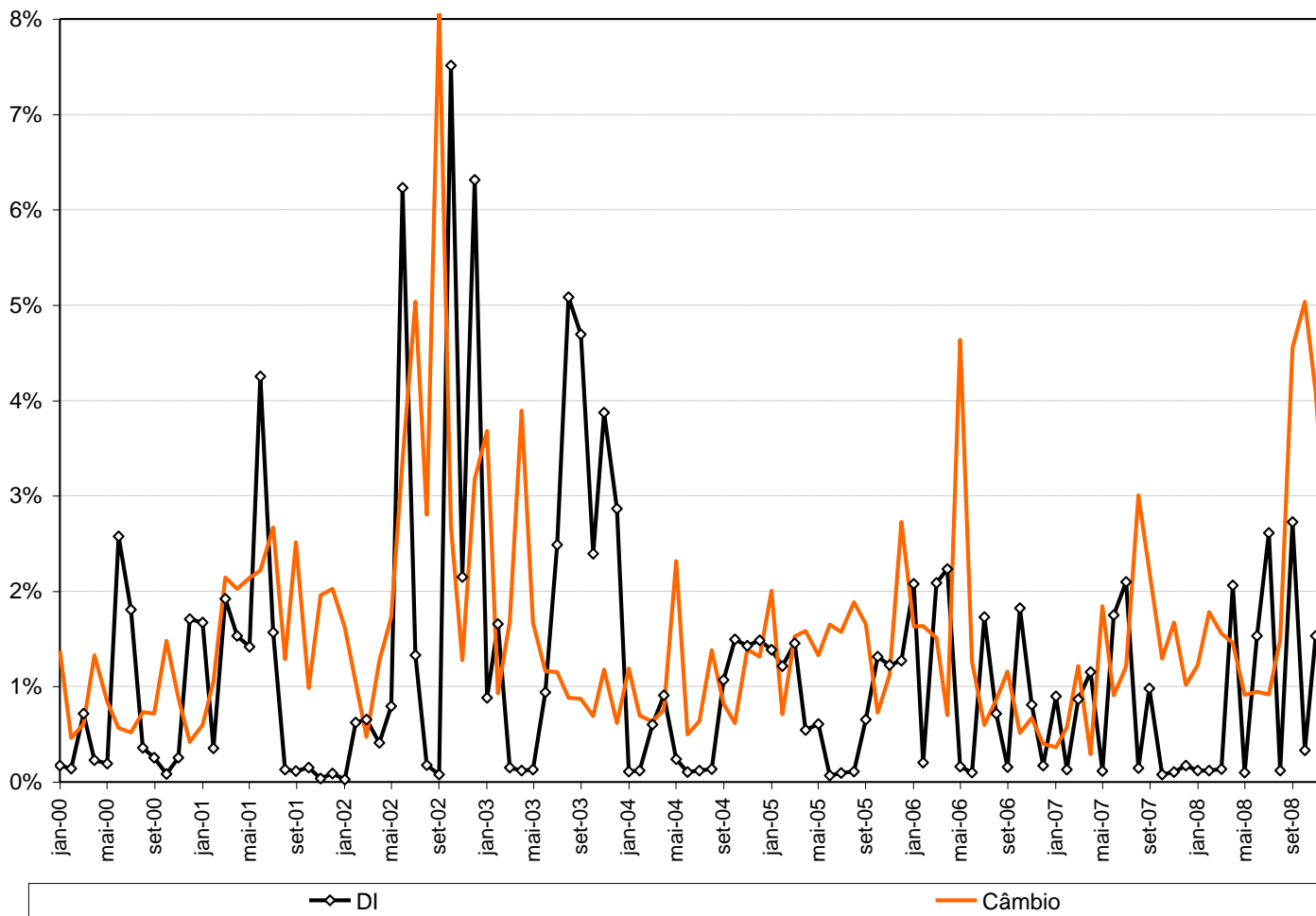
# Características do Brasil

- *Instabilidade macroeconômica:*
  - a) Baixo crescimento (2,6% em média 1981/2008) e comportamento a la “stop and go”
  - b) Elevada taxa de juros real (acima de 6% a.a.)
  - c) Elevada volatilidade na taxa de juros e na taxa de câmbio (risco de tx juros e risco cambial)

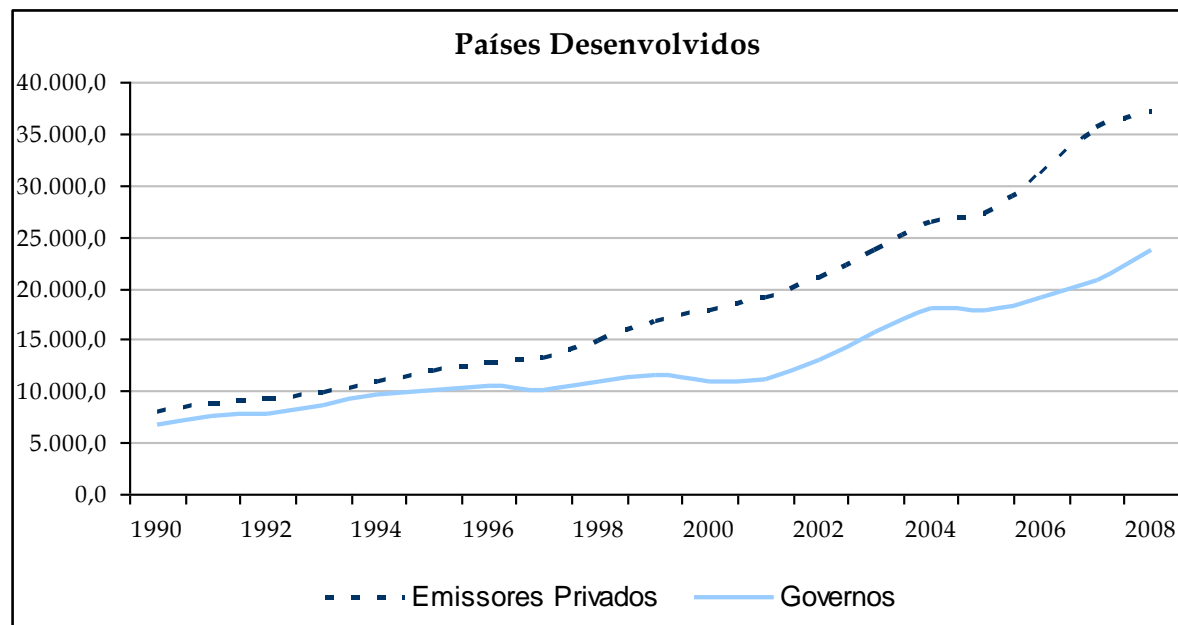
-> Aumenta risco de inadimplência e risco de mercado
- *Política conservadora do BC:* expectativas altistas qto a tx de juros eleva prêmio de risco exigido para títulos de maturidade mais longa.
- *Relação entre dívida pública e dívida privada:* existência de títulos indexados a Selic inibe e deforma emissão de títulos de dívida privada.

-> Molda relação de risco-retorno dos investidores
- *Mercado secundário de títulos é pouco desenvolvido.*

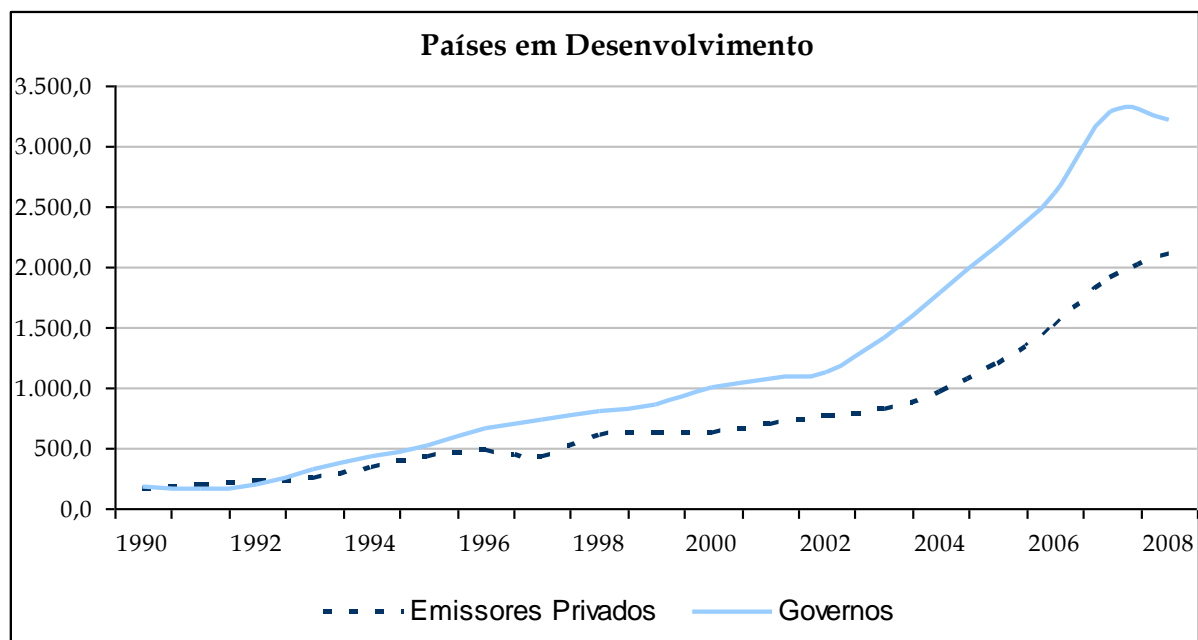
# Volatilidade do câmbio e da taxa DI



# Relação dívida pública e privada: países desenvolvidos



# Relação dívida pública e privada: países em desenvolvimento

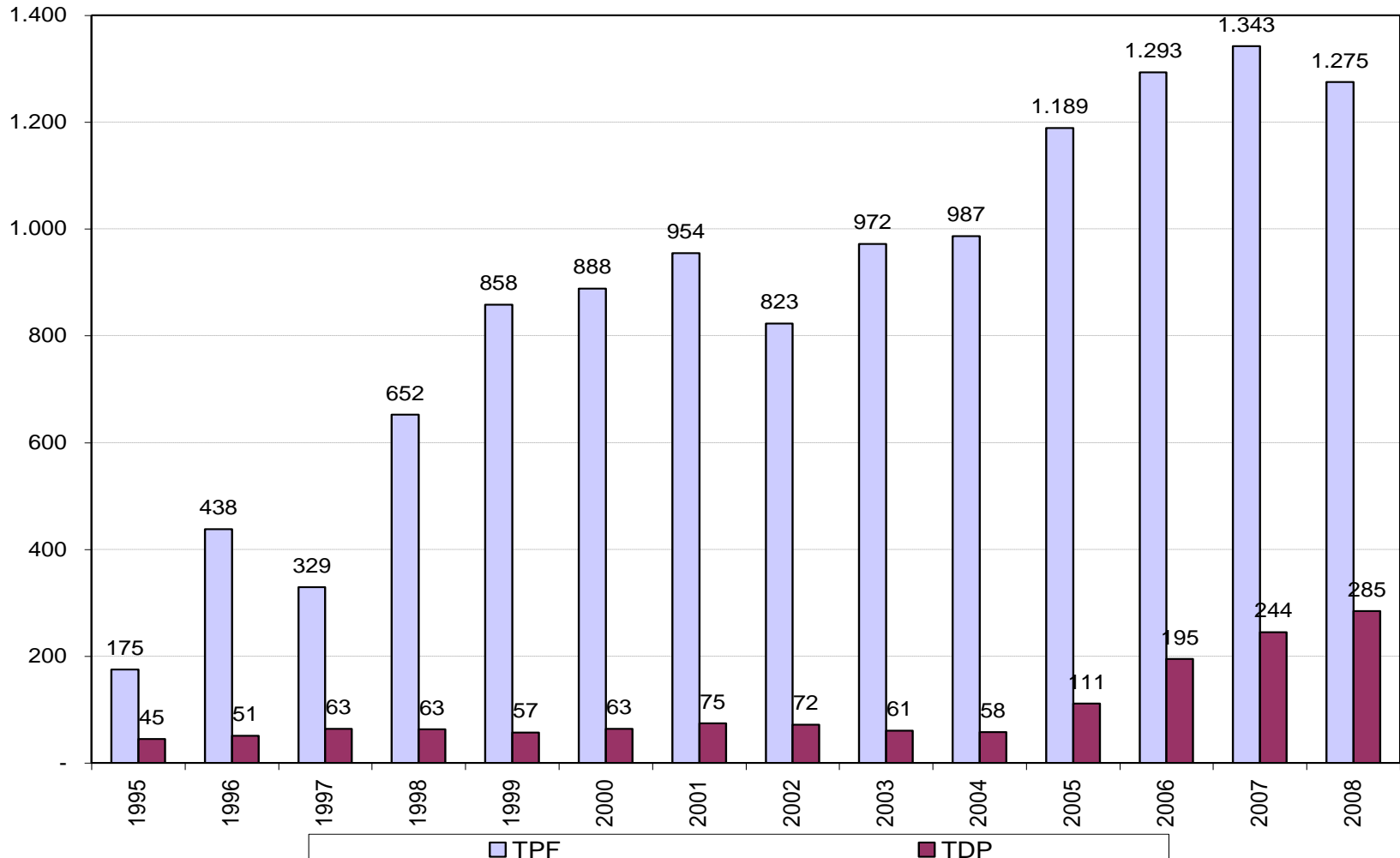




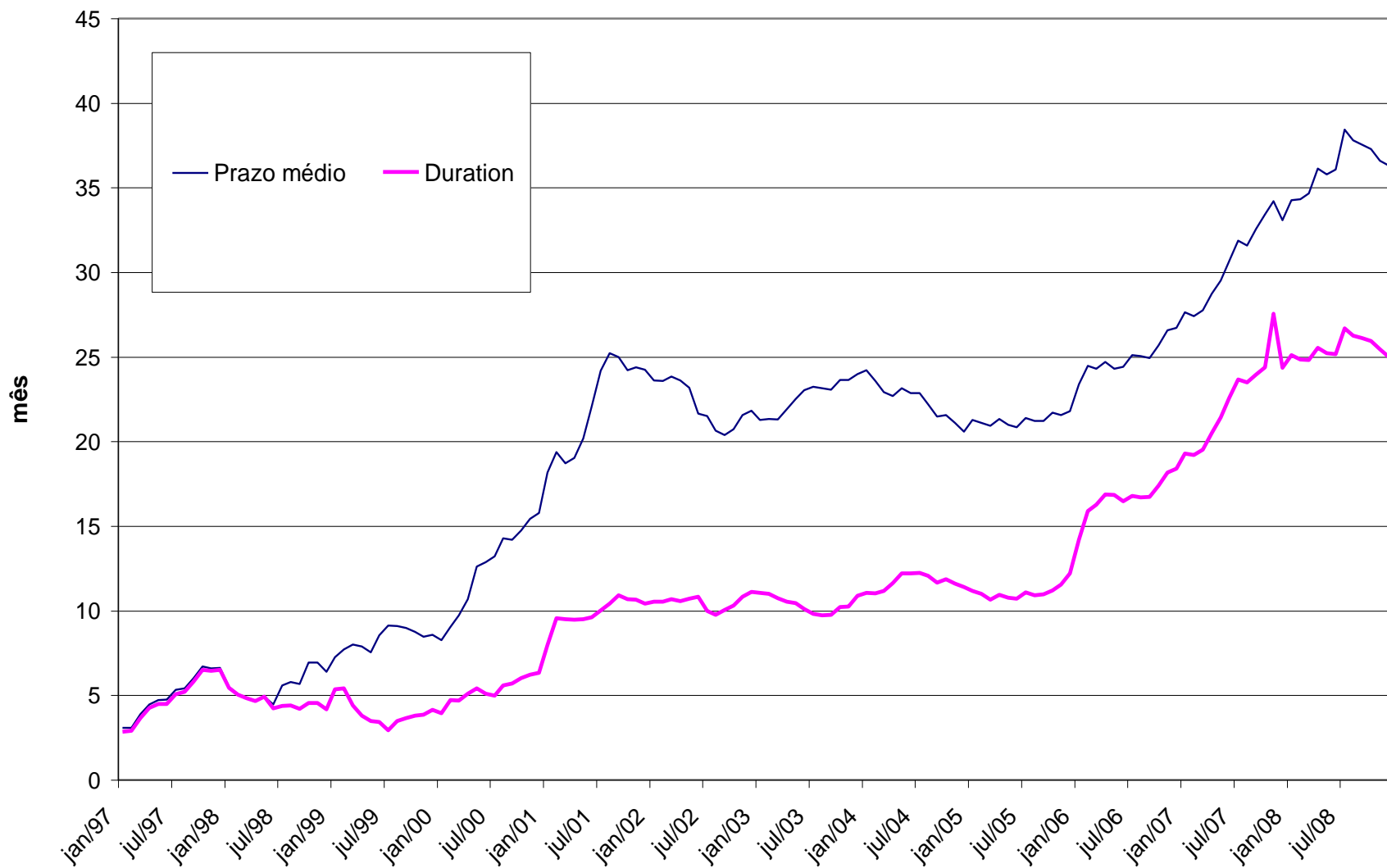
# MTD na América Latina

- MTD cresceu mas ainda é pequeno em termos internacionais: relação títulos de dívida/PIB passou de 17% em 1990 para 35% em 2004; Ásia: 23% para 43%.
- Predominam emissões de títulos público (25% do PIB).
- Títulos são essencialmente de curto prazo (60%), enquanto que na Ásia 80% são de M/LP.
- Operações em mercados secundários são pouco relevantes.

# Relação dívida pública e privada: títulos públicos e títulos corporativos no Brasil



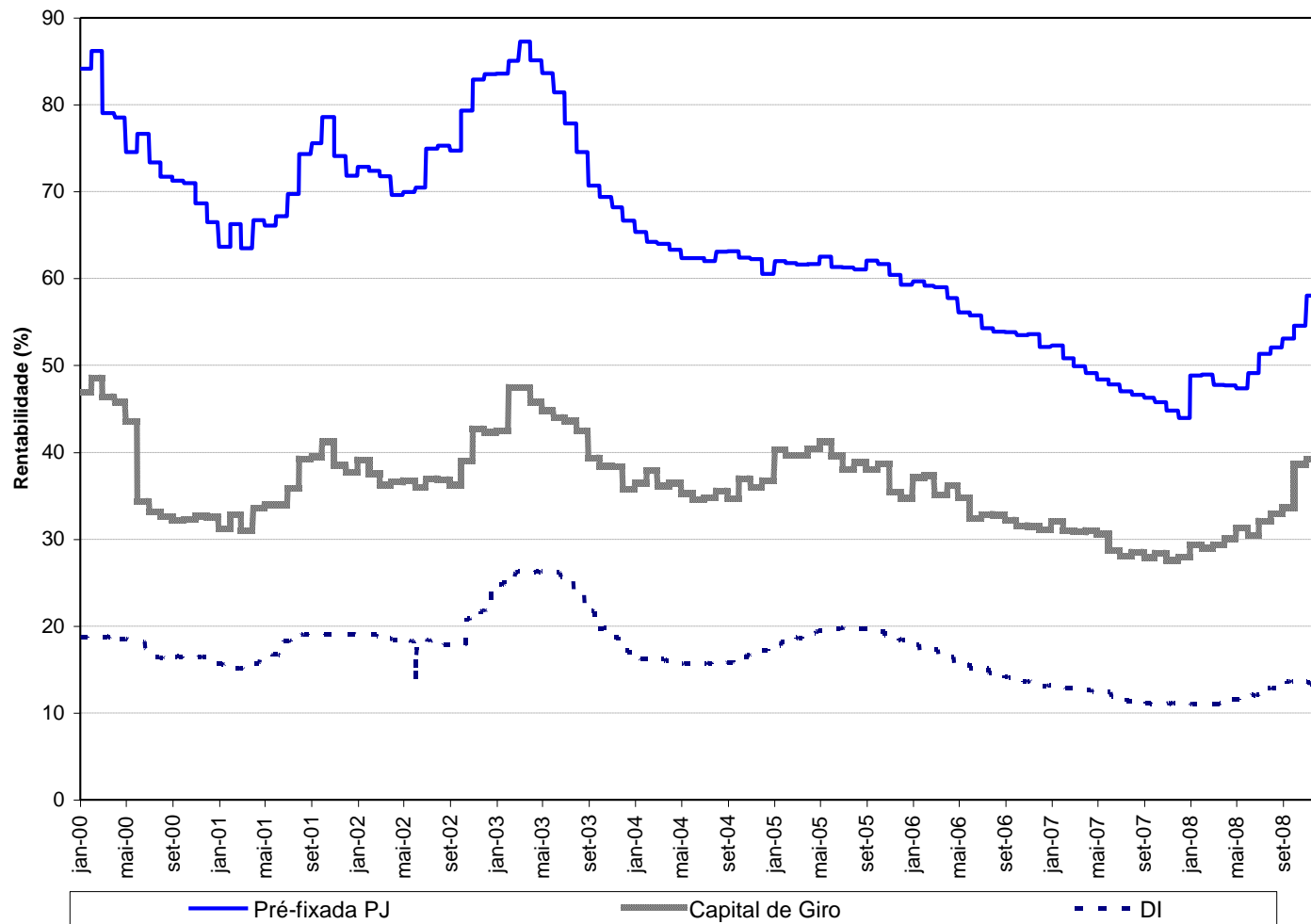
# Prazo e duração média da DPF



# Competição dos títulos públicos indexados...

- LFTs: risco default nulo, livre de risco de mercado (duration zero), oferece remuneração elevada -> lógica do overnight
- Para emissão de títulos corporativos prefixados de maturidade mais longa seria necessário pagar um prêmio de risco extremamente elevado para compensar a sua baixa liquidez, seu maior risco de mercado (face a baixa duration dos títulos públicos) e maior risco de default.
- Alternativas: (i) emissão de títulos de dívida privada prefixados com alta remuneração e prazo curto (notas promissórias); (ii) emissão de debêntures de remuneração média e prazo médio, mas com características semelhantes as LFT (remuneração vinculada a taxa DI), mas ainda assim com um prêmio de risco maior do que essas.

# Taxa de juros para empresas



# Fundos de investimento

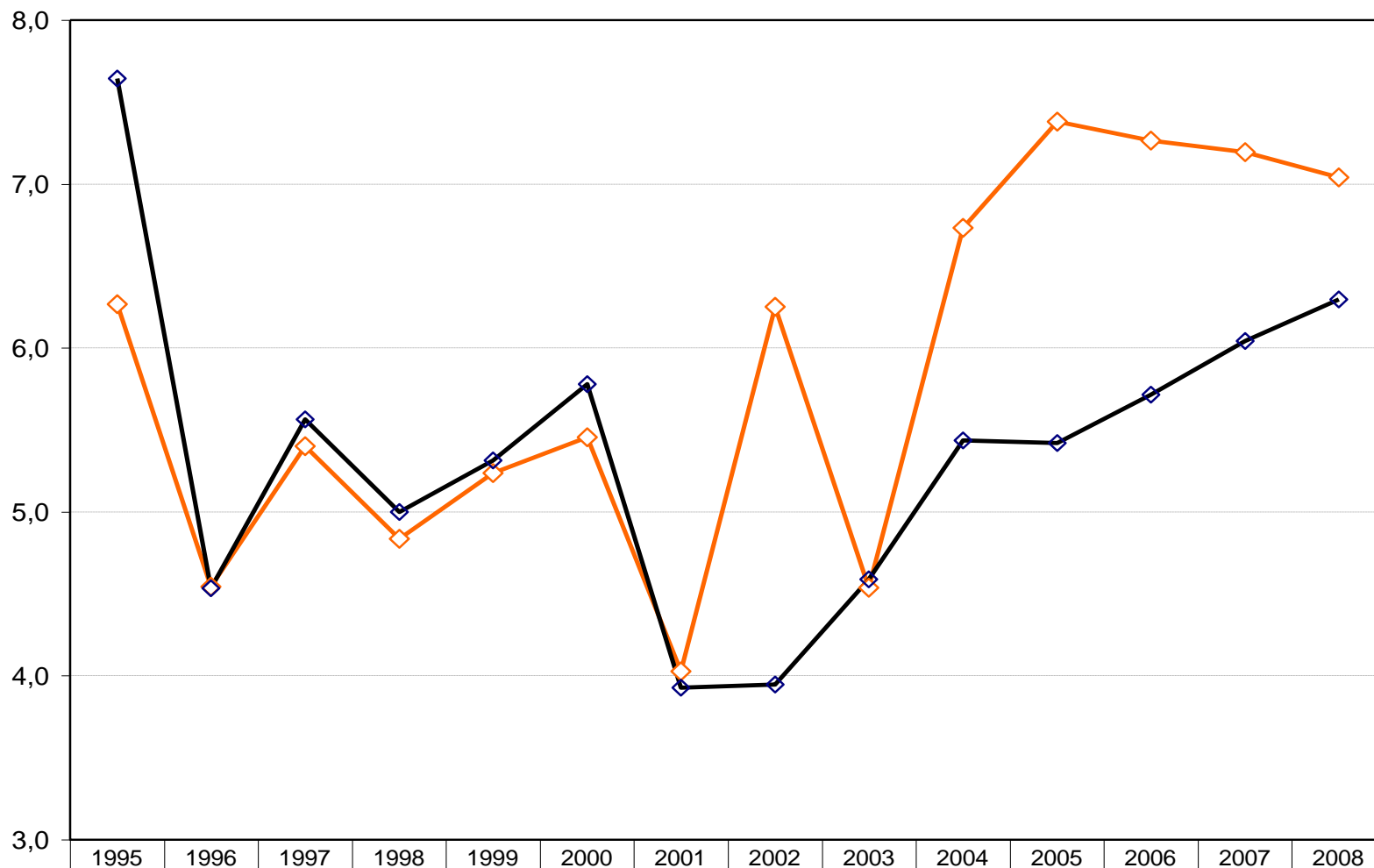
	Operações Compromis.**	Tit.publ. federais	CDB e RDB	Debêntures	Ações	Outros	Total
dez/00	-	76,14	4,52	2,89	11,11	5,35	100,00
dez/01	-	75,16	7,65	4,41	9,52	3,26	100,00
dez/02	-	73,43	5,93	4,76	10,88	5,00	100,00
dez/03	-	75,86	6,77	3,82	10,33	3,22	100,00
dez/04	13,23	58,99	8,44	2,80	11,17	5,36	100,00
dez/05	9,43	60,53	10,66	3,93	11,16	4,30	100,00
dez/06	11,35	54,80	10,18	4,62	15,25	3,81	100,00
dez/07	13,60	47,04	8,96	4,17	21,71	4,53	100,00
dez/08	19,10	41,46	13,70	4,44	14,45	6,86	100,00

Fonte: Anbid.

Dados do Ranking Global de Administração de Recursos de Terceiros.

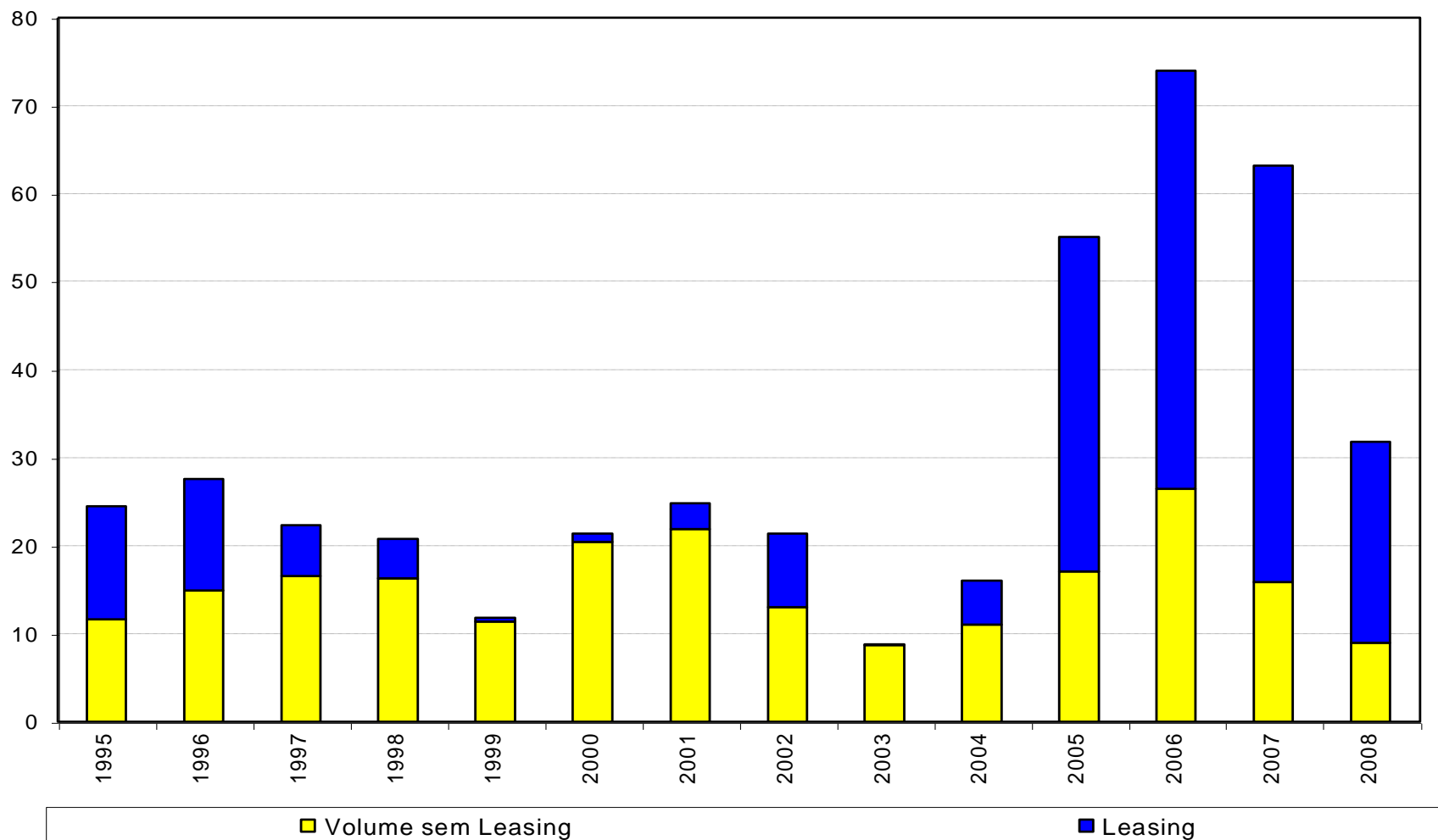
Nota: (\*) Lastro em títulos públicos e privados.

# Prazo médio de emissão debêntures (meses)



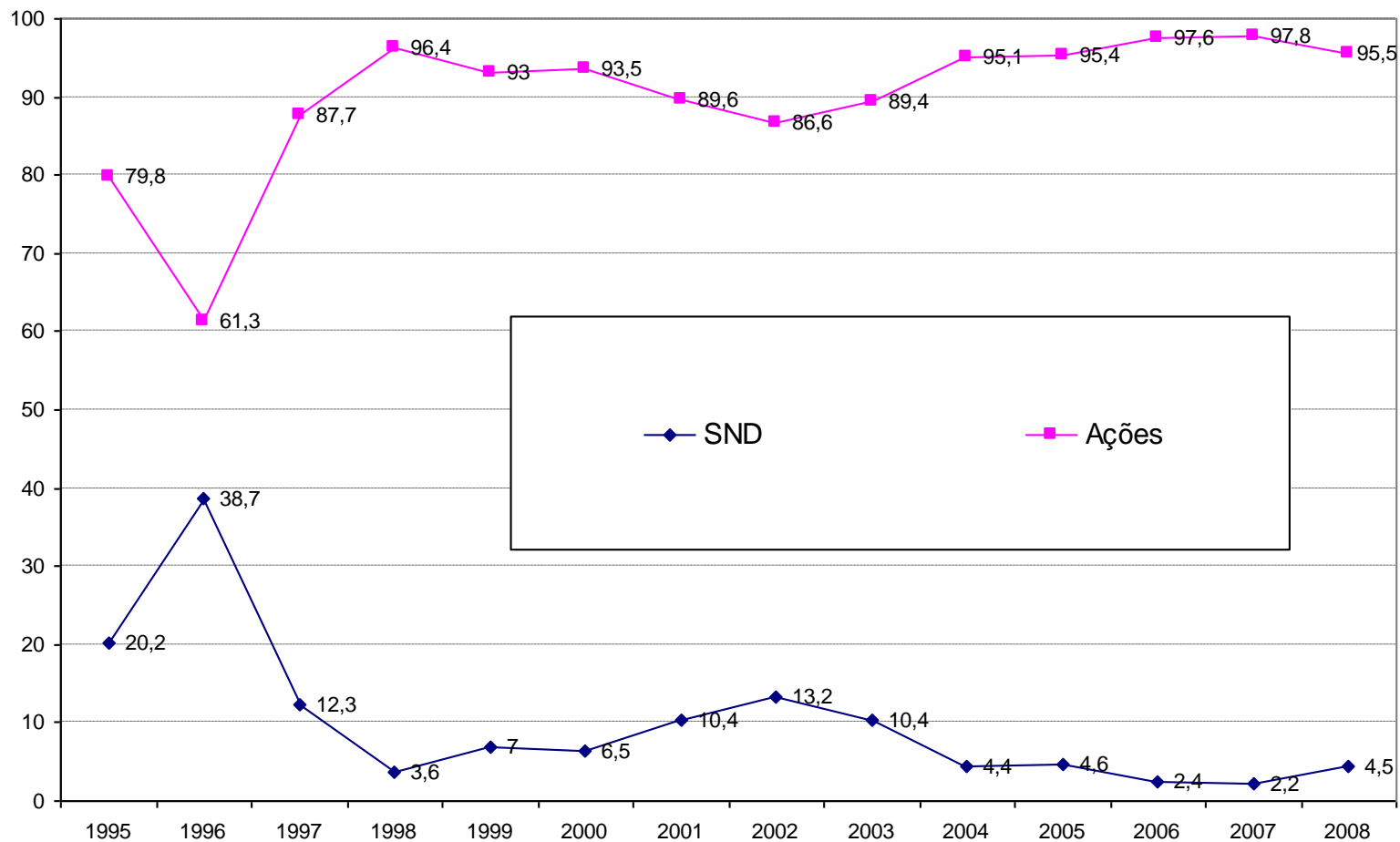
Com Leasing	6,3	4,5	5,4	4,8	5,2	5,5	4,0	6,3	4,5	6,7	7,4	7,3	7,2	7,0
Sem Leasing	7,6	4,5	5,6	5,0	5,3	5,8	3,9	3,9	4,6	5,4	5,4	5,7	6,0	6,3

# Volume emissão de debêntures (R\$ bilhões de dez/2008)





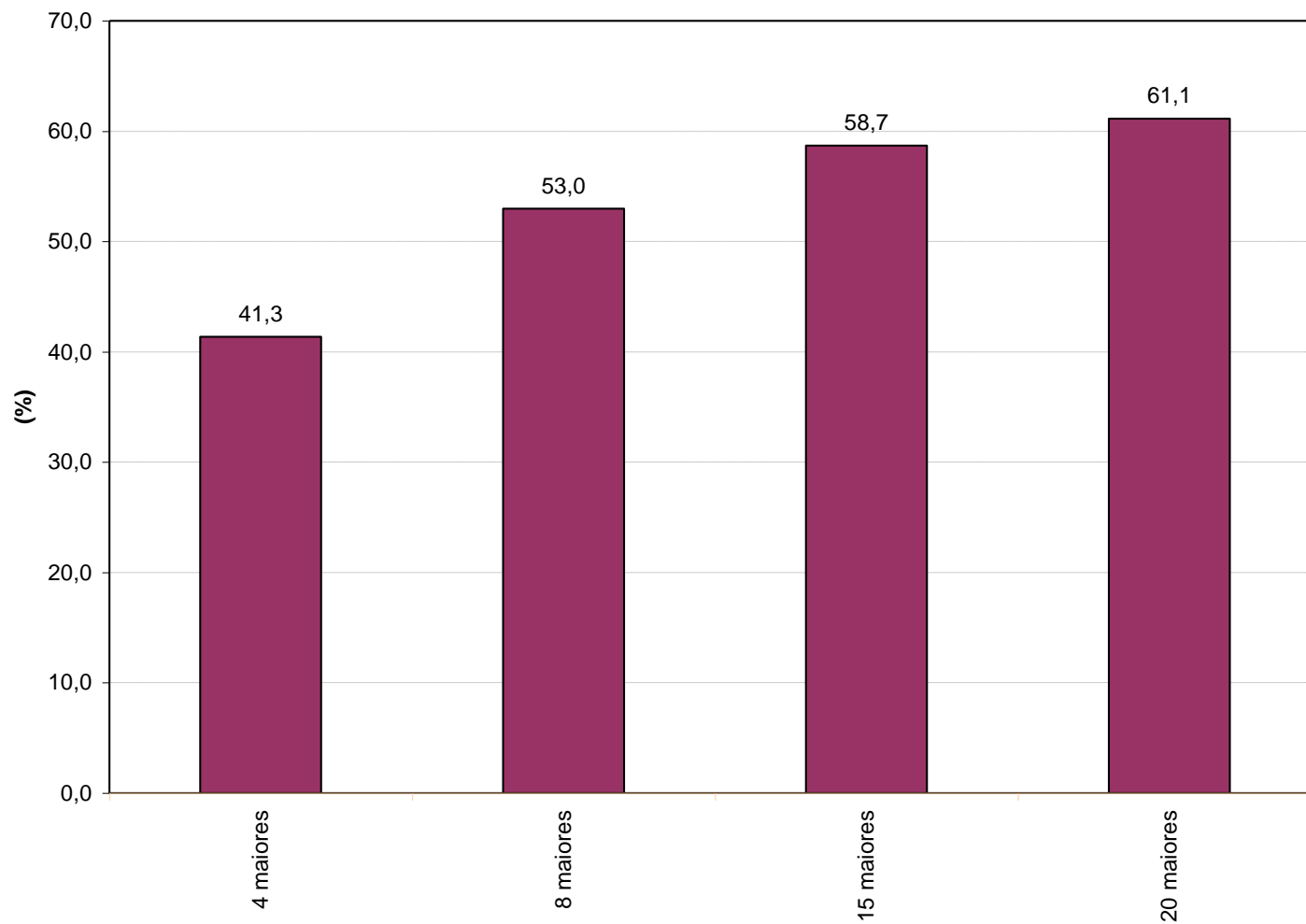
# Mercado secundário (% relativo)



# Porque mercado secundário é pouco denso?

- Baixa padronização das debêntures
- Existência de relativamente poucos emissores
- Distribuição dos papéis concentrada em poucos investidores de grande porte (fundos de investimento e fundos de pensão)
- Moura (2006): pouca variabilidade de preço das LFTs desestimula negociação no mercados secundário, ao contrário das LTNs que tem preço variável de acordo com mudanças nas taxas de juros

# Maiores emissores de debêntures



## Conclusão parcial

- MTD é pró-cíclico; contexto macroeconômico em geral não tem favorecido seu desenvolvimento.
- Existência de títulos indexados a Selic contamina emissão primária de títulos de dívida privada com a lógica de overnight, inibindo desenvolvimento do MTD.
- Mercado secundário pouco denso é fator inibidor, pois MTD tem pouca liquidez.
- Títulos corporativos (debêntures, FDIC) são remunerados a taxa DI e com prazos médios relativamente curtos (5-6 anos): fragilidade financeira das empresas!

# Perspectivas

- Estabilidade macroeconômica e crescimento econômico sustentado tem papel crucial para desenvolvimento do MTD privada.
- Mudanças regulatórias:
  - Medidas para “popularizar” oferta de títulos privados corporativos nos bancos varejistas (fundos específicos lastreados nesses papéis).
  - Tributação + agressiva para estimular aplicação de recursos mais a longo prazo (ex: alíquota de 30% para até 180 dias ao invés de 22,5%).
- Melhoria no perfil da dívida pública, com diminuição de títulos indexados a Selic e crescimento de títulos prefixados.
  - Estímulo ao mercado primário e secundário.

# Bancos públicos federais

- BNDESPAR (Programa de Distribuição Pública de Debêntures): emissão de debêntures simplificadas, com figura do formador de mercado e definição de lote para pulverização no varejo (total de 1,6% em 2007).
- Criação de um fundo específico para atuar como “market maker” no MTD privada, para dar maior liquidez ao mercado secundário de títulos, com participação de bancos públicos e bancos privados.