

Parte 3

Capítulo 5

A base de investidores da Dívida Pública Federal no Brasil¹

Jeferson Luis Bittencourt

1 Introdução

O tema dos detentores da dívida pública é internacionalmente analisado porque a base de investidores, em termos de sua amplitude e diversificação, é um fator decisivo na gestão dessa dívida, em função da sua capacidade de distribuir os riscos inerentes ao financiamento via emissão de títulos. Como destaca o Banco Mundial (2001; 2007), promover uma base de investidores diversificada, em termos de horizontes de investimento, preferências ao risco e motivações para comercialização dos ativos, é vital para estimular os negócios e a alta liquidez dos títulos públicos. Além disso, é fundamental também para viabilizar o financiamento dos governos em diferentes cenários econômicos.

Mesmo um mercado líquido pode perder liquidez se, em um curto espaço de tempo, houver uma entrada ou saída de um grupo de investidores com preferências semelhantes. Por isso, é fundamental uma base de investidores diversificada para fornecer equilíbrio ao mercado. A amplitude e a composição da base de investidores, no entanto, estão associadas a características estruturais da economia do país, como o desenvolvimento e a sofisticação do mercado financeiro, o que torna mais complexo o alcance dessa heterogeneidade.

Com um sistema financeiro ainda fundamentado na atividade bancária, a gestão da dívida pública no Brasil tem buscado, ao longo dos últimos anos, ampliar e diversificar sua base de investidores, bem como aprimorar cada vez mais sua relação com cada um dos grupos detentores de seus títulos. Recentemente, o amadurecimento do mercado de capitais no Brasil – tendo como pano de fundo o momento então vivido de liquidez internacional e o fortalecimento dos fundamentos da economia brasileira – contribuiu para uma expansão da presença de outros agentes na dívida pública. Esses fatores, juntamente com algumas medidas de caráter microeconômico, fizeram com que, paralelamente à expansão da base, se passasse a verificar investidores (principalmente institucionais) mais ativos na gestão dos seus recursos. A diversificação na tomada de decisão sobre as aplicações em títulos públicos, no entanto, não se tem dado na mesma velocidade da diversificação dos seus detentores finais.

Este capítulo tem por objetivo dar uma visão geral dos aspectos referentes à base de investidores em títulos públicos no Brasil, da gestão da Dívida Pública Federal nesse campo e de suas principais tendências. Primeiramente, serão identificadas a composição da base de investidores e o perfil dos agentes em termos de suas preferências por títulos. Na terceira seção, buscar-se-á apresentar como esse tema entrou definitivamente no planejamento estratégico da dívida e como, no seu gerenciamento, o trabalho na base de investidores tem sido conduzido. Também serão mostradas as principais medidas implantadas e as práticas adotadas. Antes

¹ O autor agradece as considerações do organizador, Anderson Silva, e do revisor do capítulo, André Proite, e as contribuições na organização dos dados e os comentários da equipe da Gerência de Relacionamento Institucional da Dívida Pública e da Gerência de Estratégia de Financiamento da Dívida Pública, os quais, obviamente, o autor exime de responsabilidade sobre qualquer impropriedade remanescente.

das conclusões, na quarta seção, serão apresentados as tendências e os desafios nessa atuação, com foco nos principais detentores da dívida.

2 Composição da Dívida Pública Federal² por detentores

Um traço bastante recorrente entre os países da América Latina é a forte presença dos bancos na intermediação financeira. No Brasil, esse fenômeno não influencia somente a discussão sobre a organização do mercado de capitais, mas também está no cerne do debate sobre a dívida pública, principalmente no que tange à sua parcela doméstica. Sabe-se que, no caso brasileiro, o nível de desenvolvimento econômico,³ o histórico de alta inflação e a indexação foram determinantes para a “bancarização” do sistema financeiro. No entanto, não é o objetivo aqui explorar suas causas. No contexto deste capítulo, a relevância da questão bancária está na sua importância para a concentração das decisões de aplicação em títulos da dívida pública.

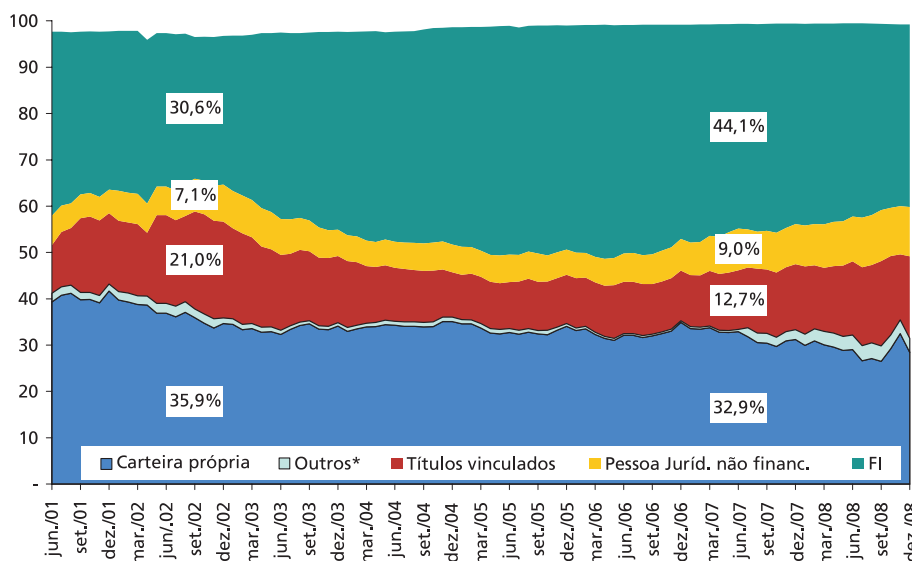
Em dezembro de 2008, a carteira própria dos bancos (tesourarias) ainda detinha quase 30% do total de títulos da DPMFi em poder do público, apesar de esse percentual encontrar-se perto de seu menor nível histórico. Essa participação das tesourarias não chega a ser discrepante em relação a outros países. Segundo Novaes (2005), em 2003, os bancos domésticos detinham 33% do total da dívida mobiliária na Polônia, e na Tailândia essa parcela era de 31,2% (incluindo bancos comerciais e o Banco de Poupança do Governo). Já no México, esse percentual era de 36,9% no mesmo ano (LÓPEZ, 2006). Há de se considerar, porém, que essas participações são calculadas sobre a dívida que inclui o percentual detido pelo Banco Central dos países, diferentemente do referido anteriormente para o Brasil, e que consta no gráfico a seguir. Se forem considerados os títulos na carteira do Banco Central no total dívida, em dezembro de 2003 a participação da carteira própria dos bancos no Brasil era 24,1%, e em dezembro de 2008 esse percentual cai para 20,3%.

Dimensionar a importância do sistema bancário somente por esse percentual não demonstra, todavia, a complexidade da questão. Entendidos como conglomerados financeiros, os bancos, além das tesourarias, incluem corretoras, gestoras de ativos, seguradoras e administradoras de planos de previdência, dentre outras instituições, e, desse ponto de vista, pode-se dizer que estão por trás das decisões de investimento de uma parcela muito maior da dívida. Se a participação dos bancos, como detentores finais, não supera a verificada em outros países, somando-se a esse percentual a participação dos fundos de investimento (FI), também historicamente elevada, em que os gestores de ativos de bancos respondem pela principal parcela, fica claro que, ainda hoje, os conglomerados financeiros detêm uma posição estratégica nas decisões sobre demanda por títulos públicos, como podemos observar no Gráfico 1.

² Embora a nomenclatura Dívida Pública Federal (DPF) seja empregada ao longo deste capítulo, em verdade as estatísticas apresentadas e as análises restringir-se-ão à Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), sua parcela mais representativa (90% do seu estoque em poder do público). Nesse sentido, não serão analisadas neste capítulo as características dos detentores da Dívida Pública Federal externa, que representa aproximadamente 10% da DPF. Essa dívida é composta por títulos emitidos no mercado externo (aproximadamente 76%) e dívida contratual externa (basicamente dívida com o Banco Mundial e com o BID).

³ Apesar de países desenvolvidos, como Japão e Alemanha, terem seus sistemas financeiros baseados na atividade bancária, não raro essa característica aparece associada a países menos desenvolvidos. Como os bancos têm a capacidade de captar os recursos do público, identificar bons projetos, administrar riscos e monitorar a gestão das empresas, seu papel cresce em importância em sistemas jurídicos e contábeis não suficientemente elaborados, típicos de economias não desenvolvidas. (NOVAES, 2005)

Gráfico 1. Detentores da DPMFi em mercado – jun./2001 a dez./2008⁴



Fonte: Banco Central do Brasil

Obs.: *Inclui as categorias patrimônio, câmaras e clientes: pessoa física, pessoa jurídica financeira, outros fundos.

O gráfico anterior, oriundo do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal⁵ (RMD), apresenta uma visão da base de investidores mais voltada para o registro (custódia) do que para o detentor final, ou seja, aquele que se beneficia dos ganhos da aplicação. Exemplo disso são os títulos vinculados,⁶ uma categoria que representava 17,7% da DPMFi em dezembro de 2008, que são ativos cuja detenção final está associada, normalmente, à carteira própria ou a outra pessoa jurídica, mas que estão sendo usados como garantia. Cada uma dessas categorias será definida detalhadamente adiante.

Outro segmento importante, cuja participação na dívida veio a crescer apenas mais recentemente, são as pessoas jurídicas não financeiras (PJNF). Na sua grande maioria, nesta categoria estão títulos públicos em carteiras administradas por fundos de pensão, seguradoras e empresas comerciais ou industriais. Vale destacar que uma parte importante do seu crescimento, de 5,3% em fevereiro de 2006 para 10,6% em dezembro de 2008, decorreu do advento da Conta Investimento, que permitiu a essas instituições, constituindo uma carteira em seu próprio nome, serem isentas de CPMF,⁷ o que antes elas só obtinham em fundos exclusivos. Na realidade, a criação dos fundos exclusivos já havia sido uma maneira de eliminar a incidência da CPMF sobre alguns grandes cotistas, já que o fundo de investimento em si já era isento do referido tributo na movimentação dos ativos em sua carteira.

Assim, fatores tributários foram cruciais para o sucesso da indústria de fundos no Brasil. Por um lado, era uma aplicação em que o investidor estava isento da CPMF em caso de mudança na composição dos ativos,

⁴ A diferença entre a soma das participações no gráfico e o total dos títulos da DPMFi em poder do público é dada pelos títulos recebidos pelo Banco Central como garantias, no âmbito do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) (basicamente NTN-A3).

⁵ Para maiores detalhes, ver Anexo 5.1 do referido relatório. Ver também Anexo 1 deste capítulo.

⁶ Títulos vinculados a depósito compulsório sobre poupança e sobre depósitos a prazo, reserva técnica, aumento de capital, recursos externos, empréstimos de liquidez, caução, depósitos judiciais e câmaras.

⁷ Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira. Sobre a Conta Investimento, ver seção 4.2 do Capítulo 6 da Parte 3.

por outro, a concorrência entre os fundos de investimentos era inibida, já que a migração de um fundo para outro implicava o pagamento do tributo. Esses fatores contribuíram para que a participação desse segmento na dívida pública não fosse afetada consistentemente, nem mesmo na crise da marcação a mercado em 2002.⁸ O gráfico anterior mostra que, no auge da crise, os fundos de investimentos detinham mais de 30% dos títulos domésticos do governo, tendo alcançado sua maior participação em abril de 2006 – 50,5% da DPMFi.

Franco (2006) oferece uma explicação adicional para a origem dessa elevada participação dos fundos de investimentos na dívida pública. Segundo o autor,

[...] a instabilidade macroeconômica, os planos econômicos e a experiência de tratamento ‘descasado’ de ativos e passivos no contexto do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) criaram muitas tensões nos bancos intermediários e distribuidores de LFT e outros títulos com garantia de financiamento no *overnight*. Tendo em vista a conveniência sistêmica de retirar esses riscos dos balanços dos bancos, floresceu uma pujante indústria de fundos mútuos apartados dessas instituições, mas ao mesmo tempo preponderantemente patrocinados por elas, com o objetivo de carregar dívida pública, fragmentar a tarefa em fundos individuais, tal qual depósitos à vista remunerados, pois têm liquidez diária na cota, e retirar o risco de crédito ou de preço do intermediário (banco ou gestor), entregando-o integralmente aos cotistas de tais fundos.

Por fim, no gráfico sob análise, baseado na classificação dos investidores muito mais pelo registro dos títulos do que pelos detentores finais, ainda é apresentada a participação da categoria “outros”, que inclui patrimônio, câmaras e clientes (pessoa física, pessoa jurídica financeira e outros fundos). Nessa categoria, vale ressaltar a categoria “cliente/pessoa física”, que representa cerca de 0,42% da dívida em poder do público, referente aos títulos adquiridos no mercado secundário e por intermédio do Programa Tesouro Direto (o qual representa pouco mais de 0,1% do total da dívida). Já a categoria “cliente/pessoa jurídica financeira”, que abrange instituições financeiras sem conta individualizada no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), chegou a representar 1,14% da dívida em agosto de 2002, e, após reduzir-se paulatinamente, voltou a subir graças à presença de instituições financeiras estrangeiras, representando, em dezembro de 2008, 2,63% do estoque da DPMFi em poder do público.

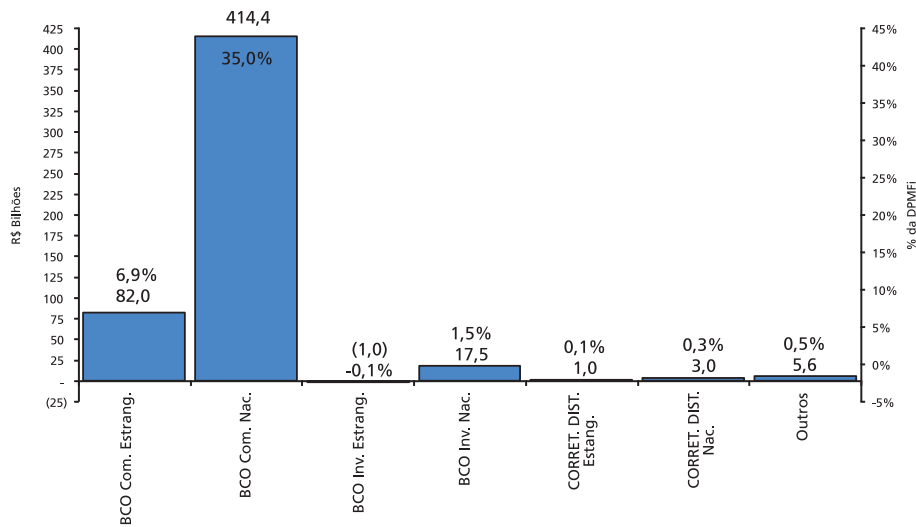
2.1 Principais grupos de investidores da dívida pública

Em função da sua relevância na Dívida Pública Federal, cabe um detalhamento maior de alguns dos principais segmentos da base de investidores. Há de se ressaltar que os dados a seguir já se aproximam do que seriam os detentores finais, não só por desagregar as categorias, mas por considerar os “títulos vinculados” propriedade das diferentes instituições.

No que tange à carteira própria, a distribuição apresentada no Gráfico 2 evidencia a força do varejo e dos bancos nacionais. As instituições de varejo representam 95% do segmento, e as nacionais representam quase 80%. No conjunto, as instituições nacionais alcançam mais de 83% do segmento e 55,5% da DPMFi em poder do público.

⁸ Em 31 de maio de 2002, o Banco Central (BC), em decisão conjunta com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instruiu os fundos de investimento no país a apreçarem os ativos financeiros em carteira ao valor de mercado a partir do dia 1º de junho daquele ano. Embora essa tenha sido uma medida legítima do ponto de vista financeiro, principalmente com vistas a proteger o aplicador de perdas potencialmente maiores, o evento que ficou conhecido como “episódio da marcação a mercado” teve várias implicações sobre a dinâmica da dívida pública e sobre a indústria de fundos de investimento nos meses subsequentes.

**Gráfico 2. Composição dos grandes grupos de detentores da DPMFI
Carteira Própria – dez./08**



Fonte: Banco Central do Brasil

Reforçando essa constatação, segundo dados do Banco Central, em dezembro de 2008, dos cinquenta maiores bancos atuando no Brasil, apenas vinte possuíam controle estrangeiro. Entre as dez maiores instituições do sistema financeiro nacional em termos de ativos totais, apresentadas na Tabela 1, apenas três tinham controle estrangeiro.

**Tabela 1. Maiores instituições do sistema financeiro nacional (SFN), em ativos totais
(R\$ bilhões) – dez./2008⁹**

Instituição	Ativos totais	% do SFN
Itaú	631,33	19,1%
BB	507,35	15,4%
Bradesco	397,34	12,0%
Santander	344,68	10,4%
CEF	295,92	9,0%
HSBC	112,10	3,4%
Votorantim	75,08	2,3%
Safra	66,53	2,0%
Nossa Caixa	54,28	1,6%
Citibank	40,48	1,2%
Subtotal	2.525,09	75,2%
BNDES	272,09	8,2%
Total	2.797,19	83,4%

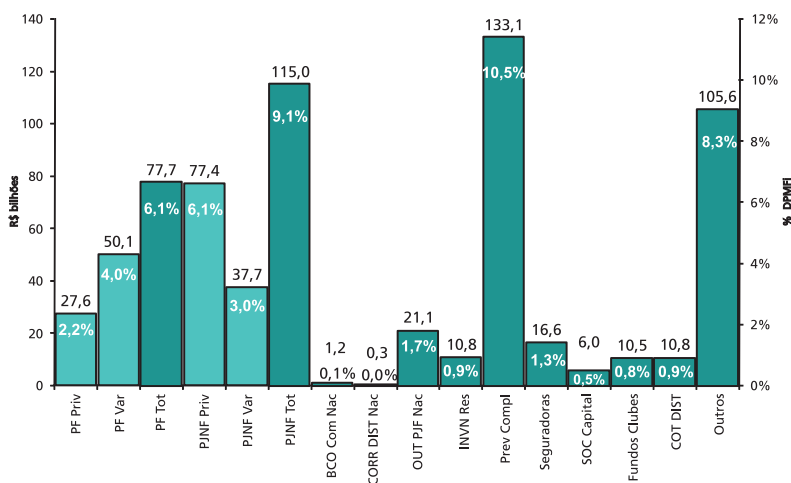
Fonte: Banco Central do Brasil

⁹ Apesar de ter-se mostrado mais resistente que em outros países, como é comum nos episódios de crise internacional, o sistema bancário brasileiro tem passado por um processo de concentração. No segundo semestre de 2008, entre os maiores bancos do Brasil, o Santander (7º no *ranking* de ativos em junho) adquiriu o ABN Anro Bank (5º), o Itaú (2º) fundiu-se com o Unibanco (6º), o Banco do Brasil (1º) anunciou a aquisição da Nossa Caixa (11º) e de parte do Banco Votorantim (9º).

Os fundos de investimento, em dezembro de 2008, tinham um patrimônio líquido de quase R\$ 1,1 trilhão, dos quais mais de dois terços estavam aplicados em títulos públicos. Em termos de custos, a taxa de administração média dos fundos de renda fixa de varejo ficou ao redor de 1% em 2008.¹⁰ Não raro, também são cobradas taxas de desempenho sobre o quanto a gestão conseguir superar a rentabilidade de referência (geralmente CDI), cabendo as perdas exclusivamente aos cotistas.

A composição dos detentores dos títulos públicos em fundos de investimentos apresenta uma concentração menor, comparativamente à carteira própria, entre os diferentes tipos de instituições. Entidades de previdência complementar, pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras são os detentores mais importantes, respondendo por 26,2%, 15,3% e 22,6%, respectivamente, do total dos títulos públicos em fundos de investimentos. A participação de cada segmento no total da dívida em poder do público e o volume de recursos em títulos públicos por eles detidos são apresentados no Gráfico 3.

Gráfico 3. - Composição dos grupos de detentores da DPMFi – fundos de investimentos – dez./2008



Fonte: Banco Central do Brasil

Obs.: Quanto às nomenclaturas utilizadas no gráfico: pessoa física varejo (PF Var.) e pessoa física **private** (PF Priv.), pessoa física total (PF Tot.), pessoa jurídica não financeira varejo (PJNF Var.) e pessoa jurídica não financeira **private** (PJNF Priv.), pessoa jurídica não financeira total (PJNF Tot.), Banco Comercial Nacional (BCO Com. Nac.), Corretora-Distribuidora Nacional (Corr. Dist. Nac.), outras pessoas jurídicas financeiras nacionais (Out. PJF Nac.), investidor não residente (Inv. N. Res.), previdência complementar (Prev. Comp.), seguradora, sociedade capitalização (Soc. Capital), fundos clubes, cotista distribuidor (Cot. Dist.), outros em FI (Outros).

A estreita relação entre os fundos de investimentos e os bancos fica mais clara quando se analisa o *ranking* de patrimônio líquido dos maiores gestores. Dos dez maiores gestores de fundos de investimentos, oito estão entre os dez maiores bancos. Isso indica que a vantagem da desconcentração dos detentores dos fundos tende a ser contraposta pela concentração da gestão, principalmente pela proximidade desta com as tesourarias, o que se reflete em uma concentração da demanda por determinados instrumentos, contrapondo o efeito da diversificação de detentores.

¹⁰ Apesar da taxa média apresentada, há uma clara segmentação das taxas por volume aplicado. Em 2006, para as carteiras com aplicação inicial até R\$ 5 mil, as taxas variam de 1,5% a 5,5%; entre R\$ 5 mil e R\$ 100 mil, de 0,85% a 3,5%; e acima de R\$ 100 mil, de 0,30% a 1,5%.

Tabela 2. Maiores gestores em patrimônio líquido (R\$ bilhões) – dez./2008

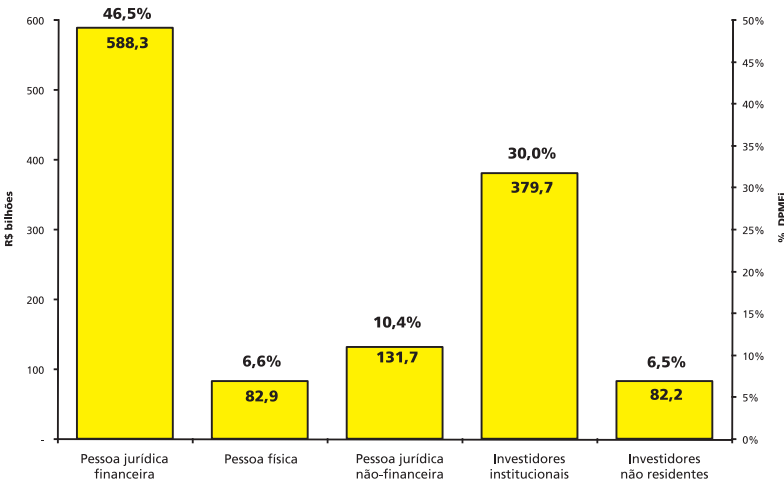
Instituição	Patrimônio líquido	% do total
BBDTVM S.A.	233,19	21,4%
Bradesco	151,66	13,9%
Itaú	138,20	12,7%
Santander	80,49	7,4%
Caixa	76,52	7,0%
HSBC	46,66	4,3%
Unibanco	45,53	4,2%
UBS Pactual	40,89	3,8%
Banco Safra	24,97	2,3%
Nossa Caixa	24,70	2,3%
Subtotal	862,81	79,3%
Total	1.088,50	

Fonte: Anbid

2.1.1 Quem são os detentores finais da dívida?

Antes de uma análise da composição da carteira de títulos públicos de cada segmento, vale a tentativa de conhecer quem são de fato os detentores finais dos títulos públicos. Dada a base da classificação apresentada anteriormente, muito mais voltada para o registro do título, buscou-se informações¹¹ no Banco Central e na CVM para reorganizar os detentores da dívida pública em classes que servissem de *proxy* para a demanda por títulos públicos, considerando seu detentor final.¹² O resultado desse exercício é apresentado no Gráfico 4.

Gráfico 4. Composição dos detentores finais da DPMFi – dez./2008



Fonte: Banco Central do Brasil

¹¹ O autor agradece a Beatriz da Costa Lourenço Florido, do Banco Central do Brasil, e a Luiz Américo Ramos, da Comissão de Valores Mobiliários, pelas informações e preciosos esclarecimentos oferecidos.

¹² Esta é apenas uma *proxy*, pois suposições foram necessárias para classificar alguns segmentos. Além disso, há uma diferença da ordem de R\$ 4 bilhões (0,3% do total da DPMFi) entre os componentes e o total da DPMFi, referentes a títulos vinculados, cuja propriedade não foi determinada entre as categorias estabelecidas.

Para chegar-se a essa composição, foram agregados em “pessoa jurídica financeira”: i) os recursos das tesourarias; ii) os valores detidos por pessoa jurídica financeira que não tem conta individualizada no Selic; e iii) instituições financeiras detentoras de fundos de investimento, quais sejam: Banco Comercial Nacional (Bco. Com. Nac.), Corretora Distribuidora Nacional (Corr. Dist. Nac.), outras pessoas jurídicas financeiras nacionais (Out. PJF Nac.) e cotista distribuidor (Cot. Dist.).

Para compor o segmento “pessoa física”, foram somadas às aplicações em fundos de investimentos de pessoas físicas varejo e *private* (PF Var. e PF Priv., respectivamente) os recursos detidos diretamente por essas pessoas (Conta Cliente Pessoa Física, Anexo 5.1, RMD). Já o segmento “pessoa jurídica não financeira” foi composto pelas aplicações em fundos de investimentos de pessoas jurídicas não financeiras varejo e *private* (PJ Var. e PJ Priv., respectivamente) e recursos detidos diretamente por elas (Conta Cliente PJNF, Anexo 5.1, RMD), excluído o que é detido por investidores institucionais e estrangeiros.

Os “investidores institucionais” são compostos por fundos de investimentos dos segmentos previdência complementar (Prev. Comp.),¹³ seguradora, sociedade capitalização (Soc. Capital), fundos clubes, outros em FI (Outros), outros fundos (Conta Cliente Outros FI, Anexo 5.1, RMD). Além disso, somaram-se também todos os recursos administrados por entidades de previdência complementar, seguradoras (inclusive de saúde) e sociedade de capitalização (recursos em Conta Cliente PJNF, Anexo 5.1, RMD). Por fim, a categoria “investidor não residente” foi formada pela participação destes em fundos de investimentos (Inv. N. Res.) e em todas as outras contas.

Por essa reclassificação, percebe-se que a concentração não é tão marcada em termos dos detentores finais dos títulos. A participação de investidores institucionais e não residentes supera 36,5% da dívida, ou seja, uma parcela significativa com perfil voltado para investimentos de prazo mais longo, mesmo observando o efeito da crise sobre a carteira desses agentes. Considerando que ainda há uma parcela de poupança de longo prazo que poderia ser detida por pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras, pode-se dizer que, em termos de detentores finais, ainda há um potencial para alongamento dos prazos da dívida.¹⁴

2.2 Características das carteiras dos principais detentores¹⁵

O diagnóstico sobre a estrutura dos detentores da dívida pública mostra que a concentração daqueles que efetivamente se beneficiam do rendimento dos títulos não é tão grande. Então, cabe uma análise sobre o perfil da demanda desses investidores para uma avaliação sobre o potencial de alongamento da dívida e de melhora na sua composição.

A composição das carteiras de títulos públicos, em termos de prazos e indexadores, fornece uma importante informação sobre a atuação de cada segmento no mercado. Analisando a demanda das tesourarias dos bancos (carteira própria) em termos de indexadores, como era de esperar, há uma preponderância dos títulos prefixados e indexados à taxa Selic, como evidenciado no Gráfico 5. No entanto, o crescimento do percentual dos papéis prefixados na carteira própria é um fenômeno recente que veio com a estabilização da economia brasileira e a consolidação dos seus fundamentos. Outra característica é a afinidade com os

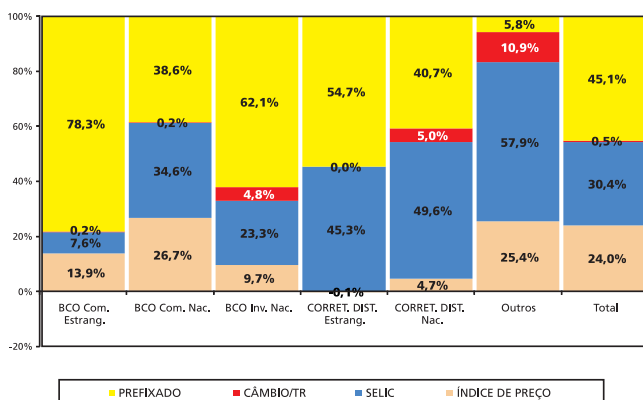
¹³ Inclui previdência complementar aberta, previdência complementar fechada e regimes próprios de previdência de estados e municípios.

¹⁴ Os dados disponíveis, tanto para o Brasil quanto para outros países, não permitem uma comparação mais acurada em termos de detentores finais. A desagregação que permitiu essa análise só existe com dados a partir de janeiro de 2007. Para 2003, Novaes (2005) indica que a Polônia tinha 50% da sua dívida (incluindo aquela em poder do Banco Central) nas mãos de instituições não financeiras, e a Tailândia, 59%. Para o Brasil, se incluirmos a dívida no Banco Central, esse número seria 42,4%.

¹⁵ Como no caso dos detentores finais da dívida, aqueles dados que subsidiam esta seção apresentam uma série muito curta, a partir de janeiro de 2007, de modo que, apenas a título de comparação, se apresenta aqui a posição, em termos de prazos e indexadores, dos segmentos de cada grupo de detentor.

títulos prefixados dos bancos com controle estrangeiro – nenhuma das instituições desse grupo tem menos que 50% de títulos prefixados na carteira –, ao passo que percentuais elevados de títulos indexados à Selic se encontram em instituições nacionais, que, por serem as mais representativas, acabam fazendo com que esses títulos representem quase um terço do total do segmento.¹⁶

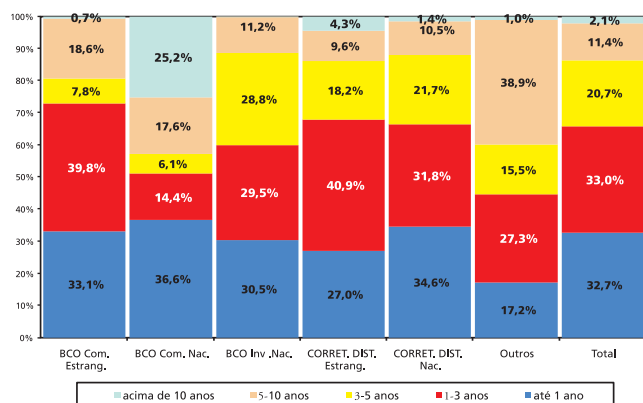
Gráfico 5. Composição da carteira de títulos públicos por indexador – carteira própria – dez./2008



Fonte: Banco Central do Brasil

Em termos de prazo, as tesourarias estão concentradas principalmente em títulos com prazos mais curtos (até três anos). Destacam-se os bancos comerciais (estrangeiros e nacionais) e os bancos de investimento nacionais, os mais representativos no total da DPMFi, que possuíam em dezembro de 2008 mais de 50% de sua carteira atrelada a títulos com no máximo três anos de prazo. Vale destacar o reflexo da evolução recente do alongamento da dívida pública, uma vez que esses grupos, em julho de 2007, mantinham mais de 75% de suas carteiras em títulos com prazo de até três anos.

Gráfico 6. Composição da carteira de títulos públicos por prazo – carteira própria – dez./2008



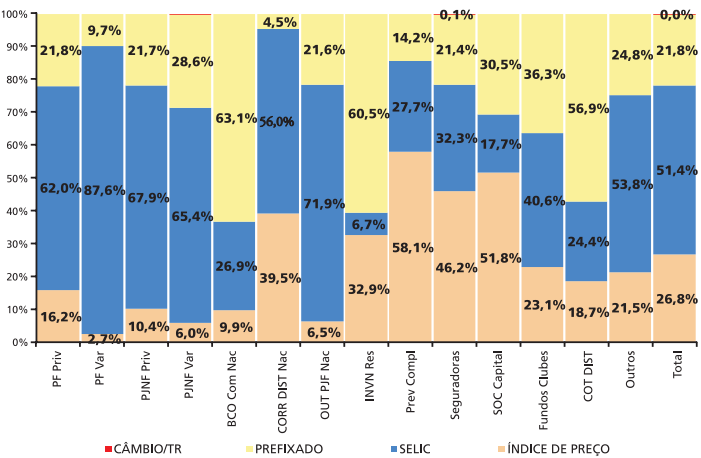
Fonte: Banco Central do Brasil

¹⁶ Os bancos de investimento estrangeiros foram omitidos dos gráficos desta seção porque em dezembro de 2008 apresentavam uma posição líquida vendida na carteira de títulos públicos da ordem de R\$ 1 bilhão (0,2% do segmento carteira própria), o que distorce a comparação. Essa posição negativa estava totalmente concentrada em títulos prefixados com até cinco anos.

A experiência internacional tem mostrado que os investidores institucionais são cruciais para o funcionamento do mercado de dívida pública de um país. No Brasil, eles se constituem em um grupo com objetivos de investimento relativamente homogêneos, mas que deveria seguir estratégias próprias em função, por exemplo, da maturidade do negócio. Como resultado, a demanda destes por títulos públicos abarcaria desde títulos prefixados de curto prazo até instrumentos de longo prazo indexados à inflação. No entanto, há uma dificuldade inicial, no caso brasileiro, para se fazer comparação com o caso de outros países, pela existência, e tão difundida utilização, de um instrumento com taxa de juros repactuada diariamente, baseada nas operações compromissadas do Banco Central.

Apesar do amadurecimento recente do mercado de capitais no Brasil, esse traço ainda é bastante comum entre as carteiras de títulos públicos dos vários detentores de fundos de investimentos. Chama atenção que investidores – não só institucionais – com passivos de características distintas, como fundos e clubes de investimentos, planos de previdência e seguradoras, mantenham ainda uma parcela não desprezível de seus ativos em títulos indexados à taxa Selic (conhecidos por LFT). Contribuiu para isso a característica do período em tela, marcado pelo movimento de alta dos juros básicos pelo Banco Central.

Gráfico 7. Composição da carteira de títulos públicos por indexador – fundo de investimento – dez./2008

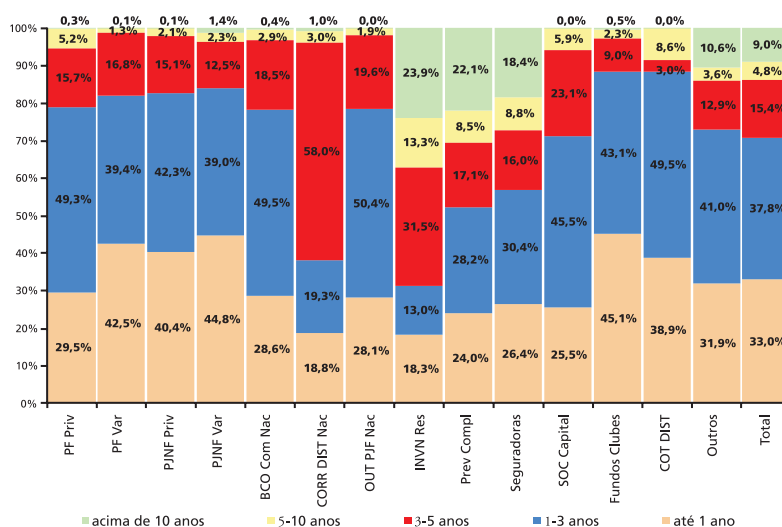


Fonte: Banco Central do Brasil

O gráfico anterior indica que, quanto mais difuso é o objetivo de investimento do grupo, maior é o percentual de LFT no fundo. Assim, os grupos “pessoa física” e “pessoa jurídica não financeira” (varejo ou *private*) carregam uma parcela maior desses títulos, bem como aqueles grupos mais ligados ao setor financeiro, à exceção dos bancos comerciais nacionais. Vale ressaltar que esses segmentos aumentaram de maneira homogênea suas carteiras de LFT, fazendo com que em um ano a parcela desses títulos no total da carteira dos fundos de investimentos aumentasse 10 p.p., alcançando mais da metade de suas carteiras de títulos públicos. Nota-se, ainda, a evidente preferência dos investidores não residentes por títulos prefixados e remunerados por índices de preços, que representam quase 95% de sua aplicação em fundos de investimentos. Nem mesmo o recente ciclo de aumento da taxa Selic fez com que esses investidores aumentassem seu apetite por LFT, cujo percentual da carteira aumentou somente dois pontos de dezembro de 2007 para dezembro de 2008.

Em termos de prazo, além de refletir a distribuição por indexadores, é evidente a presença de mais títulos de curtíssimo prazo na carteira de clientes de varejo e um maior percentual de títulos com prazo superior a três anos entre os fundos de clientes *privates*. Apesar de essa diferença não ser expressiva, sinaliza um esforço maior de gestão do administrador da carteira, que, neste último caso, deixa simplesmente de comprar títulos com baixo risco de mercado, buscando agregar valor ao fundo. Apesar de esse grupo ser mais difuso em suas preferências, os investidores estrangeiros têm uma carteira mais longa que a dos investidores institucionais nacionais, mesmo que se compare especificamente com a previdência complementar.

Gráfico 8. Composição da carteira de títulos públicos por prazo – fundo de investimento – dez./2008



Fonte: Banco Central do Brasil

2.3 Administração própria versus gestão terceirizada: uma análise das carteiras

Se, por um lado, uma indústria de fundos desenvolvida representa uma vantagem para o mercado financeiro brasileiro, em função da sua capacidade de captar poupança, por outro, a predileção por instrumentos como a LFT acaba, de certa maneira, dificultando o alcance dos objetivos de gestão da dívida pública. Além disso, aspectos regulatórios também dificultam qualquer busca por restringir a liquidez diária, o que inevitavelmente induz a uma maior demanda por títulos com essas características.

Nesse contexto, apesar de a base de detentores finais da dívida não ser tão concentrada, a gestão das carteiras de títulos públicos é bastante centralizada em agentes cujo estímulo para a negociação responde primordialmente a considerações de ordem tática (MOURA, 2005). Isso faz com que suas posições ainda permaneçam centradas em LFT, por oferecerem menor exposição a risco no espectro mais curto da curva de juros dos títulos públicos, diminuindo os estímulos ao alongamento dos prazos da dívida. Consequentemente, reduz-se a transparência para a formação de preços no mercado à vista dos papéis menos negociados.

Franco (2006) argumenta ainda que a liquidez diária oferecida pelos fundos de investimento, associada à divulgação diária das cotas desses fundos, é um dos fatores fundamentais que induzem a uma presença expressiva de LFT nessas carteiras. Essa combinação levaria a um movimento de saques ao menor sinal de

perdas desses fundos. É justamente para custear os saques que os gestores manteriam em suas carteiras uma grande parte dos ativos nesses títulos com duração de um dia e elevada liquidez.

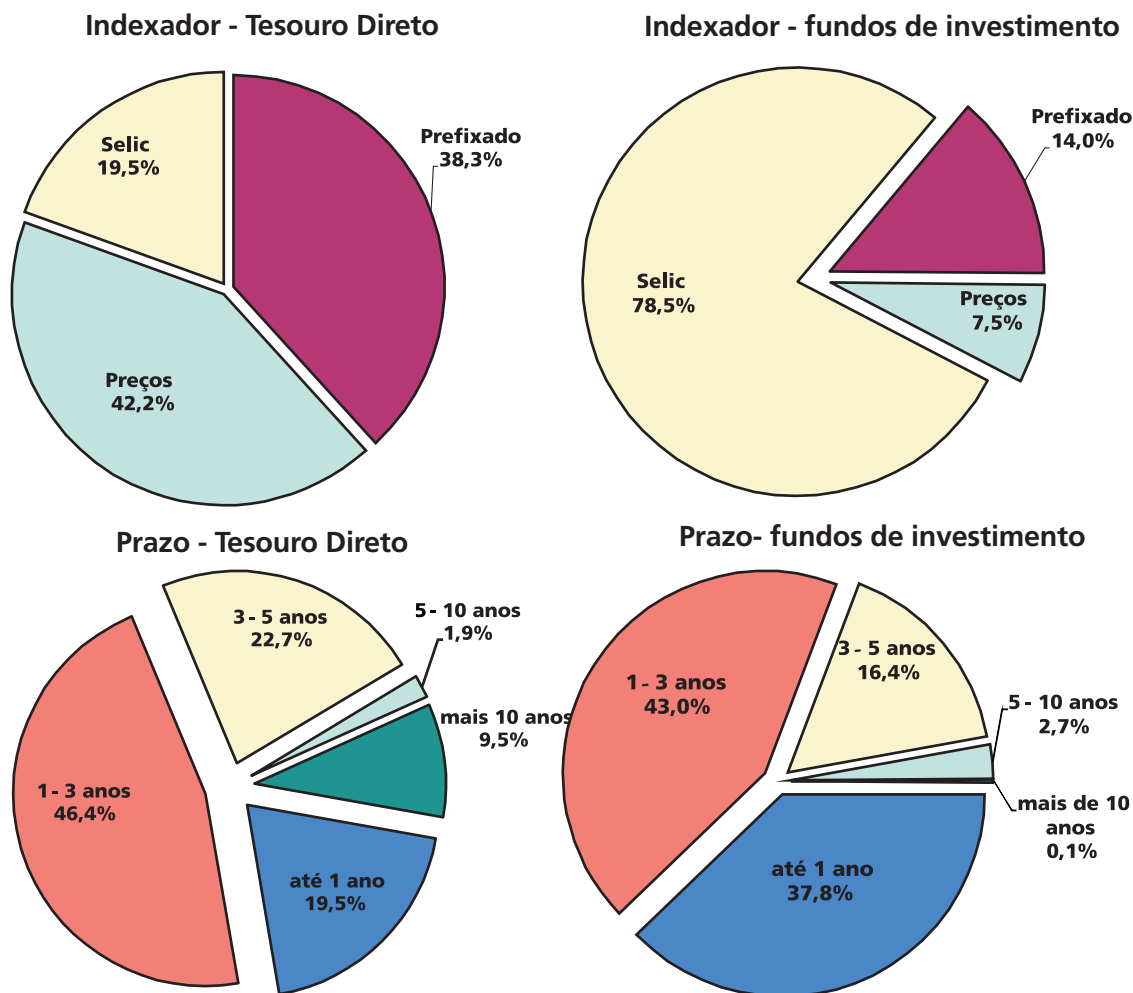
Outra forma de manifestação desse problema no perfil da carteira dos fundos de investimentos é a chamada “cultura do CDI”. Segundo Garcia e Salomão (2006), um administrador típico de fundo de investimentos não quererá, ou até mesmo não poderá, comprar títulos com taxa fixa no lugar de LFT, se for obrigado a prover diariamente rentabilidade igual ou maior que a do CDI. Em última instância, a liquidez dos fundos de investimentos, associada a uma referência diária, termina por condicionar a demanda desse segmento e, conseqüentemente, o perfil da própria dívida.

Nesse quadro, a visão tática acaba tendo uma preponderância sobre a orientação estratégica da aplicação dos recursos, relegando-se a um segundo plano as questões referentes a prazo e perfil dos investidores em relação a aspectos como a liquidez diária dos ativos. Para essa preponderância contribui também a falta de uma cultura financeira maior, não só de uma parcela significativa das pessoas físicas e jurídicas, mas até mesmo de alguns investidores institucionais, que delegam enorme liberdade sobre a gestão dos seus recursos aos bancos e às gestoras de ativos.

Com isso, grande parte dos recursos, principalmente nos fundos de investimentos/fundos mútuos, é gerida pouco se levando em consideração os objetivos do investidor em termos de prazos da aplicação ou o perfil do poupador em termos de aversão ao risco, por serem comercializados quase sem nenhuma segmentação. Assim, os recursos acabam sendo aplicados em títulos que geram menor risco para o gestor – em termos de desvios em relação a um índice de referência genérico – e que possibilitem liquidez diária, uma exigência comum dos clientes. Uma boa maneira de cotejar o efeito da gestão sobre o perfil dos investimentos é comparando a carteira de títulos públicos das pessoas físicas em fundos de investimento com suas aplicações no Tesouro Direto.¹⁷

¹⁷ Programa de venda de títulos públicos federais para pessoas físicas via internet. Para maiores detalhes, ver Capítulo 7 da Parte 3.

Gráfico 9. Composição da carteira de títulos públicos das pessoas físicas – dez./2008



Fonte: Banco Central do Brasil e Secretaria do Tesouro Nacional/MF

Apesar de alguma diferença que possa haver entre as pessoas físicas que investem em títulos públicos via Tesouro Direto e via fundos de investimento, não se pode negar que o público de ambos é muito semelhante. Os gráficos de dezembro de 2008 deixam claro que o gestor concentra os recursos sob sua responsabilidade em títulos curtos (80,8% em até três anos) e indexados à taxa Selic (78,5% em LFT), ao passo que tomando as próprias decisões de investimento a pessoa física aplica principalmente em títulos prefixados e indexados à inflação (80,5%), buscando maior diversificação em termos de prazo (32,8% com prazo superior a três anos).

Vale destacar que – não somente em termos estáticos, mas também em termos dinâmicos – a condução dos investimentos diretamente pelas pessoas físicas e pelos gestores que administram as carteiras dessas mesmas pessoas é bastante distinta. Entre junho de 2007 e dezembro de 2008, período que abarca todo o recente ciclo de elevação da taxa de juros pelo Banco Central, a carteira de LFT dos fundos de investimentos de pessoas físicas cresceu cerca de 20 p.p. até chegar aos atuais 78,5%, ao passo que, no âmbito do Tesouro Direto, houve uma redução de cerca de 2 p.p. nessa participação. Isso indica, além da resposta mais lenta,

que a demanda de títulos públicos das pessoas físicas considera outros fatores que não somente a liquidez diária e que a proteção contra as variações da taxa de juros pode não ser o mais importante para o aplicador, embora esses sejam fatores fundamentais para os gestores.

Outro caso representativo é o dos fundos de pensão (entidades fechadas de previdência complementar). A diferença entre a participação de títulos prefixados, indexados a índices de preços e de prazos mais curtos, principalmente, também evidencia essa discrepância entre a gestão própria e a terceirizada. Em dezembro de 2006 – último dado disponibilizado pela Secretaria de Previdência Complementar –, enquanto a parcela de títulos prefixados nos fundos de investimento chegou a 32,6%, na gestão própria dos fundos de pensão não passava de 2%. Já a parcela de títulos remunerados por índices de preços na carteira própria era de 82,7%, enquanto nos fundos de investimentos era de 48,5%. Por fim, o percentual de títulos com prazo de até três anos na carteira administrada pelos próprios fundos era de 25%, ao passo que nos fundos de investimentos era de 60%.

Duas particularidades, porém, diferenciam esse tema do ponto de vista da pessoa física e dos fundos de pensão. No caso destes últimos, a discrepância entre a gestão própria e a terceirizada vinha se reduzindo gradativamente em função da queda nas taxas de juros. Por sua vez, um processo de segregação da gestão da carteira pelos fundos de pensão impõe limites à convergência entre a gestão própria e a terceirizada.

Em relação ao primeiro ponto, com os juros menores no curto prazo até 2007, era natural que as entidades procurassem um alongamento da carteira com títulos que oferecessem proteção contra a inflação para fazer frente a seus passivos atuariais. Assim, a parcela de LFT nos fundos de investimentos que gerenciam recursos de fundos de pensão caiu de 41,7% em março de 2005 para 18,7% em dezembro de 2006. Tal migração, em montantes tão expressivos, não se verifica no caso dos fundos de investimentos que gerenciam recursos de pessoas físicas – seja durante o processo de redução da taxa de juros, seja durante o ciclo de alta –, até por estas terem objetivos de poupança mais heterogêneos, comparativamente aos fundos de pensão.

No entanto, há casos nos quais os fundos de investimentos, principalmente aqueles exclusivos, apresentam aderência com as exigências da entidade de previdência. Ocorre que essa exigência leva em consideração a segregação, na gestão dos ativos, entre benefícios a conceder e benefícios concedidos. Essa estratégia tem levado algumas entidades de previdência a centralizarem, na sua própria carteira, a gestão dos recursos para benefícios a conceder e terceirizar, via fundos, a gestão dos recursos destinados à parcela de benefícios concedidos. Nesse caso, é razoável se imaginar que a carteira terceirizada necessariamente seja mais curta e carregue menos risco de volatilidade de taxas de juros que a carteira gerida internamente.

Não obstante o exposto no parágrafo anterior, o desvio da visão estratégica das entidades de previdência ante uma preocupação tática dos fundos de investimentos talvez não seja tão reduzido. Primeiramente, é preciso que se considere que há um número não desprezível de fundos de pensão que são suficientemente pequenos, para os quais os custos de uma gestão própria são muito elevados. Estudo de uma empresa de consultoria realizado em 2006 para fundos de pensão indicou que, de uma amostra de 42 entidades, 67% delas ainda apresentavam somente gestão externa, ao passo que 2% apresentavam somente gestão interna.¹⁸

Além disso, a segregação da gestão ainda não é uma prática totalmente difundida no mercado. O mesmo estudo indica que, ainda que 12% das empresas da amostra desejassem segregar a gestão em benefícios concedidos e a conceder, 66% não o fazia e ainda não pensavam em fazê-lo ao final de 2006. Por fim, há de se considerar também que o grau de maturidade atuarial do mercado brasileiro de fundos fechados de

¹⁸ Para maiores detalhes sobre o estudo, acesse o seguinte site na internet: http://www.towersperrin.com/tp/getwebcachedoc?webc=HRS/USA/2007/200704/Brazil_1.pdf.

previdência ainda não é tão elevado a ponto de justificar uma carteira tão curta para aqueles recursos que seriam para benefícios concedidos. Mesmo que do final de 2007 ao final de 2008 tenha havido um crescimento na parcela de títulos indexados a índices de preços na carteira terceirizada das entidades de previdência complementar (de 46,5% para 58,1%), cremos que ainda deve haver uma discrepância entre os objetivos previdenciários das entidades e a gestão terceirizada de seus títulos públicos, devendo essa discrepância ser ainda maior entre as entidades menores.¹⁹

Visando a reduzir tal discrepância, o Tesouro Nacional tem atuado buscando alinhar os incentivos dos gestores aos objetivos dos investidores finais, principalmente no que diz respeito à microestrutura da indústria. Essa atuação, em termos das principais medidas para a ampliação e a diversificação, não só da base de investidores finais, como da gestão dos ativos, será vista na seção a seguir.

3 Avanços e medidas na diversificação da base de investidores

A idéia de que uma base de investidores ampla e diversificada é importante para assegurar uma demanda forte e estável por títulos sempre foi consenso na gestão de dívida do Tesouro Nacional. No Brasil, como em outros países, a demanda por títulos da dívida doméstica reflete características do sistema financeiro. Assim, no caso brasileiro o perfil dessa demanda fez com que a necessidade de estímulo à participação dos bancos e dos fundos de investimentos fosse menor, dado o considerável desenvolvimento do setor.

Apesar da demanda expressiva desse grupo, para o Tesouro Nacional era necessária a promoção de uma maior heterogeneidade na sua base de investidores, pois somente a presença *players* com perfis diferentes em termos de prazo, risco e motivação para a negociação poderia estimular as transações e a liquidez do mercado.

Visando a essa heterogeneidade, que lhe garantiria a possibilidade de se financiar e manter sua estratégia em qualquer condição de mercado, o Tesouro Nacional adotou medidas e estabeleceu uma rede de comunicações com os mais diversos agentes. Atualmente, todos os grupos de investidores são considerados na estratégia de gestão da dívida, com programas e contatos específicos para investidores individuais, investidores institucionais, investidores estrangeiros, fundos de investimentos e outros.

No entanto, como será visto a seguir, a atuação não está restrita à busca de novos e diferentes investidores. A inflação alta e a indexação do país contribuíram para a criação da “cultura do CDI”, havendo também uma variante didática na relação do Tesouro Nacional com sua base de investidores. Assim — além do Tesouro Direto, didático por definição, como visto no Capítulo 7 da Parte 3 —, com investidores de maior porte também se trabalha no sentido de despertar nos agentes a importância de melhor alinhar seus investimentos com seus objetivos do que com a gestão média do mercado.²⁰

¹⁹ Não se pode desconsiderar que ao delegarem a gestão, elegendo o CDI ou a taxa Selic como *benchmark* para sua carteira de renda fixa, os fundos de pensão acabam por pressionar os gestores a encurtarem suas carteiras e concentrá-las em LFTs ou operações compromissadas do Banco Central. Em 2006, segundo o levantamento citado anteriormente, 72% dos referidos fundos adotavam essa prática.

²⁰ Franco (2006) retrata que a gestão média de renda fixa, a qual termina sendo prejudicial para todo o mercado de capitais, ainda é extremamente voltada para o *overnight*, em função da influência das LFTs no mercado.

3.1 Criação da Gerência de Relacionamento Institucional²¹

Seguindo as melhores práticas internacionais, considerando uma reorganização institucional mais ampla da dívida pública, o Tesouro Nacional criou em 1999 uma área destinada ao relacionamento com investidores (RI).²² No entanto, em função das preocupações com a base de investidores, a essa gerência coube atribuições e uma localização não convencional na estrutura de gestão da dívida em relação ao que é verificado em outras áreas de RI.

Além da tradicional comunicação com o mercado, visando a reduzir a assimetria de informações e a favorecer uma melhor precificação dos ativos, cabe à Gerência de Relacionamento Institucional (Gerin),²³ da Secretaria do Tesouro Nacional, também as atribuições referentes à ampliação e à diversificação da base de investidores. Em consequência dessa tarefa mais associada à estratégia de médio e longo prazos para a dívida, a gerência foi alocada institucionalmente no *middle office*, e não no *front office* ou como uma área independente, como se vê em outros departamentos de dívida.

Como resultado dessa alocação, chegou-se a uma área de RI muito mais voltada para questões estruturais do que para uma comunicação diária, como seria esperado, oferecendo, assim, uma visão menos de curto prazo e mais relacionada com os objetivos de diretrizes da gestão da Dívida Pública Federal. Adicionalmente, foi durante o período de estruturação da área que se procurou estabelecer os canais de comunicação com os diferentes grupos de investidores, o que garantiu, primeiramente, que os produtos da área já fossem desenhados de acordo com a demanda dos segmentos do mercado. Em um segundo momento, essa estratégia permitiu também uma adaptação mais fácil às tarefas surgidas na assunção da gestão da dívida externa pelo Tesouro Nacional, principalmente quando se passou a atender às agências de *rating*, fornecendo informações e estudos direcionados a cada uma delas.

3.2 Ganhando experiência com os investidores institucionais

Desde sua estruturação, a área de RI buscou manter estreito contato com os investidores institucionais, mesmo com aqueles que tradicionalmente delegam a gestão de suas carteiras. Um bom exemplo desse trabalho foi o retorno das emissões de NTN-B.

Ao longo de 2003, promoveu-se uma série de reuniões com investidores em instrumentos de longo prazo, em especial fundos de pensão, e delas surgiu um conjunto de possíveis medidas para estimular a demanda por esses títulos. Uma dessas medidas foi introduzir emissões regulares de NTN-B, títulos longos e indexados ao IPCA, em linha com os objetivos de administração de ativos e passivos dos fundos de pensão e com os objetivos de gerenciamento da dívida. O ponto estratégico da atuação do Tesouro Nacional na ocasião

²¹ Para detalhes sobre as atribuições da Gerência de Relacionamento Institucional, ver Capítulo 1 da Parte 2.

²² Há de se destacar que, apesar de estar entre as melhores práticas internacionais, a criação de uma área de relações com investidores no Brasil foi uma iniciativa bastante pioneira quando se trata dessa ação relacionada ao gerenciamento da dívida. Prova disso é que na avaliação das atividades de relacionamento com investidores, realizada em 2006 pelo Instituto Internacional de Finanças (IIF), com 32 países emergentes, apenas 11 deles possuíam as atividades de relacionamento com investidores institucionalizadas.

²³ O próprio nome já deixa claro que a área criada para realizar as atividades de relacionamento com investidores tem outras atribuições além dessas. Nesse sentido, a gerência também é responsável pelos contatos sobre dívida pública com outros poderes, com a imprensa e também com formadores de opinião, como agências de *rating*.

foi mostrar que o IPCA, que remunerava o título, apresentava alta correlação com o INPC, índice de preços comumente utilizado como *benchmark* atuarial pelas entidades de previdência.²⁴

O sucesso da primeira iniciativa levou a organizar-se, ao longo de 2004, uma série de *road-shows* com as principais instituições representativas de investidores nacionais. Para isso, ao longo daquele ano foram realizadas mais de 15 reuniões com representantes dos mais diferentes segmentos dos mercados, como bancos comerciais, bancos de investimentos, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, seguradoras, entre outras.

Essa série de contatos criou um canal de comunicação permanente entre a administração da dívida pública e os principais investidores. Isso permitiu que a prática, já existente, de discutir com o mercado as medidas de administração da dívida pudesse ser aprofundada, ganhando abrangência e agilidade no processo, e o que se iniciou com a retomada das emissões de NTN-B teve continuidade em uma série de outras iniciativas.²⁵

Consciente da importância do investidor institucional para a modificação do perfil da dívida pública, em agosto de 2004 algumas modificações foram introduzidas no sistema de tributação das aplicações financeiras de caráter previdenciário. Tais modificações promoveram um incentivo adicional para os investimentos de longo prazo e para o aumento da presença na dívida de fundos (abertos e fechados) com essas características. Em particular, os fundos abertos de previdência complementar ganharam impulso adicional com o incentivo tributário, passando inclusive a competir com os tradicionais fundos de investimento/mútuos, pela preferência daqueles investidores de mais longo prazo. Além disso, as entidades fechadas de previdência complementar viram atendido, na mesma regulamentação, um antigo pleito relativo à tributação: o fim do Regime Especial de Tributação.²⁶

Ainda no âmbito dos investidores institucionais, buscando reduzir a chamada “cultura do CDI”, o Tesouro Nacional, juntamente com outras instituições do mercado, participou de uma série de *road-shows* para divulgar para fundos de pensão a família de índices *benchmark* para investimentos em títulos públicos criada pela Andima (IMA). Em 2005, foram realizados seminários em cinco regionais da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), nos quais se destacava a importância desses novos índices e sua adequação, principalmente ante o CDI, como referência para entidades que necessitavam de ativos de longa maturação.²⁷

Na oportunidade, o Tesouro Nacional trabalhou também no sentido de salientar a importância da migração das aplicações em títulos remunerados pela taxa Selic para títulos indexados a índices de preços. Iniciava-se, naquele momento, um processo de redução da taxa de juros básica da economia (setembro de 2005), e ante a sustentabilidade prevista desse processo de queda, procurava-se alertar para o fato de que a segurança de curto prazo fornecida pelas LFTs não mais seria compatível com as rentabilidades exigidas pelas metas atuariais dos fundos de pensão.

²⁴ Destaca-se que o Tesouro Nacional já ofertava um instrumento equivalente, a NTN-C, que pagava IGP-M mais uma taxa de juros. No entanto, visando a oferecer um instrumento atrelado ao índice de preços utilizado como referência para o sistema de metas de inflação e mais em linha com o superávit primário do governo e a concentrar suas emissões em um único título com essas características, passou-se a incentivar a demanda por NTN-Bs.

²⁵ Para mais detalhes de algumas medidas, ver Capítulo 1 da Parte 3.

²⁶ Regime Especial de Tributação implicava a retenção na fonte ou o pagamento em separado do Imposto de Renda sobre os rendimentos e os ganhos auferidos nas aplicações de recursos das provisões, das reservas técnicas e dos fundos de planos de benefícios de entidade de previdência complementar, sociedade seguradora e Fapi, bem como de seguro de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência. Com isso, toda a fase de acumulação de recursos dos planos de previdência ficou isenta do Imposto de Renda.

²⁷ Uma atualização do estudo citado anteriormente da Towers Perrin, com 53 fundações, indica que em abril de 2007 o número de entidades que seguiam usando o CDI como *benchmark* para a carteira de renda fixa havia caído para 57% ante os 72% da pesquisa anterior.

A parcela de títulos indexados à Selic na carteira dos fundos de pensão caiu de 35,9% em março de 2005 para 17,7% em dezembro de 2006. Paulatinamente, as NTN-Bs passaram a substituir as NTN-Cs como instrumento mais procurado pelos investidores institucionais. Além disso, o ciclo que se iniciava de redução da taxa básica de juros e a estratégia do Tesouro Nacional de não mais fazer emissões regulares de NTN-C a partir de 2006 potencializaram o crescimento da participação das NTN-Bs tanto no estoque da dívida em poder do público como na carteira das entidades de previdência. Enquanto em março de 2005 os títulos indexados ao IPCA representavam menos de 20% da carteira de títulos públicos dos fundos de pensão e os indexados ao IGP-M representavam mais de 30% dela, em dezembro de 2006 essas participações já eram de 35% e 23%, respectivamente.

A própria redução da taxa básica de juros da economia poderia ter levado a essa considerável mudança na composição de ativos do segmento, mas o trabalho de esclarecimento, juntamente com outras medidas, como a criação da Conta Investimento,²⁸ deu suporte para o movimento macroestrutural que vinha ocorrendo, acelerando a transição.

3.3 Trazendo o investidor não residente para o Brasil

Outro foco de atenção, no que se refere ao trabalho com a base de investidores, esteve centrado nos investidores não residentes, que têm um apetite muito maior por títulos mais longos e prefixados, como visto na seção anterior. O Tesouro Nacional participou de reuniões visando a consolidar a ideia da importância do incentivo à participação dos investimentos de não residentes em títulos públicos, não só para a gestão da dívida, mas também para o próprio desenvolvimento do mercado doméstico, pois se diversificariam o perfil e o apetite a diferentes tipos de riscos com a entrada desses novos agentes. Essa medida, sem dúvida, representou a mais relevante mudança recente na base de investidores da dívida pública brasileira.

Todavia, esse trabalho não se limitou à ampliação da “abertura” do mercado doméstico de dívida e tampouco está concluído. Além dos esforços em aumentar o conhecimento sobre os títulos públicos domésticos para esse segmento no *website* do Tesouro Nacional (como o manual para a atuação no mercado doméstico de dívida pública e as regras de precificação dos títulos),²⁹ realizou-se pesquisa com os investidores estrangeiros sobre as particularidades do mercado brasileiro que ainda dificultam sua participação.

Reforçando a importância do acesso que já se tinha aos diferentes investidores, estabeleceu-se adicionalmente um fórum de discussões sobre o desenvolvimento do mercado secundário de títulos, que ainda era considerado um empecilho para a diversificação da base. É inegável o fato de que um mercado secundário desenvolvido contribui para a ampliação da base de investidores, da mesma forma que sua eficiência depende de uma base de investidores diversificada.³⁰ Nesse quadro de interdependência, o sucesso da iniciativa depende de congregar os agentes em prol desse objetivo, e o trânsito do Tesouro Nacional entre eles tem sido fundamental.

²⁸ Estudo da Towers Perrin, com uma amostra de 42 fundos de pensão, indicou ao final de 2006 – depois que todos os recursos depositados em fundos de investimento já poderiam migrar para outros fundos sem pagar CPMF – que 20% deles pretendiam alterar sua estrutura de investimentos em função da Conta Investimento.

²⁹ Para detalhes: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/english/public_debt/downloads/pricing_methodology.pdf.

³⁰ Ver Capítulo 6 da Parte 3.

Boxe 1. Incentivo à participação de investidores não residentes na dívida doméstica

Como dito anteriormente, a modificação na tributação do investidor não residente foi a medida recente mais significativa no que se refere à base de investidores. No entanto, o processo de tornar mais acessível o mercado brasileiro para esse grupo começou bem antes da isenção do Imposto de Renda (IR) sobre as aplicações em títulos públicos ocorrida em fevereiro de 2006.

Desde o início de 2005, consciente da importância de promover a ampliação da base de investidores, o Tesouro Nacional, no âmbito do Brasil: Excellence in Securities Transactions (BEST), * já estava empenhado em aprimorar a infraestrutura do mercado financeiro doméstico e sua boa regulação, com medidas que o tornasse mais acessível aos investidores estrangeiros. Assim, ao longo daquele ano, promoveu-se o aperfeiçoamento do processo de registro de investidores não residentes na CVM e inovações que simplificaram e deram mais agilidade ao registro no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), permitindo que o investidor não residente iniciasse suas operações com rapidez e simplicidade.

Concomitantemente, o Tesouro Nacional já participava de debates no âmbito da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), que havia contratado uma consultoria para analisar o tema da isenção do Imposto de Renda para investimentos de não residentes no mercado doméstico de renda fixa. Atentando também à necessidade de atrair a atenção desse segmento para ativos em reais, em setembro de 2005 o Tesouro Nacional realizou com considerável sucesso a primeira emissão de títulos em reais no exterior (Global BRL 2016). ** Numa visão mais ampla, essa emissão significava apresentar ativos de emissão soberana em real para investidores internacionais, e o interesse pelo título deixou claro uma expressiva demanda preexistente.

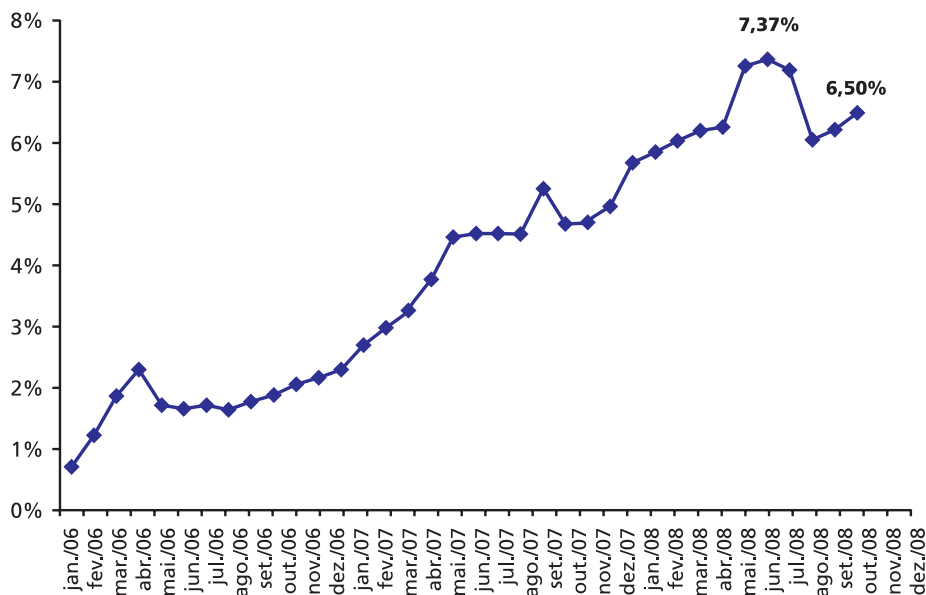
Somente depois disso, optou-se pela edição da medida provisória que deflagrou a entrada significativa desses investidores na dívida doméstica. Como consequência desse conjunto de medidas, a participação dos investidores estrangeiros na dívida interna, que era de apenas 0,69% em janeiro de 2006, saltou para mais de 6% em dezembro de 2008. Desse movimento destacam-se: i) a contribuição substancial para as diretrizes do Plano Anual de Financiamento de aumentar a parcela de títulos prefixados e indexados a índices de preços no total da dívida, como visto pela carteira dos investidores estrangeiros apresentada anteriormente; e ii) o crescimento expressivo dessa participação ao longo da primeira fase da crise financeira internacional (até meados de 2008), que evidencia o reconhecimento do Brasil, pelo mercado internacional, como um destino seguro para seus investimentos. ***

* Parceria entre setor público (Tesouro Nacional, Banco Central, CVM) e setor privado (BM&F, Bovespa, CBLC e Anbid). Para maiores detalhes, acesse o site: <http://www.bestbrazil.org/index.asp>.

** Destaca-se que o Brasil foi escolhido o melhor emissor soberano do ano em 2005 pela revista Latin Finance, principalmente em função das emissões do Global BRL 2016 (melhor emissão em moeda local) e do A-Bond (melhor emissão soberana em moeda estrangeira), este na operação de troca do C-Bond.

*** A partir de agosto de 2008, com o aprofundamento da crise financeira internacional, o movimento de "busca pela qualidade" ou mesmo de simples realização promoveu a saída de investidores estrangeiros do mercado de títulos públicos brasileiros, reduzindo sua participação na dívida pública para menos de 6%. No entanto, a partir de outubro já se percebeu uma retomada dos investimentos desse segmento, e, em dezembro de 2008, sua participação já havia retornado aos patamares de julho.

Gráfico 10. Participação dos investidores não residentes na DPMFi – jan./2005 a dez./2008



Fonte: CVM e Banco Central do Brasil. Elaboração: Secretaria do Tesouro Nacional

3.4 Interação entre investidores institucionais e não residentes: maturidade do mercado

O movimento dos investidores estrangeiros após a isenção do Imposto de Renda sobre ganhos nas aplicações em títulos públicos, ocorrida em fevereiro de 2006, é um exemplo de como a diversificação da base de investidores, em um cenário de maior solidez do sistema financeiro, apresentou resultados importantes no mercado doméstico.

Em maio de 2006, ante a perspectiva de elevação da taxa de juros nos EUA, alguns investidores não residentes que haviam acessado o mercado doméstico de dívida soberana iniciaram um movimento de “busca pela qualidade”. Naquele momento, o mercado brasileiro já estava passando por um processo de amadurecimento. No entanto, um segmento importante, os fundos de pensão, ainda estava sob os efeitos das investigações de 2005 na Comissão Parlamentar de Inquérito que analisou uma possível relação deles com operações para financiar compra de votos de deputados. Apesar de nenhuma evidência ter sido encontrada contra essas entidades, como as operações analisadas haviam ocorrido no mercado secundário, menos transparente, os fundos de pensão afastaram-se desse mercado.

Quando ocorreu a saída dos investidores não residentes, que pode ser vista na inflexão do gráfico (ver boxe anterior), estes não encontraram facilmente contraparte no mercado secundário, justamente porque os demandantes naturais desses papéis estavam fora do mercado. Isso suscitou a entrada do Tesouro Nacional no mercado, efetuando leilões de compra e venda, com o intuito de oferecer parâmetros de preços para todos os investidores e, ao mesmo tempo, uma porta de saída para os não residentes e uma de compra, via leilão primário, para os fundos de pensão.

A partir de maio de 2006, o amadurecimento do mercado teve sequência de maneira acelerada, e novos eventos indicam que o mercado vem alcançando capacidade de se autoajustar sem a necessidade

de intervenção do governo. Com a crise do mercado financeiro americano, em agosto de 2007, percebeu-se novamente algum movimento de saída de não residentes de suas posições em títulos públicos no Brasil. Nessa ocasião, no entanto, o Tesouro Nacional não precisou entrar no mercado da mesma forma que em 2006. Em virtude da oportunidade que se abriu, os investidores institucionais, em particular os fundos de pensão, aproveitaram os preços atrativos, não somente dos títulos públicos, mas também das ações, e entraram no mercado comprando. Com isso, os efeitos de curto prazo dos primeiros movimentos da crise sobre o mercado brasileiro como um todo acabaram sendo bastante atenuados.

3.5 Levando o Brasil até o investidor não residente³¹

Em 2004, ainda sob a égide do convênio estabelecido entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, começou-se um trabalho de aproximação com o investidor em títulos da dívida externa. Inicialmente, procurou-se produzir informes que reportavam os resultados das emissões realizadas no mercado internacional. Posteriormente, o trabalho de aproximação com as agências de *rating* passou a ser focado não só pela participação nas visitas regulares ao país, mas também elaborando estudos e apresentações que analisavam e contrapunham os pontos críticos por elas levantados.

Em 2005, com a gestão da dívida federal externa já sob integral responsabilidade do Tesouro Nacional, o trabalho com os investidores não residentes se aprofundou. Atividades regulares do processo de emissão, como as *due dilligences*, foram assimiladas pela Gerência de Pesquisas e Cenários (Gepec), bem como o anúncio dos resultados da operação passou a ser feito pela Gerência de Relacionamento Institucional (Gerin). Estabeleceu-se também um contato mais estreito com os bancos de investimentos estrangeiros, visando a acessar a base de investidores bastante abrangente que eles possuíam.

Com essa parceria, já em 2005 foram realizados *road-shows* na Europa, na Ásia e nos Estados Unidos, sempre com foco no investidor final, por meio de palestras e reuniões individuais. Esses eventos serviram para: i) ampliar consideravelmente a base de contatos da dívida pública; ii) consolidar o Brasil como emissor soberano no exterior; iii) qualificar a comunicação com esse mercado; e, em última análise, iv) contribuir para o sucesso das operações externas.

Posteriormente, visando a racionalizar o tempo e a manter a comunicação que já havia sido estabelecida, passou-se a concentrar os *road-shows* principalmente no âmbito do BEST e a utilizar teleconferências para acessar os investidores estrangeiros. Tendo se iniciado sem regularidade definida em 2006, a partir de 2007 divulgou-se um cronograma dessas teleconferências a fim de garantir maior previsibilidade para o mercado, sempre ressaltando o direito de realizar eventos extraordinários em caso de eventos relevantes.³² Vale destacar que essas teleconferências contam com a contribuição de bancos de investimentos, em sistema de rodízio, e envolvem em média cem pessoas *on-line*.

Como mais um exemplo do trabalho de levar o Brasil até o investidor não residente, vale destacar a experiência com o mercado asiático. Posteriormente às várias visitas realizadas àquele continente ao longo de 2005, buscando-se divulgar o Brasil como emissor soberano, decidiu-se por uma medida inovadora: passou-se a

³¹ Para mais informações sobre as emissões primárias de títulos da dívida externa, ver Parte 3, Capítulo 4.

³² Para maiores informações sobre o cronograma de *conference calls* acesse: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/Cronograma_port.pdf.

abrir as emissões de títulos globais em um horário compatível com o início das operações no mercado asiático (Hong Kong), concluindo-as no fechamento do mercado americano (Nova Iorque).³³ Esse primeiro passo foi bastante importante para habituar aqueles investidores às emissões primárias de títulos da dívida soberana. Além de ter sido muito bem recebida pelo mercado, a prática também se tornou referência, passando a ser adotada por outros emissores emergentes do continente americano.

A partir de abril de 2007, visando a aprimorar o acesso àquele mercado e a proteger tanto a República quanto o investidor de possíveis volatilidades durante a operação, optou-se por uma estratégia conhecida por *green shoe*. Nessa nova configuração, o Tesouro Nacional realiza a emissão em horário compatível com o mercado norte-americano, reservando-se o direito de reabri-la automaticamente no mercado asiático, com volume predefinido e pelas mesmas condições com que os títulos foram vendidos nos mercados americano e europeu.

4 Tendências e novos desafios

O mercado de capitais brasileiro tem-se desenvolvido consideravelmente nos últimos anos, apesar da crise financeira internacional. O mercado de ações e o de renda fixa privada, por exemplo, até meados de 2008 tiveram um desempenho espantoso, gerando externalidades positivas para outros mercados.³⁴ Para a gestão da dívida pública, muito antes de serem encarados como ampliação da concorrência entre os ativos, esses avanços soam muito positivos, pois tais externalidades manifestam-se por meio da difusão do mercado de capitais, da busca de maior cultura financeira pelos investidores de varejo e do incentivo a uma gestão mais ativa pelos investidores institucionais.

Dado o contexto de grande liquidez vigente até o final de 2007, os países, em especial os emergentes, buscaram na gestão da dívida pública o fortalecimento de sua base de investidores, melhorando a regulação e a consistência dos segmentos institucional, não residente e outros. No Brasil, essa estratégia tem sido a tônica da atuação do Tesouro Nacional nos últimos anos e deverá pautar as atividades para os próximos. Por isso, um mercado de capitais mais desenvolvido só tende a favorecer esse processo, seja pela redução da “bancarização” do sistema financeiro, seja pela redução da concentração da gestão dos ativos.

Apesar das dificuldades de análise geradas pelo novo ambiente de instabilidade que se criou no mercado financeiro, principalmente depois do caso Lehman Brothers, é possível captar algumas tendências do desenvolvimento do mercado doméstico de títulos públicos após seu recente período de amadurecimento, com foco nos principais agentes demandantes de títulos públicos, visando a formular alguma idéia do papel destes na gestão da dívida. Para tanto, escolheram-se três segmentos com elevada participação na DPMFi que terão papel estratégico na implementação das diretrizes de longo prazo do Tesouro Nacional para a gestão da dívida.

4.1 A tesouraria dos bancos no novo mercado financeiro brasileiro

Entender qual será o papel desempenhado pela carteira própria dos bancos (tesourarias) é crucial para saber quais são as perspectivas para a administração da Dívida Pública Federal no Brasil nos próximos anos. Considerando-se os títulos de posse dessas instituições, somente a tesouraria dos bancos comerciais nacionais detém quase um terço da DPMFi, de forma que não se pode avaliar a possibilidade de sucesso da gestão da dívida nos próximos anos sem avaliar a evolução desse segmento.

³³ Anteriormente, as emissões externas abriam e fechavam com base nos horários dos mercados europeu e norte-americano.

Ao final de 2007, ainda antes dos principais reflexos da crise, para embasar esta análise foi feito um levantamento com os “tesoureiros” de várias instituições de porte no mercado brasileiro – incluindo cinco das dez maiores – sobre três aspectos da carteira própria dos bancos: tamanho, prazo e composição.³⁵

Em termos de tamanho da carteira de títulos públicos em tesouraria de instituições financeiras, acredita-se, em geral, em uma redução lenta e gradual desta, como já se vem verificando, mesmo depois do período mais agudo da crise. A despeito de todas as finalidades que a tesouraria dos bancos exercem – i) alocação da reserva bancária; ii) instrumento de controle de liquidez; iii) depósitos de margens/garantias/vinculações em processos judiciais; iv) instrumento de assunção de risco de mercado – a perspectiva de redução se sustenta. Desses, os três primeiros geralmente resultam em entraves para que essa diminuição seja mais rápida. Todavia, as novas opções de assunção de risco (no mercado de derivativos), o nível mais baixo da taxa de juros, o crescimento econômico que se experimentou até 2008 e o espaço para oferecer crédito ao setor real têm tirado o atrativo da segurança oferecida pelos títulos públicos.

Fatores estruturais também tendem naturalmente a reduzir a participação das tesourarias na dívida, em particular as fusões, que fazem com que o todo seja menor que a soma das partes, a entrada no mercado de outros agentes (investidores estrangeiros) ou seu crescimento acelerado (fundos de investimentos). Além disso, mais recentemente, as medidas de política monetária adotadas pós-setembro de 2008 para reativar o mercado de crédito, como a série de reduções nos depósitos compulsórios, fizeram com que a participação da carteira própria dos bancos no total da dívida se mantivesse nos seus menores patamares, mesmo no auge da crise.

No que se refere à composição, percebe-se que a visão do mercado é que, passada a fase mais aguda da crise e com o início de um ciclo de redução da taxa Selic, há possibilidade de uma maior prefixação. Atualmente, mais de 3/4 da carteira própria dos bancos está concentrada em títulos prefixados e indexados à taxa Selic. Entende-se que as LFTs, como instrumento de investimento, já não se justificam, seja pela perspectiva de longo prazo de redução da taxa de juros, seja pela alternativa cada vez mais difundida de replicá-las por meio de instrumentos sintéticos. Além disso, a própria estratégia do Tesouro Nacional de, nos momentos propícios, refinar proporções cada vez menores desses títulos pode induzir a aquisição de outros instrumentos, não só prefixados, mas também indexados a índices de preços. No entanto, em termos de liquidez, a demanda por LFT ainda se sustenta, em função do elevado passivo dos bancos em CDI e com prazos curtos.

Em termos de prazo, há um consenso de que a estabilidade desempenha papel crucial nesse processo, principalmente porque afeta a percepção de risco dos agentes que atuam na ponta longa da curva. Apesar de o movimento em direção a prazos mais longos não ser tão nítido quanto a mudança na composição, com o ganho de liquidez dos instrumentos atrelados a índices de preços, inclusive em função de novos agentes presentes no mercado, esses títulos podem ganhar atratividade, o que implicaria naturalmente um alongamento dessa carteira. Nesse sentido, é importante notar que entre 2007 e 2008 houve um ganho em termos de alongamento dos prazos dessa carteira, que não se perdeu mesmo com o aprofundamento da crise financeira.³⁶

³⁴ Em 2005, houve 31 ofertas públicas de ações na Bolsa de Valores de São Paulo. Em 2007, esse número foi de 122. Avanços também se verificaram no mercado de renda fixa privada e de crédito imobiliário, dentre outros.

³⁵ Conforme acordado com os consultados, os nomes das instituições não serão citados em função das informações estratégicas oferecidas. O autor agradece imensamente a colaboração destes, isentando-os, naturalmente, de qualquer impropriedade remanescente.

³⁶ Ao final de 2007, mais de 75% da carteira de títulos públicos das tesourarias estava concentrada em títulos até três anos; um ano depois esse percentual havia caído cerca de 65%.

4.2 Para onde vão os investidores institucionais?

O principal segmento entre os investidores institucionais é o de previdência complementar, ou privada, por seus objetivos de investimento mais homogêneos, por sua representatividade na dívida e também por suas perspectivas de crescimento. Em 2008, o nível de reservas do mercado previdência complementar (aberta e fechada) alcançou a marca de R\$ 560 bilhões. Há cinco anos, essas reservas estavam na casa de R\$ 200 bilhões, o que significa uma expansão de quase 200% no período. Mesmo no atípico ano de 2008, as captações no mercado superaram as perdas, principalmente da carteira de renda variável, fazendo com que os ativos de investimento do segmento ainda apresentassem crescimento de cerca de 2% em relação a 2007.

Talvez seja demais imaginar que a indústria mantenha essa trajetória, uma vez que importantes mudanças estruturais que contribuíram para esse crescimento já estão próximas de esgotar seus efeitos e que atualmente a arrecadação líquida ocorre somente no segmento de previdência aberta. No entanto, justamente esse potencial da previdência aberta ainda é difícil de mensurar, tanto no ramo de planos empresariais como de planos individuais, tendo nos últimos anos contrariado as previsões do próprio setor, que esperava um crescimento em torno de 10% ao ano a partir de 2003.³⁷

A carteira de investimento de previdência aberta quase triplicou de 2003 até dezembro de 2008, saindo de R\$ 48,5 bilhões para R\$ 141,9 bilhões, tendo expandido seu patrimônio em 11,5% no difícil ano de 2008. Com esse crescimento no período – superior a R\$ 20 bilhões em média por ano, segundo a Federação Nacional de Previdência Privada e Vida (Fenaprevi) –, a previdência privada pode vir a liderar o segmento de investidores institucionais no Brasil em um horizonte não muito distante no tempo.³⁸

Estruturalmente, o fato de o sistema oficial de previdência não garantir poder de compra para as faixas salariais mais elevadas, o elevado número de empregados autônomos no mercado de trabalho, além de outros simplesmente não servidos por sistemas fechados de previdência e o próprio amadurecimento financeiro da população³⁹ são razões naturais para o desenvolvimento do mercado de previdência aberta. Deve-se somar a isso a alternativa que algumas empresas encontraram de oferecer previdência complementar para seus funcionários por meio de fundos abertos, isentando-se, assim, dos custos de organização, controle e gestão de um fundo de previdência fechado.

Outro importante atrativo é o diferencial tributário. Se a pessoa física tem objetivos de longo prazo para seu investimento, a tabela regressiva do Imposto de Renda no fundo de previdência torna-o mais favorável que o fundo de investimento. Paralelamente a isso, o contribuinte pode se creditar do valor que contribuiu para a previdência quando da declaração de ajuste anual do Imposto de Renda. Como a rentabilidade dos dois produtos (fundos de previdência e de investimentos) não é expressivamente diferente, acaba sendo

³⁷ Ver <http://www2.camara.gov.br/comissoes/temporarias/especial/refprev/pronunciamentos/anapp.pdf>.

³⁸ Reforçando a idéia de concentração do mercado financeiro brasileiro, vale destacar que, segundo a Fenaprevi, em dezembro de 2008 as maiores administradoras de previdência aberta em termos de carteiras de investimento do país eram: Bradesco Vida e Previdência (37,58%), Itaú Vida e Previdência (17,20%), Brasilprev (13,83%), Unibanco Vida e Previdência (6,52%), Caixa Vida e Previdência (5,12%), Real Tokio Marine (4,24%), Santander Segs (3,66%), HSBC Vida e Previdência (3,09%), Sul América Seg. Prev. (2,03%), Icatu Hartford Seguros (1,81%). Assim, das dez maiores instituições do ramo, oito estão ligadas aos dez maiores conglomerados do sistema financeiro.

³⁹ Nesse sentido, destaca-se pesquisa realizada com jovens brasileiros pela Quorum Brasil – Informação e Estratégia (http://www.quorumbrasil.com/sondagens/2007_08_Os_Jovens_e_os_Investimentos.pdf), que mostra já estar se formando no país uma preocupação com investimentos de longo prazo, inclusive em termos previdenciários. Outra pesquisa da mesma instituição indica a preocupação das classes B e C com previdência privada 9http://www.quorumbrasil.com/sondagens/2007_02_As_Classes_Sociais_e_os_Investimentos.pdf.

vantajosa a aplicação em fundos de previdência, ainda que o objetivo do investimento possa não ser, ao final, previdenciário.

Em termos de aplicações desse segmento, segundo pesquisa da consultoria NetQuant,⁴⁰ os fundos sem aplicações em renda variável em 2007 representavam 76,62% do mercado – fundos multimercado sem renda variável e fundos de renda fixa –, ao passo que 23,4% dos recursos estavam em fundos compostos (com renda variável). Já em termos de patrimônio, em 2008 a Fenaprevi afirmava que 90% das aplicações estavam em renda fixa.⁴¹

Em 2007, ano de desempenho altamente positivo das aplicações em renda variável, os fundos captaram R\$ 13,77 bilhões, sendo 88,7% por fundos compostos e 11,3% por aqueles que aplicam somente em renda fixa. Em 2006, a captação tinha sido 14,5% e 85,5%, respectivamente, entre esses segmentos. Essa significativa alteração, no entanto, ainda irá demorar a se refletir na demanda por títulos públicos, que ainda são o principal ativo do segmento. Um forte indício disso é o fato de a legislação abrir a possibilidade para a comercialização de fundos compostos de três categorias até 15%, até 30% e até 50% em ações. No entanto, em 2007, aqueles que podiam aplicar até 50% em ações alocaram de fato 25,6% (em média) nesses ativos; os que podiam até 30% alocaram apenas 18,5%; e os que podiam investir até 15% alocaram cerca de 9,0% em ações. Em um cenário no qual os ganhos da renda variável não sejam tão expressivos como o foram em 2007, o crescimento dessa parcela de ativos na carteira da previdência aberta deve se dar de maneira mais lenta, abrindo espaço para os títulos públicos.

Um grande desafio para a previdência complementar aberta é o estabelecimento de arcabouço regulatório que promova maior aderência dos objetivos de poupança do investidor com sua gestão, mesmo para as reservas já constituídas. Na previdência aberta, principalmente nos planos que não aplicam em ações, um fator é determinante da gestão dos ativos: a concorrência. Uma posição totalmente casada de ativos e passivos pode fazer com que se perca rentabilidade no curto prazo, principalmente tomando o CDI como *benchmark*. O plano que assim o fizesse, provavelmente perderia competitividade em relação aos demais no curto prazo. Se o investidor não tem em mente os objetivos de longo prazo da gestão, pode portar seus recursos para outro fundo caso o seu esteja abaixo do *benchmark*, o que não ocorre com as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC).

No entanto, ainda que tenha havido uma retração desse movimento em função da crise financeira internacional, no longo prazo a tendência é que cada vez mais as pessoas optem por planos compostos, não só nos planos novos, mas também por meio da portabilidade. Nessa nova configuração, o *benchmark* do CDI perde sentido, e da mesma maneira que há uma alocação maior das reservas em ações, pode haver um alongamento da carteira de títulos públicos, buscando prazos mais aderentes aos objetivos previdenciários e maiores rentabilidades. O que se pode esperar disso é o desenvolvimento adicional do mercado financeiro brasileiro e o alinhamento maior da demanda de títulos públicos pela previdência aberta com as diretrizes do Tesouro Nacional de alongamento e melhora da composição da dívida.

4.2.1 O que esperar dos fundos de pensão brasileiros em relação à dívida pública?

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), também conhecidas como fundos de pensão, formam um segmento muito importante para a administração da dívida pública. Apesar de os ativos

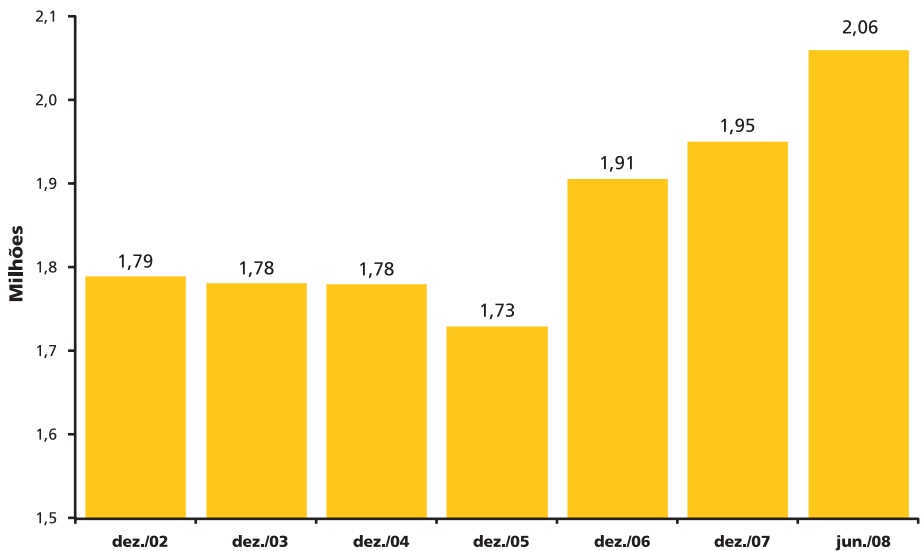
⁴⁰Ver <https://www.netquant.com.br/content/view/120/66/>.

⁴¹Ver <http://www.luterprev.com.br/noticia-detalle.php?NoticialD=62>.

de investimento do segmento terem duplicado entre dezembro de 2002 e dezembro de 2006, atingindo em 2008 a cifra de R\$ 417,5 bilhões, o segmento não tem feito captações líquidas desde 2004, e no último ano, em função das aplicações em renda variável, viu seus ativos se reduzirem em 3,3%.

Os participantes dos fundos de pensão são aqueles indivíduos que, de fato, aportam recursos para o fundo. Como se percebe no Gráfico 11, a tendência de estagnação/queda no número de participantes foi rompida em 2006, em grande medida pela criação dos fundos de pensão instituídos.⁴² Todavia, o crescimento verificado, sendo muito mais um resíduo do movimento de 2005 para 2006, não dá segurança de que esse instrumento será capaz de mudar a trajetória do sistema de previdência complementar fechado, determinada pelo amadurecimento dos planos existentes e pela alternativa que as empresas têm buscado para oferecer previdência complementar a seus funcionários (planos de previdência abertos).

Gráfico 11. Participantes nos fundos de pensão – milhões



Fonte: CVM e Banco Central do Brasil. Elaboração: Secretaria do Tesouro Nacional

Um dos fatores que pode amenizar essa tendência de estagnação e queda é a institucionalização de um regime de previdência complementar para os servidores públicos da União e o aprofundamento da criação de regimes próprios de previdência em estados e municípios. Em particular, no caso do governo federal, há a necessidade de regulamentar emenda constitucional que trata do tema, e, para tanto, é necessário que o projeto de criação do fundo de pensão dos servidores federais seja votado no Congresso Nacional. Como a migração do regime atual de previdência para o regime de previdência complementar não deverá ser incentivada, em função dos problemas de caixa que geraria para a União, o crescimento desse fundo deve se dar de maneira gradual, conforme entrem novos funcionários no serviço público.

Não havendo no curto prazo perspectiva de crescimento significativo das contribuições líquidas, o papel desse segmento na dívida pública deverá ser exercido pela carteira já existente, bastante carregada de títulos

⁴² Fundo criado a partir do vínculo associativo, ou seja, do vínculo com sindicatos, conselhos de profissionais ou entidades associativas.

públicos. Com o movimento ocorrido no mercado de ações na segunda metade de 2008, estima-se que, entre carteira própria (participação direta) e aplicações em fundos de investimentos (participação indireta), o percentual dos títulos públicos no total dos ativos das EFPCs, que já era elevado (43% em 2006), chegou a 50%. Essa concentração é muito maior se for retirado o efeito da carteira da maior entidade do setor, em termos de ativos de investimentos, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), que tem uma participação em renda variável superior à média das outras entidades. Os investimentos em renda fixa, que representavam cerca de 65% da carteira do segmento em novembro de 2008, sem a Previ representariam 76,8%, enquanto a participação em renda variável cairia de 27% para 15,7%.⁴³

Tabela 3. Maiores EFPC em ativos totais (R\$ bilhões) – dez./2008

EFPC	Principal patrocinador	Ativos totais	% do total
Previ	Banco do Brasil	116,72	26,4%
Petros	Petrobras	45,20	10,2%
Funcef	Caixa Econômica Federal (CEF)	32,52	7,3%
Fundação Cespe	Eletropaulo/Cespe/CPFL/Cteep	20,09	4,5%
Valia	CVRD	9,89	2,2%
Sistel	Telebrás e outras empresas de telefonia	9,35	2,1%
Itaubanco	Banco Itaú	9,27	2,1%
Banesprev	Banespa	9,18	2,1%
Forluz	Cemig	8,20	1,9%
Centrus	Banco Central do Brasil	7,40	1,7%
Subtotal		267,81	60,5%
Total		442,87	

Fonte: Secretaria de Previdência Complementar/Ministério da Previdência Social (MPS)

Além disso, os fundos de pensão já conviveram, em meados de 2007, com a realidade de adquirirem títulos públicos que não mais garantiam a meta atuarial – geralmente em torno de 6% mais um índice de inflação. Essa experiência gerou a necessidade de pensar em uma maior exposição a riscos (NUNES; SIMÃO, 2007). Em função disso, é esperado que o espaço para contribuição dos fundos de pensão na estratégia de mudança na composição da dívida seja reduzido, pois o movimento de realocação de ativos das EFPCs que se observou até o aprofundamento da crise em setembro de 2008 foi muito mais no sentido de buscar novas oportunidades em outras classes de ativos.⁴⁴ Com a estratégia recente de afrouxamento da política monetária para reativar a economia, novamente os fundos de pensão estarão se deparando com a realidade de que a aplicação em títulos públicos pode não ser a garantia de alcance da meta atuarial. Adicionalmente, um alongamento da carteira está limitado pela maturação dos planos de benefícios. Assim, acredito que o papel a ser desempenhado por essas entidades no mercado de dívida será muito mais qualitativo que quantitativo,

⁴³ Destaca-se que o expressivo tamanho da carteira de renda variável da Previ, superior a 60% de sua carteira total, é decorrência da forte participação dessa empresa no processo de privatização ocorrido no país no final da década de 1990. A entidade já está seguindo um plano de enquadramento para, até 2012, estar em consonância com a regulamentação do setor, que estabelece limite máximo de 50% em aplicações em renda variável.

⁴⁴ A já citada atualização do estudo da Towers Perrin indica, por exemplo, uma redução de três pontos percentuais (p.p.) na participação da carteira de renda fixa no total dos investimentos dos fundos de pensão entre 2005 e 2006 e uma elevação nas aplicações em instrumentos de crédito (CDB, FDIC, CRI e outros), de oito p.p. entre 2006 e 2007.

desenvolvendo o mercado secundário, difundindo novos *benchmarks* para a gestão de renda fixa (IMA) e disseminando uma cultura de poupança de longo prazo no país.

4.3 O futuro com investidores não residentes

A presença dos investidores não residentes no mercado financeiro brasileiro não é recente. Com a aceleração do processo de abertura da economia brasileira, em meados dos anos 1990, houve um aumento do volume de recursos vindo do exterior para o mercado de capitais do país. Esse volume, quase na sua integralidade direcionado para o mercado de ações, teve um crescimento ainda mais acelerado graças ao processo de privatização. Todavia, a crise cambial, que chegou a seu ápice em janeiro de 1999, acabou abortando o processo de entrada desses investidores no país, e a carteira de renda variável, que havia alcançado quase US\$ 50 bilhões em julho de 1997, caiu para menos de US\$ 10 bilhões em fevereiro de 2003, graças também à própria desvalorização do real.

A segunda onda de entrada de investidores estrangeiros para aplicações em carteira começou justamente após a crise de confiança das eleições de 2002, trazendo uma peculiaridade em relação ao movimento anterior: algumas aplicações em renda fixa, já que esse mercado estava um pouco mais desenvolvido. Tal desenvolvimento não se limitava à renda fixa privada, mas também decorria de importantes mudanças promovidas pelo governo no mercado de títulos públicos. A adoção da isenção do Imposto de Renda para investimentos estrangeiros em títulos públicos em 2006, já referida anteriormente, foi mais um impulso para esses agentes.

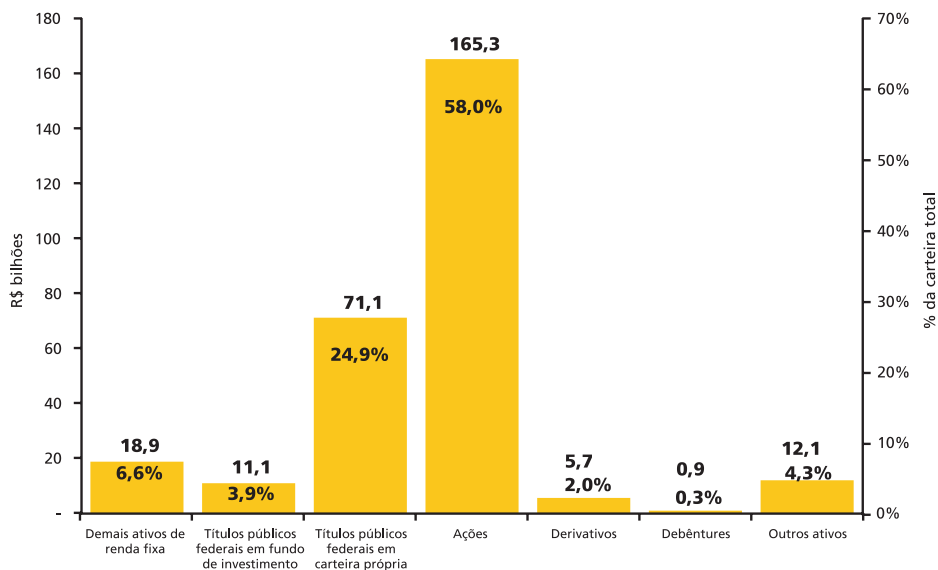
Paralelamente a essas medidas, os avanços institucionais e a manutenção de uma política econômica bem estruturada, num cenário internacional altamente benigno, garantiram ao Brasil uma considerável evolução na sua classificação de risco. De 2003 até junho de 2007, o Brasil subiu de três a quatro posições nas escalas das três principais agências (Standard & Poor's, Moody's e Fitch). Esse processo culminou com o alcance do grau de investimento, em abril de 2008, pela Standard & Poor's, e em maio, pela Fitch. Destaca-se que essa classificação de risco deve ser encarada como um importante indicativo da solidez da economia brasileira, principalmente levando-se em consideração que a crise financeira americana já era evidente desde meados de 2007.⁴⁵

Assim, a carteira de títulos públicos dos não residentes só começou a se expandir mais expressivamente após 2006, depois de receber o mesmo tratamento tributário dado aos investimentos em ações. No entanto, percebe-se ainda um potencial de crescimento da participação do investidor não residente, principalmente se considerando que os ganhos que o país teria no mercado de títulos públicos decorrentes do grau de investimento não puderam ser totalmente auferidos em função da crise internacional. Some-se a isso a desvalorização e a saída das aplicações em ações decorrentes da crise e podemos entender a mudança expressiva na composição da carteira de não residentes nos últimos 18 meses.⁴⁶

⁴⁵ Vale destacar que, para a agência Standard & Poor's, desde maio de 2007 a dívida soberana de longo prazo em moeda local já era considerada *investment grade*. Para as outras duas agências (Moody's e Fitch), o *rating* em moeda local era igual ao **rating** em moeda estrangeira. Para mais informações, ver box da seção 1.2.1, do Capítulo 1 da Parte 1.

⁴⁶ Em junho de 2007, o percentual da carteira dos não residentes aplicada em ações era superior a 76% e em títulos públicos não chegava a 20%, enquanto ao final de 2008 esses percentuais passaram para 58% e 28,8%, respectivamente.

Gráfico 12. Composição da carteira de ativos dos investidores não residentes – dez./2008



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central

Independentemente do quadro que emergirá da crise financeira recente, o investimento de não residentes em títulos da dívida doméstica brasileira no longo prazo será também influenciado pela trajetória recente da dívida externa soberana. De janeiro de 2005 para dezembro de 2008, a Dívida Pública Federal externa (DPFe) reduziu-se nominalmente de R\$ 157,4 bilhões para R\$ 132,5 bilhões, mesmo com a desvalorização do real pós-crise financeira internacional. Com base nos resultados positivos oriundos da reduzida vulnerabilidade do país, com seus impactos nas classificações de risco, a redução da DPFe trará um benefício adicional, alinhado com os objetivos estratégicos do Tesouro Nacional: o aumento do interesse do investidor estrangeiro pelos títulos da dívida doméstica.

A posição do Brasil no cenário internacional, com o setor público ostentando a posição de credor externo líquido no auge da volatilidade do mercado internacional, fez com que a questão do financiamento externo pudesse ser considerada equacionada naquele momento. Isso também abre perspectivas bastante positivas para a presença do investidor estrangeiro no mercado financeiro doméstico de títulos públicos, tão logo a situação financeira global apresente os primeiros sinais de normalidade. A recuperação da participação desses investidores na dívida pública dois meses após o auge da crise já é um bom exemplo disso.

Antes de setembro de 2008, as estimativas davam conta que menos de 15% dos investidores não residentes na DPMFi eram fundos de pensão, e a grande maioria, 70%, administradores de ativos e fundos mútuos. O restante estaria dividido entre *hedge funds*, bancos e outras instituições. Se é possível projetar algo sobre o novo mercado financeiro pós-crise, com o fortalecimento da posição econômica e financeira do Brasil externamente e com a remoção de alguns entraves,⁴⁷ deverá haver incremento substancial na participação dos investidores não residentes na dívida doméstica, superando em muito os 7,4% de participação na DPMFi que se alcançou às vésperas do evento do Lehman Brothers.

⁴⁷ Como, por exemplo, a ampliação da base de investidores que ocorreu com a nova classificação de risco brasileira. Outros entraves poderão ser retirados ou minimizados ao longo dos próximos anos, tais como padronização da contagem de dias, *clearing* internacional, contratação de câmbio e telas de negociações

Associando-se a isso a perspectiva de o Brasil alcançar os níveis historicamente mais baixos de taxas de juros, é razoável supor uma modificação na composição dos próprios investidores estrangeiros, crescendo a participação de fundos de pensão e reduzindo-se a participação de *hedge funds*. Com isso, o crescimento da participação do segmento como um todo deverá se dar nos títulos nos quais ele já expressa maior interesse – prefixados e indexados a índices de preços, ambos com prazos mais elevados –, o que estaria totalmente alinhado com a estratégia de longo prazo de gestão da DPF no Brasil.

Nada leva a crer que haja uma mudança nesse interesse, mesmo com a crise internacional. Com a remoção de alguns entraves ainda existentes, o mercado deve ganhar liquidez a partir da entrada de novos investidores, gerando, em um horizonte mais longo de tempo, um ciclo virtuoso que tenderá a atrair novos recursos de estrangeiros, o que, por sua vez, contribui para o alcance das diretrizes de gestão da dívida pública adotadas pelo Tesouro Nacional.

5 Conclusões

Olhando-se além da crise financeira internacional, o Brasil vem vivenciando um contínuo desenvolvimento e sofisticação do seu sistema financeiro, o que, por si só, tende a favorecer uma base de investidores mais heterogênea. Assim, todos os ganhos propalados no início deste capítulo tendem a se materializar à medida que os avanços se concretizam: dispersão de riscos e segurança de financiamento para o governo em diferentes cenários, redução da discrepância entre objetivos do investimento e da gestão, qualificação e maior competição entre os gestores de ativos, entre outros.

Parte desses ganhos para a gestão da dívida já vem sendo obtida, como visto aqui. Considerando-se a solidez com a qual o mercado financeiro brasileiro tem passado pela crise, as perspectivas de continuidade da política econômica e de reformas que garantam a solidez dos fundamentos econômicos e o crescimento sustentado, juntamente com melhora na percepção de risco do país, forma-se internamente um cenário que gera ganhos também para o setor privado. Nessa configuração, as condições de financiamento do setor público em geral e de refinanciamento da dívida pública em particular melhoram consideravelmente.

As tendências apontadas na seção 4 deste capítulo inegavelmente nos conduzem para um cenário otimista. A melhora na composição deve advir da redução da participação das tesourarias – com aumento da participação de prefixados nessas carteiras –, do aumento da participação de fundos de investimento, do Tesouro Direto, das entidades de previdência complementar aberta e dos investidores estrangeiros, que são movimentos já verificados nesse curto espaço de tempo pós-auge das incertezas no mercado mundial. Superado esse cenário, o alongamento deve vir de todos os lados, já que previdência e investidores estrangeiros naturalmente demandam títulos mais longos, e mesmo as tesourarias dos bancos poderão seguir por esse caminho, ainda que em menor escala. Assim, o alongamento e o aprimoramento da composição, que já vêm sendo obtidos, devem ter continuidade, e a busca por uma estrutura de dívida de longo prazo deverá ocorrer em condições mais favoráveis.

Nesse contexto, a dívida pública deixa de estar no foco das discussões sobre desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e os ganhos passam a retroalimentar o ciclo virtuoso. Reduzindo-se o *crowding-out* gerado pelo financiamento do governo, abre-se espaço para a captação da poupança para projetos privados, o que dá uma sustentabilidade ainda maior ao crescimento econômico.

Referências

- FENAPREVI. *Dados estatísticos grupo previdência complementar e VGBL*. Rio de Janeiro: Federação Nacional de Previdência Privada e Vida. Novembro 2007.
- FRANCO, Gustavo H. B. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, Edmar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contracapa: Anbid, 2006.
- GARCIA, Márcio G. P; SALOMÃO, Juliana. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. In: BACHA, Edmar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contracapa: Anbid, 2006.
- JEANNEAU, Serge ; TOVAR, Camilo E. Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges. *BIS Quarterly Review*, p. 51-64, June 2006.
- LITAN, Robert E.; POMERLEANO, Michael; SUNDARARAJAN, Vasudevan. *The future of domestic capital markets in developing countries*. Brookings Institution Press, 2003.
- LÓPEZ, David. Desarrollo de los mercados locales. In: *Proceedings of the First Annual Meeting of Latin American and Caribbean Public Debt Management Specialists*. Washington, DC: IADB, 2006.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. Secretaria do Tesouro Nacional. *Relatório Anual da Dívida Pública*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, vários números.
- MOURA, Alkimar R. Desenvolvimento financeiro e qualidade dos ajustes macroeconômicos: notas sobre o caso brasileiro. In: BACHA, Edmar e OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais e desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contracapa : Anbid, 2005.
- NOVAES, Ana. Mercado de capitais: lições da experiência internacional. In: BACHA, Edmar e OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais e desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contracapa : Anbid, 2005.
- NUNES, Vicente; SIMÃO, Edna. Os riscos do crescimento. *Correio Braziliense*, Brasília, 11 jun. 2007.
- OECD. *Public debt markets: trends and recent structural changes*. Paris: OECD, 2002.
- _____. *Management and government securities markets in the 21st century*. Paris: OECD, 2002.
- WORLD BANK; IMF. *Developing government bond markets: a handbook*. Washington, DC: World Bank and IMF, 2001.
- WORLD BANK. *Developing the Domestic Government Debt Market: from diagnostics to reform implementation*. Washington, DC: World Bank and IMF, 2007.

Anexo 1. Informações estatísticas

A maioria das estatísticas sobre detentores de títulos da DPMFi citadas neste capítulo é oriunda de um esforço de desagregação das informações contidas no Anexo 5.1 do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal (RMD). Os dados são oriundos dos registros no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), do Banco Central, que é o depositário central dos títulos da dívida pública, custodiando cerca de 97% do total da dívida doméstica. Na forma como estão atualmente no relatório, as informações foram usadas somente no primeiro gráfico do capítulo.

As informações referentes ao Programa Tesouro Direto, utilizadas na seção 2.3, são oriundas da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), parceira do Tesouro Nacional no programa, que custodia seus títulos, que representam 0,1% da dívida doméstica. A CBLC tem uma conta particular no Selic, de modo que o estoque do Tesouro Direto é capturado pelas estatísticas fornecidas pelo Banco Central.

Já as demais informações apresentadas neste capítulo são desagregações das informações que constam na Tabela 5.1 do RMD, por isso também têm como fonte o Selic. Em especial no que se refere à abertura da conta Clientes – Fundos de Investimento, o resultado é um esforço da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central. A primeira instituição passa a composição dos cotistas de cada fundo de investimento para o Banco Central, que distribui a carteira de cada fundo pela proporção de cotistas, de acordo com os registros do Selic. Essas informações estão passando por um processo final de depuração e, em breve, deverão estar disponíveis nos Relatórios sobre a Dívida Pública Federal publicados pela Secretaria do Tesouro Nacional.