

Parte 3

Capítulo 6

Mercado secundário da Dívida Pública Federal

Fabiano Maia Pereira
Guilherme Binato Villela Pedras
José Antonio Gragnani

1 Introdução

Uma das principais precondições para o financiamento público ser eficiente é a existência de um mercado secundário desenvolvido de títulos públicos. É nas negociações em mercado secundário que se formam as referências de preços dos diversos ativos, as quais, por sua vez, vão determinar o custo de financiamento do governo. Da mesma forma, a facilidade com que investidores entram e saem desse mercado, ou seja, a liquidez, representa variável relevante na determinação do interesse das diversas classes de investidores. Assim, dentre as tarefas de gerenciamento de dívida, inclui-se a busca por um contínuo aperfeiçoamento do mercado secundário.

Este capítulo pretende mostrar o estágio atual de desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos no Brasil, suas características e os esforços envidados ao longo dos anos no sentido de dar maior liquidez e transparência a ele. A seção 2 apresenta as principais estatísticas desse mercado, as quais refletem seu estágio atual e estrutura, enquanto a seção 3 mostra suas características no Brasil. Por fim, a seção 4 discorre sobre o aperfeiçoamento observado no mercado secundário de títulos públicos ao longo dos últimos anos. Cabe destacar que o foco deste capítulo será maior no mercado secundário doméstico, por ser, como veremos, o mais relevante para a gestão da Dívida Pública Federal brasileira.

2 Mercado secundário atual

Para a maioria dos países emergentes, atualmente o mercado doméstico apresenta um volume negociado superior ao negociado no mercado externo. Do total negociado em 2008 em títulos públicos de mercados emergentes (US\$ 4,1 trilhões), cerca de 70% (US\$ 2,8 trilhões) representam negociações de instrumentos locais,¹ o que mostra a importância dessa fonte de financiamento para os governos de mercados emergentes.

Nesse segmento (mercados locais), o mercado secundário brasileiro de títulos públicos é bastante pujante, em especial se comparado com os demais países emergentes. De fato, em 2008 foram negociados no mercado brasileiro o equivalente a 20,8% (US\$ 591 bilhões) do total negociado em mercados emergentes locais.

2.1 Precondições internacionais

O Banco Mundial, em recente pesquisa piloto com 12 países² que apresentam as mais diversas experiências econômicas e localizações geográficas, detectou que, para uma boa *performance* do mercado secundário,

¹ Fonte: EMTA.

² Para maiores detalhes, ver World Bank (2007).

são necessárias algumas premissas e precondições. De acordo com aquela instituição, o bom funcionamento do mercado secundário promove a avaliação dos ativos financeiros de forma mais eficiente e transparente, possibilita melhor administração do risco, eleva a liquidez e potencializa o mercado primário. O ambiente que congrega negociação de títulos públicos com vencimentos mais longos e parâmetros considerados mais justos permite ao governo emitir instrumentos financeiros com menor custo e baixo risco de refinanciamento.

As precondições apresentadas pela pesquisa como essenciais para um bom funcionamento do mercado secundário e condutoras de melhorias na gestão da dívida pública podem ser resumidas por:

- a) um sistema de *dealers* normatizado, com direitos e obrigações associados ao cumprimento de metas de negociação, além de dar maior credibilidade ao mercado, estimula o crescimento da liquidez;
- b) a existência de alternativas que amplifiquem o número de participantes, mesmo em momentos de maior volatilidade, possibilitando a saída de posições desfavoráveis em condições competitivas. Tal característica é fundamental para compatibilizar o interesse do emissor de alongar a dívida e a demanda dos investidores por mercados líquidos;³
- c) uma base ampla e diversificada de investidores e agentes financeiros, composta por instituições financeiras, investidores institucionais, corretoras, empresas e pessoas físicas e pelas diversas classes de fundos;
- d) a presença de investidores não residentes, os quais, em geral, apresentam a capacidade de negociar títulos mais longos. No entanto, a presença dessa classe de investidores necessita de maior liberalização da conta financeira do país e de bons fundamentos econômicos;
- e) a padronização dos títulos da dívida pública – como unidade de negociação, padrão de contagem de tempo e de entrega do ativo –, a concentração de vencimentos e o sistema de reofertas, os quais aumentam a liquidez e facilitam emissões de ativos longos com rentabilidade prefixada. Esse alongamento da dívida, somado à colocação de títulos prefixados, por sua vez, diminui a exposição ao risco de juros e de refinanciamento do governo;
- f) a existência de um mercado de balcão representativo, pois este permite a personalização de produtos financeiros, implicando um aumento de participantes;
- g) o uso de sistemas eletrônicos, os quais aumentam a eficiência do mercado na medida em que permitem aos participantes visualizar as ofertas (maior transparência), minimizando limitações e informações assimétricas dos parâmetros necessários para a precificação dos títulos. Esses fatores aumentam o número de investidores e, conseqüentemente, a liquidez do mercado;
- h) a existência de regras claras de conduta, as quais previnem a fraude e a manipulação de mercado. Essas regras podem ser estabelecidas pela autoridade reguladora ou via autorregulação pelas associações dos participantes do mercado.

Portanto, dada a importância dos fatores anteriormente listados para o aumento de liquidez, da consolidação do mercado secundário e, em última instância, da melhoria das condições de financiamento do poder público, o restante do capítulo será voltado para descrever as características e as estatísticas mais

³ Estruturas sofisticadas, existentes no mercado financeiro, podem ser úteis. O *short selling*, por exemplo, é um mecanismo importante para reduzir riscos, pois os investidores que detêm posições vendidas atuam no sentido de amortecer impactos em momentos de volatilidade. Não menos importante é o mercado de juros futuro, que permite a proteção de posições compradas.

importantes do mercado secundário da Dívida Pública Federal doméstica brasileira e desenvolver as ideias que permearam a busca pela melhoria desse mercado. Como se verá, as precondições apresentadas antes são geralmente existentes no Brasil e mesmo aquelas incipientes ou inexistentes são objeto de discussão pelos participantes do sistema financeiro, pelas entidades de classe, pelos investidores e pelos órgãos governamentais diretamente relacionados.

2.2 Conjuntura econômica e dados recentes do mercado secundário doméstico

Alguns períodos na história recente do Brasil merecem ser analisados com mais cuidado, pois impactaram diretamente o mercado secundário de títulos da dívida pública doméstica. Vale ressaltar as medidas anunciadas em 1999, quando o Tesouro Nacional e o Banco Central constituíram grupo de estudo para aperfeiçoar o mercado secundário (assunto desenvolvido na seção 4.1). Outro momento da história que deve ser mencionado é o período pré-eleitoral em 2002, quando as incertezas geradas trouxeram volatilidade e aumento do risco Brasil.⁴

Em 2003, o novo governo,⁵ para fazer frente às expectativas dos analistas quanto à condução das políticas monetária e fiscal, tomou uma série de medidas, dentre as quais: i) revisão e anúncio de metas de inflação condizentes com a realidade do período, de 8,5% e 5,5%, respectivamente, para os anos de 2003 e 2004; ii) aumento da taxa Selic para 26,5% ao ano; iii) elevação da meta de superávit primário de 3,75% do PIB para 4,25% no ano de 2003; e iv) envio de Proposta de Emenda Constitucional (PEC) ao Congresso para reforma da previdência social e do sistema tributário. Após a adoção das medidas e a confirmação de que as diretrizes das políticas monetária e fiscal permaneceriam, a confiança no governo foi restabelecida, e a cotação real/dólar, o risco país, a inflação corrente e as expectativas de inflação voltaram a cair.⁶

O mercado secundário brasileiro também foi afetado por medidas anunciadas para fazer frente às incertezas de 2003, quando o Tesouro Nacional explicitou, por meio de seu Plano Anual de Financiamento (PAF) referente àquele ano, as seguintes diretrizes: 1) reduzir o percentual vencendo no curto prazo para níveis considerados confortáveis, minimizando o risco de refinanciamento; 2) reduzir a participação das dívidas indexadas à variação cambial e à taxa de juros; 3) aumentar a participação das dívidas prefixadas e remuneradas por índices de inflação; 4) manter a divulgação, ao final de cada mês, de cronograma de leilões a serem realizados no mês subsequente; e 5) manter aproximação com os participantes de mercado, colocando de forma transparente a estratégia definida para a condução do PAF. Essas diretrizes, como argumentadas adiante, foram bem-sucedidas e culminaram em mudança significativa no comportamento do mercado, aumentando a liquidez e reduzindo os diferenciais entre preços de compra e venda dos ativos negociados no mercado secundário.

⁴ No período observou-se deterioração de diversos indicadores: i) a cotação R\$/US\$, inicialmente em R\$ 2,30 no início de 2002, chegou próximo a R\$ 4,00 com a aproximação da eleição, impactando a inflação corrente, que chegou a atingir 3,0% a.m. no final de 2002; ii) as expectativas de inflação, medidas pelo IPCA, saltaram de 5,5% a.a. para 11,0% a.a. em menos de dois meses; e iii) a Dívida Pública Federal fechou o ano de 2002 em 55,5% do PIB, com predominância da indexada ao câmbio e à taxa Selic.

⁵ Em 2002, Luiz Inácio Lula da Silva venceu a eleição direta para presidente da República, recebendo a faixa de presidente de Fernando Henrique Cardoso, em 1º de janeiro de 2003. O Partido dos Trabalhadores, vencedor das eleições, possuía bandeira histórica em defesa de mudanças na forma de condução das políticas monetária e fiscal, fazendo com que sua vitória fosse motivo de apreensão entre os agentes econômicos, principalmente os de mercado financeiro.

⁶ Mesmo com as políticas adotadas no início do governo, a relação Dívida Pública Federal/PIB ainda se elevou para 57,2% no final do ano de 2003. No entanto, como consequência das políticas monetária e fiscal implementadas, o ano de 2004 experimentou uma reversão nesse indicador, ao mesmo tempo em que as novas diretrizes de gestão da dívida pública se fizeram sentir em seu perfil, que se apresentou muito mais robusto.

Na Tabela 1, pode-se observar que, no final de 2002, a Dívida Pública Federal (DPF) era composta de apenas 1,5% e 8,8% de títulos prefixados e remunerados por índices de preços, respectivamente, enquanto em dezembro de 2008 tais instrumentos já respondiam por 29,9% e 26,6% de seu estoque em mercado. Por sua vez, a dívida indexada à variação cambial (nela incluída a dívida externa) caiu de 45,8% da DPF para 9,7%, e a corrigida pela taxa de juros Selic diminuiu de 42,4% para 32,4% ao final de 2008. Esses movimentos na estrutura da dívida pública trouxeram, entre outros fatores que possibilitaram sua melhor gestão, a diminuição do risco sistêmico e a maior previsibilidade dos pagamentos.

Tabela 1. Composição da Dívida Pública Federal (DPF)

| Tipo de rentabilidade | dez./02 | dez./03 | dez./04 | dez./05 | dez./06 | dez./07 | dez./08 |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Prefixado (%) | 1,5 | 9,5 | 16,1 | 23,9 | 32,5 | 35,1 | 29,9 |
| Selic (%) | 42,4 | 46,5 | 45,7 | 43,8 | 33,4 | 30,7 | 32,4 |
| Índice de Preços (%) | 8,8 | 10,3 | 11,9 | 13,2 | 19,9 | 24,1 | 26,6 |
| Câmbio (%) | 45,8 | 32,4 | 24,2 | 17,3 | 12,2 | 8,2 | 9,7 |
| TR e outros (%) | 1,4 | 1,4 | 2,2 | 1,8 | 2,0 | 1,9 | 1,4 |

Fonte: STN

Após a mudança no perfil da dívida, o mercado secundário brasileiro de títulos públicos apresentou uma sensível modificação nos ativos negociados, conforme descrito na Tabela 2. Enquanto em dezembro de 2002 os títulos indexados a juros e variação cambial (LFT/LFT-A/LFT-B e NTN-D/NBCE, respectivamente) respondiam por 88,2% das negociações diárias, ao final de 2008 estes mesmos títulos representavam cerca de 30,0% do mercado secundário total de títulos públicos. Por sua vez, os títulos prefixados (LTN e NTN-F), que em dezembro de 2002 detinham apenas 2,6% do mercado secundário total, atingiram 62,2% em 2008.

Os títulos indexados à inflação (NTN-B e NTN-C) mantiveram sua participação em torno de 9%. Entretanto, no caso desses instrumentos, cabe fazer uma ressalva. Nos anos de 2003 e 2004 ocorre uma queda significativa de sua importância em termos relativos (para 4,9% e 2,3%, respectivamente) explicada, entre outros fatores, pela percepção de que as políticas monetária e fiscal garantiriam a estabilidade macroeconômica, reduzindo a demanda por títulos que protegiam o investidor contra o risco de inflação. Já o aumento das negociações a partir do ano de 2005 está relacionado principalmente à estratégia do Tesouro Nacional de priorizar a emissão de NTN-Bs em detrimento das LFTs.

Atualmente, os agentes participantes de mercado negociam essencialmente três tipos de títulos: Letra do Tesouro Nacional (LTN) e Nota do Tesouro Nacional – série F (NTN-F), títulos prefixados; Nota do Tesouro Nacional – série B (NTN-B), indexada ao IPCA;⁷ e Letra Financeira do Tesouro (LFT), instrumento indexado à taxa Selic.⁸

Além da mudança no perfil dos títulos negociados no mercado secundário, também ocorreu aumento consistente durante os últimos anos no volume médio diário de negócios,⁹ com esse indicador saindo de

⁷ Índice de Preços ao Consumidor Amplo, calculado pelo IBGE.

⁸ Taxa básica de juros *overnight*, calculada pelo Banco Central, referente às operações compromissadas por um dia.

⁹ Sabe-se que, dado um aumento no estoque do ativo, é perfeitamente natural que ocorra uma elevação em seu volume negociado em mercado. Em outras palavras, para um *turnover* (razão entre valores negociados e estoque) constante para determinado título público, o simples aumento do seu estoque gera um aumento no volume financeiro negociado. No entanto, o que se propõe aqui é mostrar que a profundidade desse mercado aumentou a partir do entendimento de que é possível entrar e sair do ativo com valores financeiros cada vez mais altos.

R\$ 6,8 bilhões em dezembro de 2002 para R\$ 13,3 bilhões em dezembro de 2008, demonstrando que as medidas discutidas nas seções seguintes surtiram alguns dos efeitos desejados pelo governo. As alterações ocorridas trouxeram amadurecimento e segurança aos participantes do mercado secundário, na medida em que o planejamento e a transparência implementados pelo governo criaram um novo ambiente e proporcionaram a alteração do perfil da dívida.

Tabela 2. Volume de operações definitivas no mercado secundário

(Média diária em R\$ bilhões)

| Período | LTN/ NTN-F | (%) | NTN-B/ NTN-C | (%) | LFT/LFT- A/B | (%) | NTN-D/ NBCE ¹ | (%) | Total |
|---------|---------------|------|-----------------|------|-----------------|------|-----------------------------|-----|-------|
| dez./02 | 0,2 | 2,6 | 0,6 | 9,2 | 5,5 | 80,1 | 0,6 | 8,1 | 6,8 |
| dez./03 | 2,7 | 25,0 | 0,5 | 4,9 | 7,1 | 65,9 | 0,5 | 4,2 | 10,7 |
| dez./04 | 7,1 | 52,1 | 0,3 | 2,3 | 5,9 | 43,4 | 0,3 | 2,3 | 13,7 |
| dez./05 | 7,0 | 53,6 | 1,2 | 9,4 | 4,8 | 36,7 | 0,1 | 0,4 | 13,0 |
| dez./06 | 9,7 | 60,6 | 1,9 | 11,9 | 4,4 | 27,4 | 0,0 | 0,0 | 16,0 |
| dez./07 | 8,7 | 59,0 | 1,6 | 11,0 | 4,4 | 29,9 | 0,0 | 0,1 | 14,7 |
| dez./08 | 8,3 | 62,2 | 1,1 | 8,6 | 3,9 | 29,2 | 0,0 | 0,0 | 13,3 |

Fonte: STN

¹ As NBCEs eram títulos indexados pela variação cambial emitidos pelo Banco Central até 2002.

Obs.: Os percentuais em cada coluna representam a participação de cada grupo no volume total negociado da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Portanto, sua soma perfaz 100%.

Cabe ressaltar que os instrumentos prefixados são emitidos de acordo com uma regra fundamentada em *benchmarks*, em linha com as melhores práticas internacionais, como pudemos ver na seção 2.1. A partir de janeiro de 2007, as NTN-Fs passaram a ter prazos de emissão de 3, 5 e 10 anos e as LTNs entre 6 e 24 meses. Além de ser um título com prazos mais elevados, a NTN-F difere da LTN por ter pagamento de juros semestrais, enquanto a LTN é um ativo *zero coupon*.

Outra alteração relevante no perfil de negociação pode ser observada quando se tomam as informações analíticas por tipo de título. Nesse sentido, as NTN-Fs vêm ganhando espaço no mercado secundário (consequência, por exemplo, de mudanças, tais como o imposto de renda regressivo e a isenção de imposto de renda para não residentes nos investimentos em títulos públicos domésticos¹⁰), aumentando sua participação de praticamente nula no mercado secundário em dezembro de 2002 para 9,5% em dezembro de 2008.

No caso dos títulos corrigidos pela inflação, há uma clara preferência pela negociação dos indexados ao IPCA, as NTN-Bs, cuja participação no mercado secundário era insignificante em dezembro de 2002 e atingiu 8,1% ao final de 2008, enquanto os indexados pelo IGP-M,¹¹ as NTN-Cs, recuaram de 9,2% para 0,5% entre os anos de 2002 e 2008 (ver Tabela 3).

¹⁰ Este tema será discutido mais adiante neste capítulo.

¹¹ Índice Geral de Preços – Mercado, calculado pela FGV.

Tabela 3. Volume de operações definitivas no mercado secundário

(Média diária em R\$ bilhões)

| Período | LTN | (%) | NTN-F | (%) | NTN-B | (%) | NTN-C | (%) |
|---------|-----|------|-------|-----|-------|------|-------|-----|
| dez./02 | 0,2 | 2,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 9,2 |
| dez./03 | 2,7 | 25,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 1,6 | 0,4 | 3,3 |
| dez./04 | 7,1 | 21,5 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 2,1 |
| dez./05 | 6,9 | 53,4 | 0,0 | 0,2 | 1,2 | 8,9 | 0,1 | 0,5 |
| dez./06 | 8,8 | 54,9 | 0,9 | 5,7 | 1,6 | 10,2 | 0,3 | 1,7 |
| dez./07 | 7,4 | 50,3 | 1,3 | 8,7 | 1,4 | 9,5 | 0,2 | 1,6 |
| dez./08 | 7,0 | 52,8 | 1,3 | 9,5 | 1,1 | 8,1 | 0,1 | 0,5 |

Fonte: BCB

Elaboração: STN.

Obs.: Os percentuais representam a participação de cada título no volume total negociado da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Portanto, sua soma perfaz 100%.

2.3 Dinâmica da negociação

Os títulos são negociados no mercado doméstico brasileiro com base em taxas, diferentemente do observado no mercado internacional, no qual as negociações são efetivadas em preço limpo.¹² As taxas são padronizadas com base em dias úteis (du/252), incluindo o dia da liquidação e excluindo o dia do vencimento.¹³ No intuito de padronizar a contagem de dias, o Banco Central¹⁴ determina que o critério adotado para a expressão da taxa de rentabilidade associada ao preço de títulos públicos federais registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) será du/252.¹⁵

Como mencionado anteriormente, a maioria das negociações realizadas atualmente no mercado secundário é de instrumentos prefixados. Entretanto, uma peculiaridade do mercado brasileiro é a existência de contratos derivativos de taxas de juros bastante líquidos (DI Futuro, negociado na Bolsa de Mercadorias e Futuros –BM&F), em consequência da própria liquidez dos ativos, da credibilidade da *clearing*, em que tais ativos são negociados, e da baixa necessidade de aportes financeiros para a execução da operação.¹⁶ Dessa forma, a referência da taxa de juros prefixados para diversos prazos é constituída em grande parte nesse mercado, e os títulos públicos prefixados costumam ser negociados em pontos base (*basis points*) em relação aos derivativos de juros futuros negociados na BM&F.

Cabe aqui uma discussão maior sobre esse derivativo conhecido como DI Futuro. Ele é um *swap* de taxa prefixada e DI de um dia.¹⁷ Se o investidor compra o derivativo (em taxa), ele fica com posição ativa em CDI e passiva em prefixado, e vice-versa no caso de venda. A forma mais comum, atualmente, de negociação do título prefixado é aquela na qual se compra ou vende o título “casado” com o derivativo de juros futuro

¹² Para maior entendimento desse assunto, ver Capítulo 2 da Parte 3.

¹³ Conforme determinado pelo Ministério da Fazenda na Portaria nº 116 de 28 de maio de 1999.

¹⁴ Conforme Comunicado BC nº 7.818 de 31 de agosto de 2000.

¹⁵ A exceção é a NTN-D (Nota do Tesouro Nacional – Série D), que utiliza 30/360 como padrão de contagem de dias para manter equivalência com o padrão internacional, dado que é indexada pela cotação cambial.

¹⁶ Para negociar nesse mercado, deve-se depositar apenas margens de garantia, que são, inicialmente, em montantes sensivelmente mais baixos que o seu valor notional (de referência). Além disso, há a necessidade de recursos disponíveis para honrar pagamentos no caso de ajustes negativos.

¹⁷ Taxa média de depósito interfinanceiro de um dia, calculada pela Central de Custódia de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip). Esse assunto será discutido mais à frente neste capítulo.

(geralmente de mesmo vencimento). Ao comprar o título ao mesmo tempo em que se compra o derivativo, obtém-se um produto que paga CDI +/- *spread*. Dado que o *benchmark* de boa parte da indústria de fundos e de grande parte dos bancos comerciais é o CDI, esse instrumento é muito demandado em substituição às LFTs. As NTN-Fs, apesar de não apresentarem *durations*¹⁸ iguais a seus vencimentos, são negociadas com *spreads* em relação aos derivativos de mesmo vencimento. Nesse caso, o *hedge* é feito, geralmente, comprando-se a mesma quantidade de *DVO1*¹⁹ (*Dollar Value of One Basis Point*) de título e de derivativo.

Essa peculiaridade, aliada a uma forte característica da base de investidores domésticos, o foco no curto prazo, traz uma sinergia importante para o mercado de dívida pública. Ou seja, o Tesouro Nacional vende instrumentos prefixados e o comprador destes pode fazer o *hedge* no mercado derivativo, repassando o risco prefixado para outro agente. Essa sinergia é verificada ao se perceber que os títulos prefixados mais líquidos tendem a ser aqueles cujas datas de vencimento coincidem com os vencimentos mais líquidos dos contratos de DI Futuro e vice-versa.²⁰ Essa inter-relação é produtiva, pois reduz a exposição dos investidores ao risco de taxas de juros, permitindo o aumento do número de negócios.

No entanto, existe o outro lado desse processo de sinergia que pode ser prejudicial ao mercado de títulos públicos. Isto é, quando o mercado de derivativos apresenta uma liquidez muito alta, pode existir uma competição entre os dois instrumentos, resultando em diminuição da liquidez do mercado de títulos públicos. Além disso, no caso específico do Brasil, a ampla utilização, pelo mercado, de títulos prefixados associados a um derivativo (que tem como objeto de negociação uma taxa *overnight*) perpetua a cultura, no mercado nacional, de negociar instrumentos com prazos mais curtos.

No caso das LFTs, a negociação é baseada em uma taxa que reflete o ágio ou o deságio em relação à sua remuneração original. Dado que esse título paga a taxa Selic diária, quando existe um deságio significa que o comprador do título receberá a taxa Selic acrescida de um prêmio. Contudo, quando se compra a LFT com ágio, significa que o comprador receberá a taxa Selic menos um desconto. Esses títulos geralmente apresentam uma volatilidade diária muito baixa, sendo os preferidos dos investidores mais conservadores, que, por terem como referência de remuneração (*benchmark*) o DI, exigem baixa volatilidade de suas rentabilidades diárias. Esses investidores atualmente dão peso menor para a liquidez do ativo.

Já as NTN-Bs são títulos negociados tendo por base as taxas reais de juros, pois pagam a inflação corrente mais uma parcela prefixada. Para facilitar a padronização desses instrumentos e elevar sua liquidez com a concentração em determinados prazos, desde 2003 os títulos emitidos passaram a obedecer a seguinte regra: se vencimentos em anos pares, estes deverão ser sempre nos dias 15 dos meses de agosto; se em anos ímpares, os vencimentos ocorrerão nos dias 15 dos meses de maio.²¹ Os investidores compram esses títulos por motivos diversos, e não excludentes, tais como: i) porque têm seus *benchmarks* em índices de inflação (como as entidades de previdência complementar, por exemplo); ii) para se protegerem do risco inflacionário; iii) caso acreditem que podem ganhar dinheiro, porque haverá fechamento das taxas reais de juros no mercado; ou iv) quando buscam *duration* maior (dado que esses instrumentos são os mais longos do mercado – até quarenta anos).

Também existem negociações desses títulos associadas ao derivativo de juros futuros. Com o desenvolvimento do mercado secundário nos últimos anos, agregado à estabilidade da economia, a inflação

¹⁸ Para maior aprofundamento do tema, ver Capítulo 2 da Parte 3.

¹⁹ Medida de sensibilidade de um ativo devido à variação de 1 ponto base (do inglês *basis point*) na taxa.

²⁰ Como apresentado nas seções mais à frente, o mercado secundário de títulos públicos prefixados e o volume de contratos negociados de juros futuros aumentaram consistentemente nos últimos anos.

²¹ Eventualmente, nos anos ímpares podem ocorrer vencimentos também em novembro.

implícita passou a fazer parte das negociações entre os investidores. Isto é, acreditando que a inflação vai ser maior que a diferença entre as taxas dos títulos prefixados e dos indexados ao IPC-A, o investidor fica *long* (comprado) em um título indexado ao IPCA e *short* (vendido) em um prefixado. A posição é inversa quando existe a crença de que a inflação futura será abaixo da inflação implícita no diferencial de taxas entre os dois títulos.

2.4 Mercado secundário de títulos da dívida externa

O Brasil apresenta um mercado secundário de títulos da dívida externa bastante ativo, tendo o maior volume de negociação entre todos os países emergentes. Em 2008, os títulos soberanos brasileiros negociados no mercado internacional somaram US\$ 192,5 bilhões, representando 22,5% do volume total de negócios com títulos da dívida externa soberana de países emergentes, o que mostra representarem os ativos brasileiros um importante instrumento para os investidores em mercados emergentes.

A constatação anterior, entretanto, ilustra uma característica do mercado de dívida externa de países emergentes, em que os títulos brasileiros se apresentam como *benchmarks* para toda a classe. De fato, até a operação de troca do *C-bond* pelo *A-bond*, em 2005, aquele era o instrumento mais líquido da classe de mercados emergentes. Após a referida operação, essa função passou a ser exercida pelo global 2040.

Com o objetivo de desenvolver a curva de juros dos títulos públicos brasileiros, o Tesouro Nacional tem concentrado esforços, nos últimos anos, no sentido de melhorar a liquidez de vários instrumentos. Assim, a utilização de reaberturas de títulos de prazo *benchmark* (dez e trinta anos), fazendo com que estes sejam mais líquidos, aumenta a eficiência, com a diminuição dos *spreads* entre os preços de compra e venda.

Dos valores negociados em títulos externos brasileiros em 2008, US\$ 80 bilhões referiram-se a negociações do título brasileiro mais líquido (global 2040). Entretanto, os dados da EMTA mostram que a participação do global 40 no total de títulos soberanos brasileiros negociados tem decrescido em relação à dos títulos de dez e trinta anos. Em 2008, sua participação representou 42% do total negociado para o país, ante 52% em 2007 e 56% em 2006, o que mostra uma desconcentração nas alternativas de negociação para os investidores externos. Ainda, as participações dos títulos de dez e trinta anos aumentaram levemente no ano de 2008 para 8% e 13%, respectivamente, em linha com a estratégia de aperfeiçoamento desses *benchmarks*.

3 Características do mercado

Dada a descrição anterior de como se desenvolveu o mercado secundário brasileiro nos últimos anos, nesta seção serão apresentadas as características do mercado secundário de títulos públicos no Brasil, os principais agentes participantes desse mercado e os ambientes de negociação existentes.

Na esteira da redução da inflação, processo iniciado em meados da década de 1990, o mercado financeiro brasileiro vem passando por várias modificações, com a implementação de um arcabouço de política econômica centrada em câmbio flexível, meta de inflação e superávits fiscais que garantam sustentabilidade da dívida pública. A partir da queda da inflação, requereu-se do sistema financeiro brasileiro uma reestruturação para a obtenção de maior produtividade, com alguns bancos ajustando-se via redução de pessoal, aumento de produtividade e de tarifas e maior investimento em tecnologia.

Como parte desse movimento, o setor passou por uma série de consolidações, privatizações²² e incorporações²³ que resultou em concentração do próprio setor. Simultaneamente, a criação de novas regras e a introdução da Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (ou CPMF) impulsionaram a indústria de fundos de investimento (FI), anteriormente de abrangência limitada, fazendo-a atingir elevada participação em relação às demais formas de aplicação financeira.

Os FIs tornaram-se os maiores detentores de títulos públicos, como se pode observar na Tabela 4, sendo representativos em todos os tipos de títulos. As exceções, nas quais os FIs não são os maiores detentores, ficam por conta das NTN-Fs e das NTN-Bs. Em relação às primeiras, o maior grupo detentor é o de carteira própria (das instituições financeiras), explicado pelo fato de a NTN-F ainda não apresentar volumes significativos nos prazos mais curtos e, portanto, possuir risco prefixado mais alto que os demais, o que as torna desinteressantes para os FIs. Ainda no caso da NTN-F, chama a atenção o volume detido pelas pessoas jurídicas financeiras (12,86%), com destaque para os investidores não residentes. Em relação às NTN-Bs, existe uma distribuição mais equânime, devido à maior presença dos fundos de pensão (grandes participantes desse mercado no Brasil).

**Tabela 4. Detentores dos títulos federais em poder do público²⁴
(composição em relação ao total, por título)**

Dezembro de 2008

| Título | Carteira própria (%) | PJFIN (%) | PJNF (%) | FI (%) | Outros (%) |
|---------------|-----------------------------|------------------|-----------------|---------------|-------------------|
| LTN | 59,0 | 2,3 | 7,5 | 30,7 | 0,5 |
| NTN-F | 56,5 | 12,9 | 8,2 | 22,2 | 0,3 |
| NTN-B | 40,4 | 1,5 | 23,5 | 33,7 | 0,9 |
| NTN-C | 7,5 | 0,0 | 31,9 | 60,4 | 0,2 |
| LFT | 34,9 | 0,2 | 6,3 | 58,0 | 0,7 |

Fonte: STN/BCB

Obs.: Pessoa Jurídica Financeira (PJFIN); Pessoa Jurídica Não Financeira (PJNF); e Fundos de Investimento (FI).

Devido aos altos juros reais observados nos últimos anos, à maior liquidez dos títulos públicos em relação aos demais ativos de renda fixa e ao seu elevado estoque, tais títulos ainda representam parte substancial do mercado de renda fixa no Brasil (cerca de 45% em 2008 – ver Tabela 5). A estabilização das condições macroeconômicas do país e a consequente redução das taxas de juros dos títulos públicos federais vêm permitindo maior procura dos investidores por títulos privados, tais como CDBs e debêntures. Ainda em desenvolvimento, esse novo mercado de títulos privados tem um enorme potencial de desenvolvimento, com melhorias como padronização, criação de mercado secundário e introdução de derivativos.

²² Principalmente por meio do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes).

²³ Principalmente por meio do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer).

²⁴ A posição de títulos públicos existente em "carteira vinculada", que não aparece na tabela, foi distribuída proporcionalmente aos demais grupos, exceto "outros", supondo que sua participação se distribui proporcionalmente entre eles.

Tabela 5. Mercado de renda fixa no Brasil

Em R\$ bilhões

| Ano * | Títulos corporativos | | | Cessão de crédito e/ou securitização ** (b) | Títulos DPMF (c) |
|-------|----------------------|--------------------|-----------|---|------------------|
| | Debêntures | Notas promissórias | Total (a) | | |
| 2004 | 46,1 | 2,0 | 48,1 | 16,7 | 810,3 |
| 2005 | 86,7 | 1,0 | 87,7 | 33,9 | 979,7 |
| 2006 | 157,1 | 1,3 | 158,4 | 42,5 | 1093,5 |
| 2007 | 210,0 | 2,4 | 212,4 | 63,4 | 1224,9 |
| 2008 | 248,0 | 18,7 | 266,7 | 102,1 | 1264,0 |

| Ano * | Títulos de instituições financeiras/Instrumentos financeiros | | | | Mercado de renda renda fixa (a+b+c+d) |
|-------|--|-------|------------|-----------|---------------------------------------|
| | CDB | DI | Outros *** | Total (d) | |
| 2004 | 129,3 | 109,3 | 1,2 | 239,7 | 1114,7 |
| 2005 | 286,5 | 178,1 | 2,7 | 467,3 | 1568,5 |
| 2006 | 342,7 | 257,5 | 3,4 | 603,6 | 1898,0 |
| 2007 | 396,5 | 446,8 | 3,8 | 847,1 | 2347,8 |
| 2008 | 722,1 | 458,0 | 4,5 | 1184,5 | 2817,3 |

Fonte: STN, BCB, Cetip e BM&F

Elaboração: Andima

* Posição em dezembro de cada ano.

** Inclui os títulos agrícolas custodiados na BM&F.

*** Inclui RDB e letras de câmbio.

3.1 Mercado de balcão e sistemas de negociação

Os títulos públicos brasileiros são, em sua grande maioria, negociados em mercado de balcão (ver Tabela 6), via telefone, diretamente, ou por meio de alguma outra instituição, denominada *broker*, de forma que não há um ambiente que centralize as negociações e o apregoamento de propostas de compra e venda. Algumas corretoras oferecem pregões próprios em horários definidos, via telefone (*call* de títulos), nos quais participantes de mercado negociam títulos, inclusive aqueles com liquidez reduzida. Essa prática é importante por reunir um grande número de participantes, negociando instrumentos com liquidez reduzida ao longo do dia e contribuindo para formar referências de preço de modo mais transparente. Apesar da importância desse mecanismo, o ideal seria que o mercado adotasse um ambiente organizado de negociação, com acesso a todos os segmentos que atuam no mercado financeiro, no qual haveria maior transparência e facilidade de regulação.

A implementação, em 2004, da Câmara de Compensação (*clearing*) de ativos, desenvolvida pela BM&F, e a criação da plataforma de negociação da Cetip (CetipNet) foram duas medidas com vistas ao desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos em ambiente eletrônico de negociação (um dos fatores considerados importantes, conforme citado na seção 2.1). As principais consequências do uso de um sistema eletrônico de negociação são: 1) maior transparência; 2) melhor precificação dos ativos negociados; 3) aumento da liquidez no mercado secundário; e 4) ampliação da capilaridade do mercado. A transparência e a acessibilidade impulsionam os negócios no mercado secundário, contribuindo para a consolidação da estrutura a termo da taxa de juros doméstica.

Cabe ressaltar que o mercado secundário em sistema eletrônico vem ganhando espaço com a introdução, pelas autoridades fiscalizadoras, de medidas de incentivo, tais como o fato de as negociações das entidades de previdência complementar deverem ser feitas preferencialmente em plataformas eletrônicas.²⁵

Associado à intenção de desenvolvimento do mercado eletrônico como um mercado organizado e de aumento de transparência, o Tesouro Nacional e o Banco Central apresentaram regulamentação da atuação do *dealer* especialista, que foi implementada no primeiro semestre de 2008. Nessa proposta, as instituições classificadas como *dealers* especialistas têm como meta a abertura de *spread* em sistema de negociação para determinados títulos em períodos de trinta minutos pela manhã e à tarde. O modelo busca dar maior transparência aos parâmetros de mercado para ativos de emissão do governo e gerar maior liquidez. A instituição, em contrapartida, terá, caso cumpra sua meta mensal, o direito de participar das operações especiais que a STN permite apenas para as instituições *dealers*.²⁶

Tabela 6. Negociação de títulos públicos federais por ambiente

Em R\$ milhões

| Ano | Negociação em sistema eletrônico | | | | Negociação fora de Sistemas Eletrônicos |
|------|----------------------------------|-----------|-------------|------|---|
| | Sisbex* | CetipNet* | Total | | |
| | | | R\$ milhões | % | |
| 2003 | - | - | - | - | 100,0% |
| 2004 | 1.308.837 | 197 | 1.309.034 | 3,4% | 96,6% |
| 2005 | 1.143.096 | 10 | 1.143.106 | 3,0% | 97,1% |
| 2006 | 3.419.672 | 463 | 3.420.135 | 7,1% | 92,9% |
| 2007 | 4.146.390 | 12.899 | 4.159.289 | 6,9% | 93,1% |
| 2008 | 492.953 | 38.171 | 531.124 | 0,8% | 99,2% |

Fonte: Tesouro, Banco Central, Cetip e Sisbex

Elaboração: Andima.

* Sistemas eletrônicos de negociação de ativos.

Obs.: Os percentuais são em relação ao volume total negociado. Portanto, sua soma perfaz 100%.

3.2 O alongamento dos prazos negociados no mercado secundário

Como podemos observar na Tabela 6, o mercado de balcão representa a quase totalidade das negociações em mercado secundário. A estabilização econômica, os incentivos das autoridades governamentais, as iniciativas do mercado financeiro, associadas às medidas efetivadas pelo governo no intuito de alongar o prazo da dívida pública e aumentar a liquidez do mercado secundário, podem auxiliar no aumento das negociações por meio de sistemas eletrônicos.

Além dessa característica do sistema financeiro brasileiro, o prazo dos títulos mais negociados em mercado secundário, apesar de ter aumentado significativamente nos últimos anos, ainda se apresenta curto. Esse fato está diretamente relacionado à chamada "cultura" do DI. O Depósito Interbancário, ou DI, é um empréstimo interbancário de um dia. A taxa desse empréstimo, calculada pela Cetip, é o principal parâmetro

²⁵ Art. 12, do Regulamento anexo à Resolução CMN nº 3.456, de 1º de junho de 2007, e Resolução CGPC nº 21, de 25 de setembro de 2006, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar.

²⁶ Maiores informações sobre o sistema de *dealers* de títulos públicos serão apresentadas a seguir, neste capítulo.

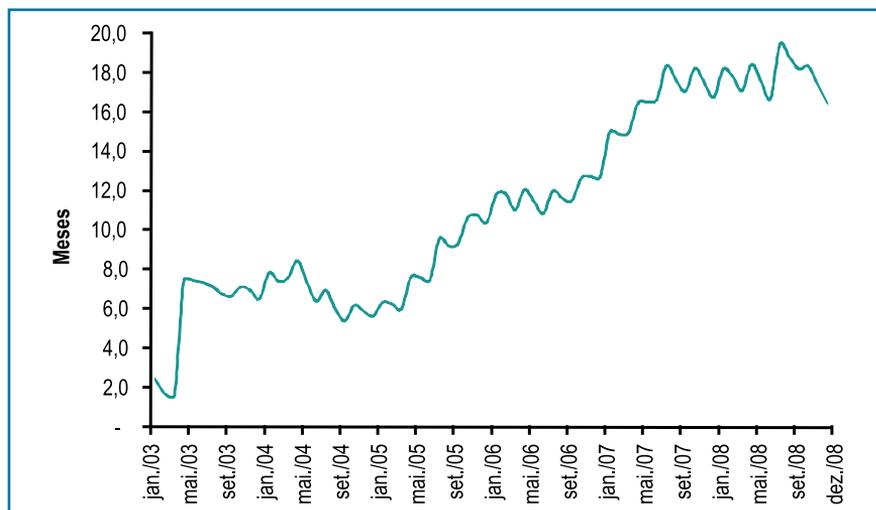
de rentabilidade financeira no Brasil. Em outras palavras, as aplicações no mercado financeiro, mesmo as de prazo mais longo, são frequentemente comparadas com a taxa *overnight*.

No Brasil, seguradoras, entidades de previdência complementar, bancos de investimento, entre outros, que geralmente são participantes potenciais do mercado de títulos públicos de longo prazo, ainda não apresentam essa característica tão evidente quanto nos mercados financeiros mais desenvolvidos. O Tesouro Nacional busca aumentar a base de investidores justamente com o objetivo de alongar a dívida pública ao mesmo tempo em que se eleva a liquidez dos ativos de prazos maiores. Na verdade, as iniciativas do mercado financeiro associadas às medidas efetivadas pelo governo no intuito de alongar o prazo da dívida pública e desenvolver o mercado secundário de títulos públicos (discutidos na seção 4) vêm surtindo efeito como indutoras dessa liquidez.

Como demonstrado na seção anterior, o mercado secundário vem aumentando em instrumentos prefixados e atrelados a índices de preços de forma consistente, acompanhando a melhoria do perfil da dívida observada nos últimos anos e ainda negociando títulos mais longos. Assim, associado à implementação de uma série de mudanças institucionais, o governo brasileiro obteve um relativo êxito no alongamento da dívida ao mesmo tempo em que aumentou o número de investidores (mais recentemente, a isenção de Imposto de Renda trouxe o investidor não residente, mais familiarizado com títulos mais longos e taxas mais baixas), permitindo melhor gestão da dívida pública brasileira.

Os Gráficos 1 e 2 mostram que o estoque de títulos prefixados apresentou aumento consistente em seu prazo médio desde o primeiro semestre de 2003. Já nos ativos indexados a índices de preços, houve redução do seu prazo médio, consequência das emissões mais curtas para aumentar a liquidez desses instrumentos e a velocidade de substituição pelas dívidas cambial e remunerada pelas taxas de juros que venciam. Posteriormente, entretanto, houve estabilização no prazo médio, observando-se, mais recentemente, novo aumento.

Gráfico 1. Prazo médio do estoque de títulos prefixados



Fonte: STN

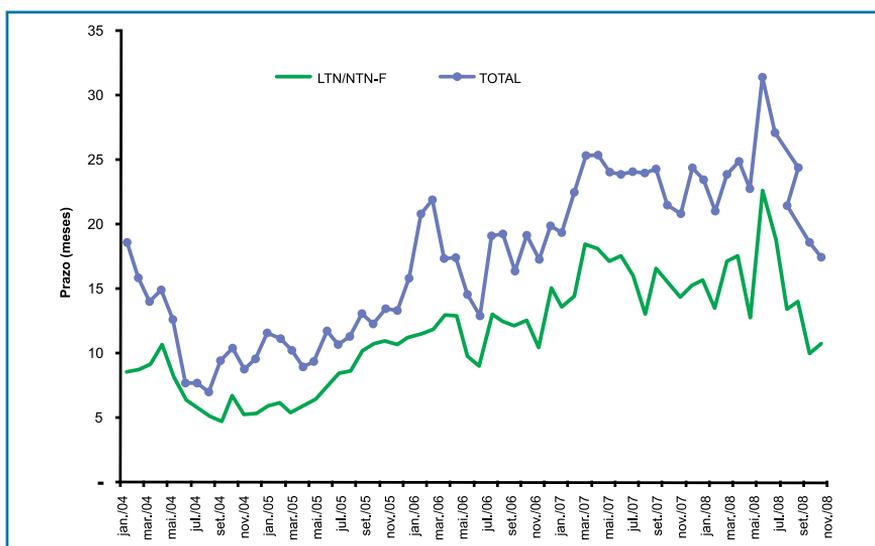
Gráfico 2. Prazo médio do estoque de títulos indexados a índices de preços



Fonte: STN

Além do aumento do prazo médio da dívida prefixada e atrelada a índice de preços, observa-se, ao longo dos últimos anos, maior liquidez em títulos públicos mais longos. Por exemplo, analisando o Gráfico 3, o prazo médio das operações definitivas com títulos públicos federais aumentou entre 2004 e 2007 de dez meses para mais de vinte meses, sendo observado, no caso dos prefixados, um aumento de cinco meses para quinze meses. A queda observada após essa data reflete mais as condições adversas do mercado financeiro mundial do que uma particularidade do mercado de títulos no Brasil. Em que pese essa consideração, há uma inequívoca tendência para o alongamento dos prazos negociados no mercado de dívida pública.

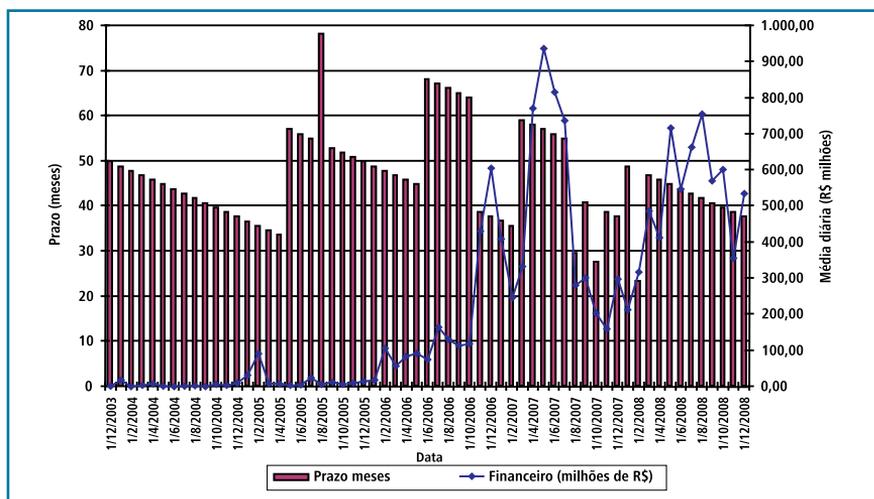
Gráfico 3. Prazo médio das operações definitivas com títulos federais no mercado secundário



Fonte: STN

Ao se avaliar apenas as NTN-Fs (títulos prefixados com prazos mais elevados), o Gráfico 4 mostra que desde o início de 2006 esses ativos apresentaram aumento no volume médio negociado diariamente de menos de R\$ 100 milhões/dia para valores em geral acima de R\$ 300 milhões/dia. Associado a esse fato, observa-se tendência de aumento no prazo médio do vencimento mais negociado ao longo dos últimos anos.

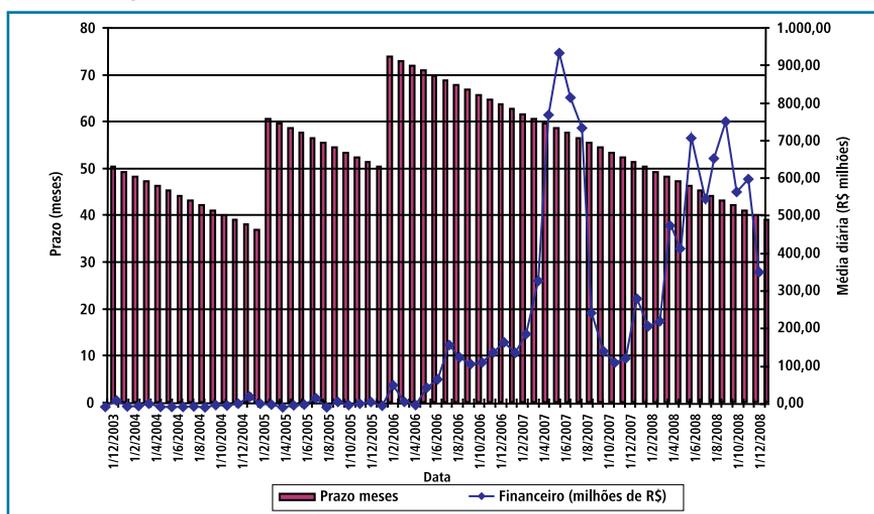
Gráfico 4. Relação entre prazo de vencimento da NTN-F e volume médio negociado diariamente – NTN-F mais líquida no mês



Fonte: BCB
Elaboração: STN

Outro exemplo elucidativo é o caso de uma NTN-F de cinco anos, título que tem vencimento aproximado de sessenta meses. Nesse caso, observa-se também um aumento consistente do volume diário médio negociado a partir do início de 2006.

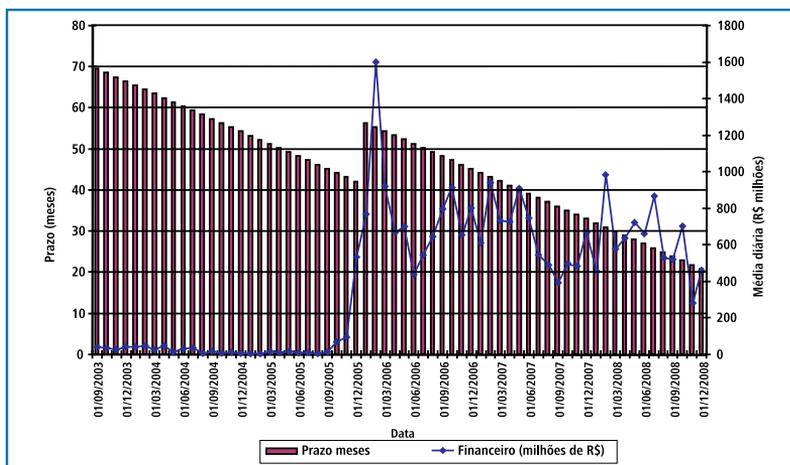
Gráfico 5. Relação entre prazo de vencimento da NTN-F e volume médio negociado diariamente – NTN-F benchmark de cinco anos



Fonte: BCB
Elaboração: STN

As estatísticas para as NTN-Bs também são positivas. Por exemplo, tomando uma NTN-B *benchmark* de cinco anos, o volume médio negociado ao dia passou de menos de R\$ 100 milhões para valores superiores a R\$ 400 milhões/dia, mesmo quando o prazo de vencimento do título aumentou de 40 meses para 55 meses.

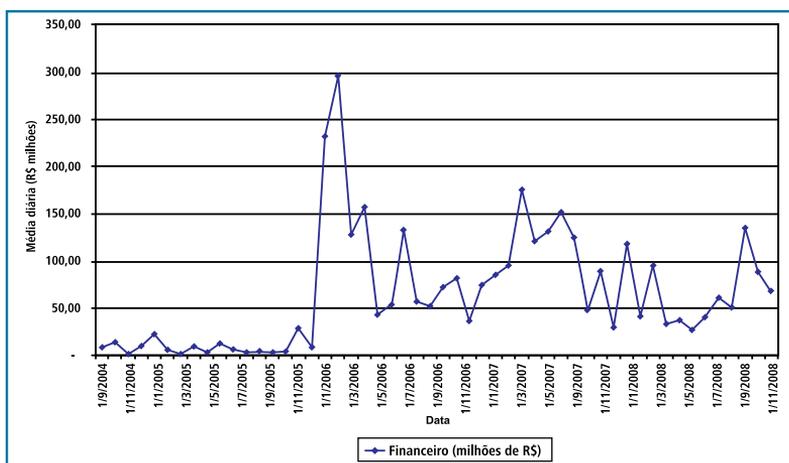
Gráfico 6. Relação entre prazo de vencimento da NTN-B e volume médio negociado diariamente – NTN-B *benchmark* de cinco anos²⁷



Fonte: BCB
Elaboração: STN

A NTN-B com vencimento em 2045, o mais longo título disponível no mercado, segue o mesmo comportamento dos outros títulos, com aumentos mensais do volume negociado. Os dados no Gráfico 7 indicam que houve um aumento do volume diário médio de menos de R\$ 20 milhões/dia para valores superiores a R\$ 50 milhões/dia.

Gráfico 7. Volume médio negociado diariamente – NTN-B com vencimento em 2045



Fonte: BCB
Elaboração: STN

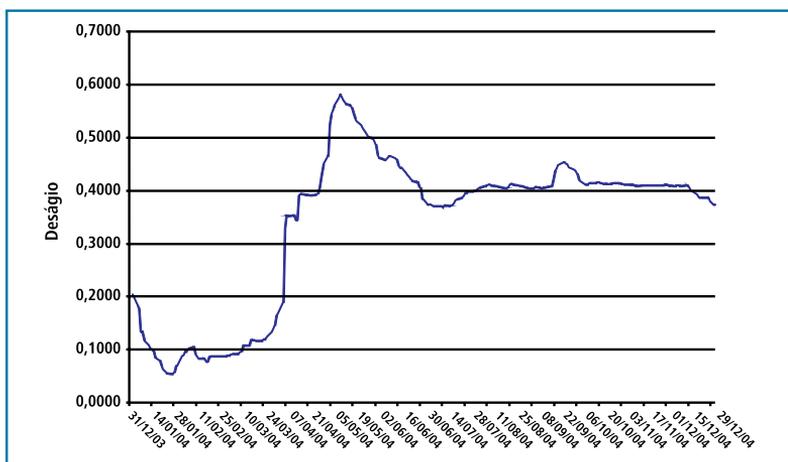
²⁷ Em 2007, o Tesouro Nacional mudou o vencimento do *benchmark* de cinco anos, passando a ofertar NTN-B com vencimento em 2011 e, posteriormente, 2012. Entretanto, a liquidez de mercado permaneceu no título com vencimento em 2010, sendo para esse instrumento as informações mostradas no gráfico.

3.3 Atuações do Tesouro Nacional

Apesar das melhorias apresentadas até o momento, o mercado secundário brasileiro ainda não é capaz de absorver grandes volatilidades sem que haja perdas das taxas de referência, diminuição significativa no número de negociações diárias e abertura nos *spreads* entre compra e venda. Assim, cabe ao Tesouro Nacional atuar em momentos de volatilidade acentuada por meio de operações, como, por exemplo, compra e venda de títulos simultaneamente, com o objetivo primordial de oferecer parâmetros de preços ao mercado de renda fixa até que a normalidade do mercado se restabeleça.

No ano de 2004, o Tesouro Nacional realizou, nos meses de maio e agosto, resgates antecipados e leilões de compra e venda simultâneos de LFT com o intuito de manter a transparência e fornecer parâmetros de preços, pois, como observado no Gráfico 8 e na Tabela 7, houve forte correção nos mercados financeiros nacional e internacional. Além disso, buscou-se reduzir a volatilidade em um momento de maior turbulência do mercado financeiro e melhorar a liquidez do mercado secundário. Ainda no mês de maio daquele ano, com o mesmo objetivo, foram realizados dois leilões de compra e venda simultânea de LTNs. A atuação do Tesouro Nacional atingiu os resultados esperados, à medida que o mercado se normalizou, e, já no mês seguinte, houve a retomada do financiamento com a emissão de títulos prefixados.

Gráfico 8. Taxa da LFT com vencimento em 18/06/2008



Fonte: Andima

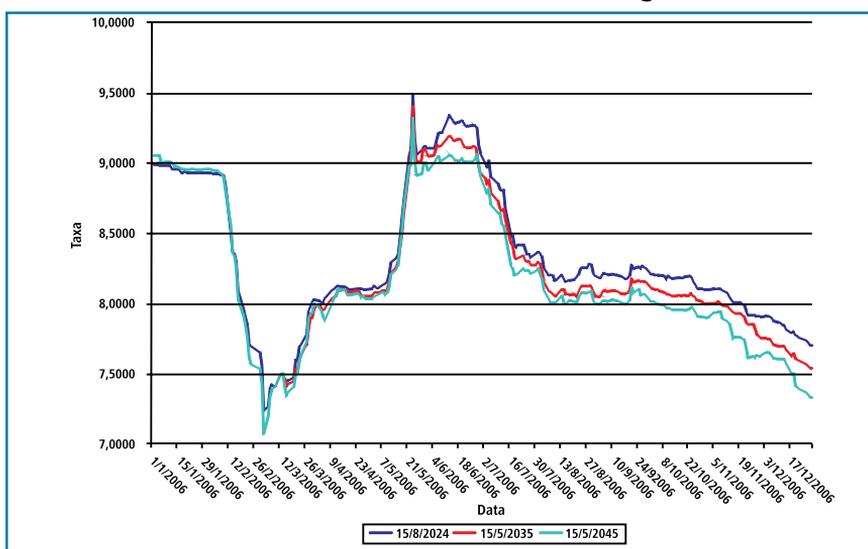
Tabela 7. Volatilidade em ativos e indicadores selecionados em 2004

| Ativo | 3/mar./04 | 10/mai./04 | 30/jul./04 |
|----------------------------|-----------|------------|------------|
| LFT 18/06/2008 (ágio a.a.) | 0,09% | 0,58% | 0,40% |
| LTN 01/01/2006 (tx. a.a.) | 15,71% | 19,11% | 18,33% |
| Trsy 10 anos (tx. a.a.) | 4,05% | 4,79% | 4,48% |
| Dólar (cotação) | 2,8812 | 3,1249 | 3,0268 |
| EMBI Brasil (pontos base) | 547 | 808 | 593 |

Fonte: Bloomberg

Ao final de maio de 2006, houve uma maior volatilidade no mercado internacional associada às incertezas da condução da política monetária nos EUA. O mercado brasileiro teve a liquidez reduzida devido à expectativa de piora maior nos preços dos ativos. Investidores não residentes que haviam comprado as NTN-Bs mais longas (2024, 2035 e 2045), ao desejar vendê-las, não encontraram instituições financeiras dispostas a adquiri-las no mercado secundário, o que fez com que as taxas dos títulos mais longos aumentassem, elevando o custo de financiamento do Tesouro Nacional, como apresentado no Gráfico 9.

Gráfico 9. Taxa das NTN-Bs mais longas



Fonte: Andima

Nesse momento, o Tesouro Nacional percebeu que havia um potencial desequilíbrio no mercado e decidiu agir, realizando leilões de compra e venda. A pronta intervenção reduziu efetivamente o estresse inicialmente verificado no mercado de NTN-Bs e posteriormente intensificado nos demais mercados, como apresentado a seguir, em que, após um movimento de piora generalizada, com o pico do *stress* no dia 24/05/2006, o mercado retornou, no final de julho, para níveis próximos aos de abril.

Tabela 8. Volatilidade em ativos selecionados

| Ativo | 3/abr./06 | 24/mai./06 | 31/jul./06 |
|---------------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| NTN-B 2045 | 7,97% | 9,32% | 8,23% |
| LTN jan. 2008 | 14,65% | 16,78% | 14,65% |
| <i>Trsy</i> 10 anos | 4,86% | 5,04% | 4,98% |
| Dólar (cotação) | 2,15 | 2,37 | 2,18 |
| EMBI Brasil (pontos base) | 236 | 289 | 222 |

Fonte: STN/Bloomberg

Conforme observado a partir dos dois casos estilizados e das reações dos gestores para minimização dos seus efeitos negativos sobre a dívida pública, pudemos concluir que o Tesouro Nacional aprimorou sua capacidade de monitoramento da volatilidade e da liquidez dos títulos para preservar o dinamismo do mercado e a qualidade dos ativos.

Nesse sentido, a seção a seguir descreve uma série de medidas tomadas por participantes do mercado com o intuito primordial de desenvolver a liquidez e o bom funcionamento do secundário de ativos de renda fixa. Ainda na próxima seção, serão apresentadas evidências de que o processo em que se encontra o mercado de dívida pública está consistente com as melhores práticas internacionais, o que tem permitido resultados positivos para sua gestão.

4 Desenvolvimento do mercado secundário

Como já comentado no início deste capítulo, a liquidez no mercado secundário de títulos públicos é importante para o Tesouro Nacional, pois diminui os custos de financiamento do emissor. Quando existe um mercado secundário líquido, há maior transparência dos parâmetros de preços e, conseqüentemente, o comprador do título exige um prêmio menor para adquiri-lo. Mercados líquidos e transparentes implicam *spreads* mais justos entre os preços de compra e venda, diminuindo os custos de entrada e saída. A redução da assimetria de informação aumenta a eficiência, melhora o gerenciamento de ativos e passivos e beneficia o emissor.

Assim, o governo vem implementando uma série de medidas com o intuito de aumentar a liquidez dos títulos públicos, o que, do ponto de vista da Secretaria do Tesouro Nacional, leva à diminuição dos custos de financiamento, à redução do risco de refinanciamento e, conseqüentemente, melhora a administração da dívida pública.

4.1 As 21 medidas de 1999

Até 1999, a grande quantidade de vencimentos, por vezes mais de dois por semana, prejudicava a precificação dos títulos e contribuía para a falta de liquidez devido à baixa concentração de vencimentos. Associado a esse fato, havia um excesso de leilões, sem regras explícitas, que levava à redução da necessidade de as instituições recorrerem ao mercado secundário e, conseqüentemente, à diminuição da liquidez dos ativos transacionados.

No mercado secundário, a redução do número de participantes ao longo dos anos afetou a capilaridade do sistema. Além disso, a previsibilidade das taxas *overnight*, somada à curva da taxa de juros inclinada negativamente durante um longo período, aumentou o interesse por LFT, título com menor volatilidade, inibindo o

volume de negócios. Outros fatores apontados como prejudiciais aos mercados primário e secundário eram o baixo desempenho das instituições *dealers* no processo de formação de preços e provimento de liquidez e a pouca transparência dos preços e das negociações ocorridas no mercado.

Em 1999, foi criado um grupo de estudo formado por integrantes da Secretaria do Tesouro Nacional e do Banco Central para obter um diagnóstico dos diversos problemas relacionados à dívida mobiliária interna e ao mercado financeiro local. O trabalho foi baseado em estudos e discussões, fundamentados nas experiências internacionais, e em entrevistas realizadas com representantes de instituições financeiras, entidades de classes e bolsas.

Ao final, ambas as instituições concluíram que existia a necessidade de uma reformulação das práticas até então utilizadas, com a introdução de novos instrumentos e procedimentos para uma maior dinamização do mercado de dívida pública mobiliária no Brasil. Assim, foram anunciadas as 21 medidas listadas a seguir:

- 1) redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimentos dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição da frequência de ofertas públicas (leilões);
- 2) divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissão de títulos a serem colocados por oferta pública;
- 3) ofertas públicas de títulos prefixados com prazos mais longos, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra;
- 4) realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares e predefinidos de compra de títulos públicos;
- 5) criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários de juros (*zero-coupon bond*);
- 6) permissão para negociação em separado (*strips*) do principal e dos cupons dos títulos cambiais com prazo inferior a cinco anos;
- 7) reuniões periódicas do Banco Central e do Tesouro Nacional com os *dealers*, os clientes finais (fundos de pensão, seguradoras e outros investidores institucionais) e as associações de classe;
- 8) divulgação periódica de Nota para a Imprensa contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez;
- 9) alteração do processo de seleção dos *dealers* do Banco Central,²⁸ privilegiando a capacidade de serem *market-makers* (desenvolvedores de mercado);
- 10) lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda (*put*);
- 11) compra e venda final de títulos curtos, em complementação aos *go-around* de reservas bancárias realizados pelo Banco Central;
- 12) realização periódica de *go-around* de compra ou venda de títulos públicos;
- 13) lançamento de títulos no Selic com liquidação em D + 1;

²⁸ À época, as instituições financeiras eram escolhidas para serem *dealers* exclusivos do Banco Central, com o objetivo de aumentar a eficiência da política monetária. Somente a partir de 2003 o sistema foi alterado, passando as instituições *dealers* a terem o objetivo adicional de auxiliar a gestão da Dívida Pública Federal e o desenvolvimento de seu mercado secundário. Maiores informações sobre o sistema de *dealers* de títulos públicos serão apresentadas a seguir, neste capítulo.

- 14) estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico;
- 15) facilitação para as instituições financeiras assumirem posições vendidas (*short*);
- 16) realização de *go-around* de títulos prefixados com compromisso de recompra (*reverse repo*) para as instituições *dealers* cobrirem posições vendidas (*short*);
- 17) divulgação diária, pela Andima, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambiais em circulação;
- 18) desenvolvimento de sistema para registro, no Selic, das operações a termo com títulos federais;
- 19) flexibilização do limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais;
- 20) incentivo para as bolsas de valores criarem mercado derivativo das opções de venda lançadas pelo Banco Central;
- 21) oscilação da taxa *overnight* ao redor da meta da taxa Selic.

As 21 medidas propostas traziam consigo importantes diretrizes: 1) maior dinamização do mercado secundário propriamente dito, elevação da liquidez e expansão da base de investidores; e 2) transparência, melhoria da precificação e alongamento do prazo da Dívida Pública Federal (DPF), favorecendo sua gestão.

Não obstante essa extensa e desafiadora lista, algumas medidas não avançaram, como títulos cambiais *zero coupon* e seu *strip*, principalmente pela falta de uma cultura do próprio mercado financeiro, que tendeu a deixar de lado algumas possibilidades de execução,²⁹ ou ainda por alteração na política de gestão da DPF, como a decisão de não mais emitir títulos cambiais a partir de 2003. Contudo, a maioria foi efetivada, apresentando resultados satisfatórios, tais como a redução de vencimentos e a publicação de cronograma mensal de leilões.

A Secretaria do Tesouro Nacional e as instituições interessadas no desenvolvimento do mercado secundário continuaram avançando no aperfeiçoamento dessas medidas, iniciadas em 1999. A próxima seção trata de novas modificações institucionais e outras estruturas, pensadas com o objetivo de melhorar a liquidez dos títulos públicos e demais ativos de renda fixa.

4.2 Novas ações para aumentar a liquidez

Anos após o diagnóstico descrito no item anterior e as decisões tomadas para aperfeiçoamento do mercado secundário de títulos públicos, diversas outras medidas institucionais foram implementadas, e aquelas anteriormente efetivadas foram melhoradas.

Como já comentado neste capítulo, no primeiro trimestre de 2003, a atuação do governo foi no sentido de consolidar o compromisso com a austeridade fiscal, o regime de metas de inflação e o câmbio flutuante. No âmbito da Secretaria do Tesouro Nacional, foram tomadas medidas no intuito de aprimorar o mercado primário e secundário de títulos públicos. Entre as ações, estava a intensificação da concentração de vencimentos e o alongamento dos títulos públicos, a não emissão de títulos indexados ao câmbio no mercado doméstico, a implantação de um novo sistema de *dealers* e o maior relacionamento com os investidores nos seus diversos segmentos.

²⁹ Por exemplo, as NTN-Bs e as NTN-Fs emitidas atualmente permitem a realização de *strip*, contudo o mercado não tem utilizado essa facilidade.

4.2.1 Concentração de vencimentos

As LTNs (e posteriormente as NTN-Fs) passaram a vencer em datas coincidentes com as dos vencimentos dos contratos de juros no mercado futuro (meses de janeiro, abril, julho e outubro de cada ano), aumentando a liquidez e a demanda, em razão da maior facilidade de combinação com demais ativos financeiros e da maior transparência na formação da curva de juros. Além disso, o fato de o vencimento ser coincidente com os vencimentos de DIs eliminou o risco de descasamento e favoreceu o investidor, à medida que houve redução no volume de margem requerida em operações de derivativos. A melhor precificação e a maior liquidez diminuíram o prêmio de risco do papel, reduzindo o custo de financiamento da Dívida Pública Federal. Outra contribuição para o aumento da liquidez foi o procedimento de reoferta de títulos, com volumes significativos.

As emissões de LFTs e NTN-Bs concentraram-se em prazos mais longos e em meses diferentes dos estabelecidos para os prefixados. A LFT passou a vencer no começo do terceiro mês de cada trimestre, e a NTN-B, na metade do segundo mês de cada trimestre (equidistante dos vencimentos dos prefixados). Cabe ressaltar que a construção do fluxo trimestral das NTN-Bs foi discutida com entidades de previdência complementar, visando a atender a uma demanda desses investidores, o que aumentou o volume de negócios no mercado secundário.

A concentração dos vencimentos dos títulos prefixados em início de trimestre permitiu ao investidor utilizar os derivativos de juros da BM&F para modificar seu ativo de prefixado para pós-fixado em CDI (LTN "casada").³⁰ Nesse caso, observou-se um aumento significativo de negociações nos derivativos, o que pode ser creditado, em parte, pela nova estratégia do Tesouro Nacional. Ao mesmo tempo, a maior colocação de prefixados foi possível graças à compatibilização de interesses do Tesouro Nacional de aumentar a participação desse passivo no estoque total da dívida, dos investidores que têm o CDI como *benchmark* para suas carteiras e dos agentes que querem prefixar seus investimentos, apostando na melhora do cenário econômico.

Como pudemos ver na Tabela 2, entre 2002 e 2003 houve um aumento da negociação média diária de títulos prefixados de R\$ 0,18 bilhão para R\$ 2,68 bilhões. Outro fator que evidencia o aumento do mercado secundário é o volume de contratos negociados de juros futuro (DI). Como ilustra a Tabela 9, ao longo dos últimos anos, o número de contratos negociados tem crescido, apesar da queda verificada em 2008, consequência da turbulência nos mercados financeiros internacionais. Esses valores demonstram que a liquidez dos títulos públicos aumentou a importância do mercado de derivativos para compatibilizar interesses do emissor e dos investidores.

Tabela 9. Média mensal de contratos negociados de DI Futuro na BM&F

| Ano | Média de contratos |
|------|--------------------|
| 2003 | 183.429 |
| 2004 | 440.111 |
| 2005 | 386.245 |
| 2006 | 704.630 |
| 2007 | 827.690 |
| 2008 | 582.769 |

Fonte: BM&F

³⁰ Ao adquirir um *swap* de prazo equivalente ao título, o investidor, na prática, transforma seu ativo de prefixado para indexado à taxa de juros diária, transferindo o risco prefixado para um terceiro investidor. Sob a ótica do gestor da dívida, entretanto, o risco prefixado continua com o mercado, não havendo comprometimento de sua estratégia de redução do risco de volatilidade no serviço da dívida

4.2.2 Criação das *strips*

A partir de 2003, o Tesouro Nacional passou a emitir a NTN-F, título prefixado com pagamento de cupom, com a possibilidade de destacar (*strip*) os cupons, à semelhança do observado no mercado internacional, facilitando a criação de uma curva de juros prefixada de médio prazo (na época entre três e quatro anos), o que possibilita uma precificação mais justa da curva de juros e minimiza o custo de financiamento do Tesouro Nacional. A primeira NTN-F com essa característica foi emitida em 2003, com vencimento em 01/01/2008.

Já em 2005, com vistas a atender à crescente demanda por títulos prefixados mais longos, foram emitidas NTN-Fs com vencimento em 01/01/2010 e 01/01/2012. No ano de 2007, o Tesouro Nacional começou a emitir NTN-F com vencimento em 2017, sendo a primeira vez em que se emitiu um título prefixado com prazo de dez anos no mercado local. Além disso, tal instrumento foi emitido com regularidade nos leilões seguintes, tornando-se efetivamente um *benchmark* de dez anos para o mercado local.

As *strips* possibilitam tornar as NTN-Fs semelhantes às LTNs, cuja liquidez no mercado secundário é mais elevada. Cabe ressaltar que a possibilidade de destacar o cupom dos títulos não é efetivamente utilizada pelo mercado, por falta de cultura de uso de tal instrumento, associada à diferenciação nos códigos do cupom de NTN-F e da LTN no Selic. O Tesouro Nacional e o Banco Central vêm trabalhando com o objetivo de solucionar este último ponto.

4.2.3 Colchão da dívida

A partir da crise asiática, em 1997, o Tesouro Nacional percebeu a necessidade de acumular um volume de recursos em caixa para garantir o pagamento da dívida pública em períodos menos favoráveis. Mais recentemente, com a melhora nas condições de mercado, foi possível acumular recursos em montante superior a três meses do serviço da Dívida Pública Federal, tendo o Tesouro mantido essa proporção a partir de então. Os recursos acumulados são exclusivos para pagamento da dívida vincenda e têm por objetivo principal reduzir o risco de refinanciamento, transmitindo segurança quanto à capacidade de o Tesouro Nacional honrar os pagamentos em momentos nos quais o próprio mercado está reticente a adquirir títulos públicos ou o Tesouro não se sente confortável em corroborar as taxas apresentadas nos leilões. Ao mesmo tempo, tal reserva tem criado condições para os gestores da dívida pública trabalharem como agentes estabilizadores do mercado secundário em momentos de elevada volatilidade.

4.2.4 Novo sistema de *dealers*³¹

O novo sistema de *dealers*, implementado em 2003, credenciou as mais eficientes instituições a trabalharem em parceria com o Tesouro Nacional e o Banco Central para desenvolver o mercado de títulos públicos. Esse processo contribuiu de forma mais efetiva para o aperfeiçoamento do mercado secundário de títulos, aumentando a liquidez e melhorando a formação da estrutura de taxa de juros. Foram criados dois grupos de *dealers*, primários e especialistas, tendo o segundo grupo a função primordial de dar liquidez ao mercado secundário, apresentando volumes expressivos de negociação de títulos neste mercado. Assim, criaram-se incentivos para as transações em mercado, contribuindo para a ampliação da liquidez do sistema.

³¹ Para maiores detalhes sobre o sistema de *dealers* de títulos públicos, ver Capítulo 4 da Parte 3.

As instituições *dealers* do Tesouro Nacional e do Banco Central têm como metas, por exemplo, a negociação de determinados títulos considerados estratégicos para a gestão da dívida e a abertura de *spreads* em sistemas eletrônicos de negociação, no caso dos especialistas. Já os *dealers* primários são incentivados a entrar nos leilões de títulos do Tesouro Nacional, entre outras atribuições.

4.2.5 Reuniões com participantes de mercado³²

Outro avanço em relação às 21 medidas foi a institucionalização, em 2003, de reuniões periódicas com entidades de previdência complementar, investidores naturais de instrumentos de longo prazo, e participantes do mercado secundário. Em 2004, foi criado um cronograma anual de reuniões com entidades de previdência complementar, bancos comerciais e de investimento, fundos de investimento, seguradoras e empresas de capitalização. A diversificação da base de investidores, além de aumentar o número de participantes no mercado secundário, buscou desconcentrar os detentores de dívida pública, ainda concentrada nas mãos de fundos mútuos (fundos de investimento) e bancos (carteira própria), melhorando o perfil da dívida e reduzindo o risco de mudanças abruptas nas condições de refinanciamento do Tesouro Nacional em momentos de volatilidade no mercado. O aumento na base de investidores diversifica as estratégias e os interesses, minimizando o conhecido movimento de “manada”.

4.2.6 Criação da Conta Investimento

Em 2004 foi criada a Conta Investimento, que eliminava a necessidade de cobrança da CPMF³³ de investidores que já haviam pago a contribuição quando do saque da conta corrente para a referida conta (Lei nº 10.892, de 13 de junho de 2004). A Conta Investimento permitiu que um investidor alocasse recursos de modo mais eficiente e oferecia isonomia entre os fundos exclusivos e o restante da indústria de fundos, retirando um custo elevado que recaía sobre a mudança de aplicação. Tal alteração facilitou a movimentação de recursos em direção às aplicações e aos fundos mais rentáveis, o que gerou maior concorrência e eficiência. A diminuição dos custos de transação entre instrumentos financeiros aumenta o giro do mercado secundário, trazendo benefícios adicionais ao implicar melhor precificação dos ativos e aumento no volume de operações no mercado secundário de títulos públicos.³⁴

4.2.7 Lançamentos de contratos derivativos

Outra iniciativa ocorrida no ano de 2004 foi o lançamento, pela BM&F, de dois contratos de instrumentos derivativos. O primeiro é o contrato futuro de IPCA, e o segundo, o contrato futuro de cupom de IPCA x CDI. Esses contratos propiciam, aos investidores tradicionalmente demandantes de ativos remunerados por índices de preços, instrumentos financeiros adicionais para administrar suas carteiras. Além disso, a medida atrai novos agentes para esse mercado, aumentando a negociação desse tipo de título no mercado

³² Para maiores detalhes sobre a estratégia de organização e os resultados das reuniões com participantes do mercado, ver Capítulo 5 da Parte 3.

³³ Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira. Tal tributo não foi renovado para o período seguinte a 31 de dezembro de 2007, fazendo com que a Conta Investimento, na prática, não fosse mais necessária.

³⁴ Logo após a aprovação da Conta Investimento, as Medidas Provisórias nºs 206 e 209, editadas em agosto de 2004, visaram a incentivar as aplicações financeiras de médio e longo prazos, por meio do tratamento tributário diferenciado tanto para as aplicações de renda fixa quanto de renda variável. Tais medidas tinham como objetivo estimular a poupança de longo prazo e contribuir para o gerenciamento da dívida pública. Posteriormente a essas medidas, o Tesouro Nacional obteve êxito na colocação de NTN-B com vencimento em 2045 ainda em 2004, e de NTN-F com vencimento em 2017 em 2007.

secundário. Cabe ressaltar que tal derivativo não havia apresentado, até 2008, liquidez satisfatória. O mercado financeiro, representado na BM&F (atualmente BM&FBovespa) por seus comitês, está avaliando a melhor forma de desenvolvê-lo.

4.2.8 Criação de índices de renda fixa

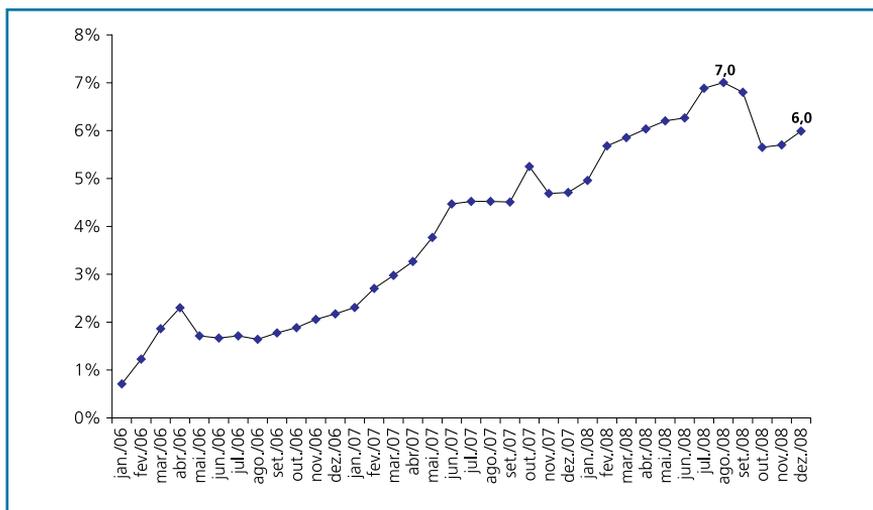
Ao dar continuidade ao processo de apoio às iniciativas que impactam positivamente o mercado secundário de títulos públicos, a Secretaria do Tesouro Nacional e participantes do mercado, no âmbito da Andima, incentivaram a criação de novos índices de renda fixa (IMAs). Tais índices atendem às demandas dos gestores de carteiras por parâmetros (*benchmarks*), ajudando a aprofundar a confiança entre cotistas e gestores de fundos, ao permitir comparações quantitativas confiáveis. O processo também visa à eliminação de uma distorção cultural existente no Brasil, ou seja, a comparação de carteiras de ativos de diversas características e prazos com o CDI, que é um parâmetro diário. A mudança de paradigma tem como objetivo o aumento da liquidez em títulos mais longos, por conta do aumento do número de investidores com *benchmarks* de longo prazo.

4.2.9 Estímulo à entrada de não residentes

Associado à busca por diversificação da base de investidores, aumentando o percentual de não residentes no mercado de dívida doméstica, o Tesouro Nacional vem apoiando a disseminação de informações de preços da dívida interna por meio de telas de agências de informações. Outra medida nessa linha foi a simplificação e maior agilidade na concessão do registro desses investidores no CNPJ. Desde 2005, o processo foi racionalizado, como resultado de um trabalho conjunto entre a Secretaria da Receita Federal, a Comissão de Valores Mobiliários e o Serviço de Processamento de Dados do Governo Federal. As pendências foram eliminadas e fixou-se o prazo de 24 horas para que os novos cadastros de investimento estrangeiro no mercado local fossem completados, recebendo o investidor nesse prazo os códigos CVM e CNPJ. Os resultados dessas medidas no mercado secundário estão relacionados diretamente ao aumento de participantes com tradicional capacidade de negociar títulos mais longos, o que incentiva o desenvolvimento de um mercado secundário mais líquido nesses pontos da curva.

Em 2006, foi publicada a Medida Provisória nº 281, depois convertida na Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, que promoveu a isenção de imposto de renda para não residentes sobre o ganho auferido em investimentos em títulos públicos da dívida interna. Como resultado dessa nova legislação, a participação de não residentes no mercado doméstico apresentou elevação significativa. O estoque médio que tais investidores detinham entre janeiro de 2005 e fevereiro de 2006, que era da ordem de R\$ 2,7 bilhões, passou para cerca de R\$ 10,7 bilhões entre março e dezembro de 2006, demonstrando o aumento da base de investidores e, por consequência, o aumento dos negócios no mercado secundário. Como esse tipo de investidor tem a característica de negociar títulos mais longos, tal aumento permitiu a dinamização das negociações de títulos de médio e longo prazos (como as NTN-Bs com vencimento em 2045, por exemplo – ver Gráfico 8). Como se pode observar no Gráfico 10, os investidores não residentes detinham, em dezembro de 2008, aproximadamente 6,5% do estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna em mercado, o que representava mais de R\$ 70 bilhões em títulos públicos domésticos.

Gráfico 10. Participação de investidores não residentes em títulos da dívida interna



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

4.2.10 Estimulo à transparência

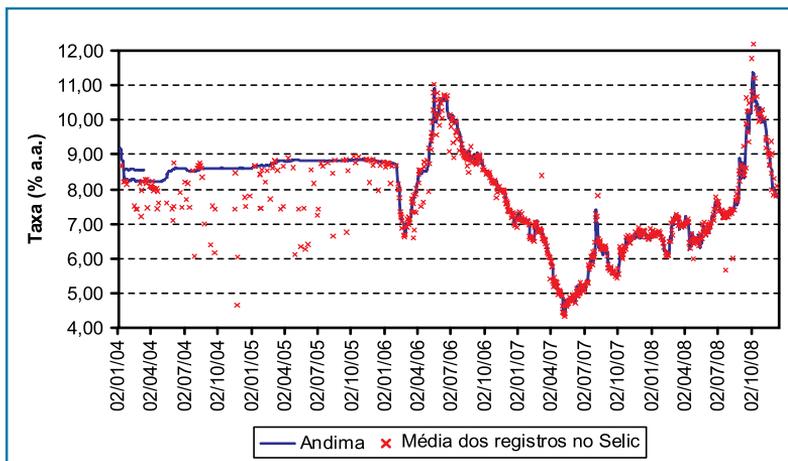
Ainda buscando o fortalecimento do mercado secundário, em 2006 a Secretaria do Tesouro Nacional apoiou o desenvolvimento do sistema *on-line* de títulos públicos federais chamado Compare. O sistema é administrado pela Andima e possibilita a consulta de dados e taxas relativas a preços e volumes negociados no mercado secundário, bem como a elaboração de análises comparando informações e parâmetros de mercado. O sistema promove a transparência, estimula a liquidez e aumenta a atratividade para investidores que, por razões regulatórias, se encontram resistentes à aquisição de títulos no mercado secundário.

Mais recentemente, no início de 2008, o Tesouro Nacional e o Banco Central mudaram a regra dos *dealers*, ao estabelecer como critério para as instituições poderem participar dos leilões de segunda volta a abertura de *spreads* de compra e venda em sistemas eletrônicos de apregoação durante sessenta minutos, sendo trinta minutos pela manhã e trinta à tarde. Dessa forma, criam-se dois momentos no dia em que os participantes de mercado conseguem visualizar *spreads* para diversos títulos, contribuindo para o aumento da transparência.

Assim, dadas todas as medidas implementadas nos últimos anos, pode-se avaliar que a transparência, a busca pelo aumento da base de investidores, a melhoria das informações relacionadas à dívida, o aumento da previsibilidade, entre outras ações, levaram a melhores precificações dos títulos públicos e, conseqüentemente, diminuição dos custos da dívida pública.

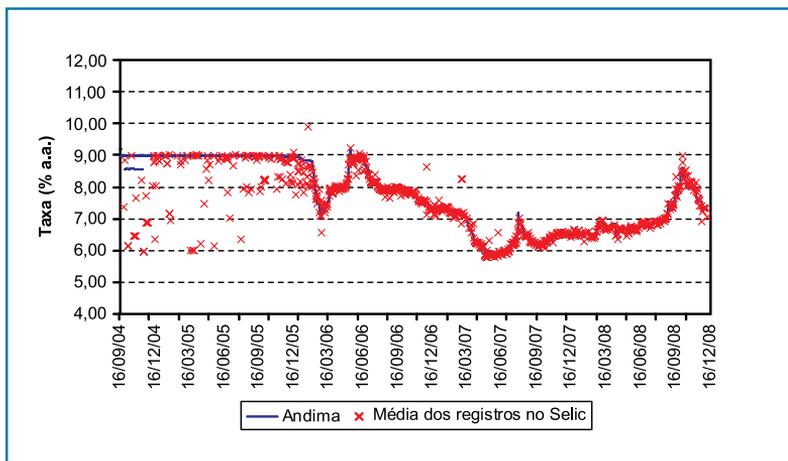
Para corroborar essa informação, os gráficos a seguir apresentam as taxas calculadas e divulgadas pela Andima (resultado de pesquisa diária com as instituições financeiras) e também as taxas médias diárias registradas no Selic. Optou-se por apresentar apenas dois casos mais elucidativos, as NTN-Bs com vencimento em 15/05/2015 (Gráfico 11) e 15/05/2045 (Gráfico 12), respectivamente. Nota-se que, a partir do final de 2005, as taxas registradas no Selic estão muito mais aderentes às taxas divulgadas pela Andima.

Gráfico 11. Taxas das NTN-Bs com vencimento em 15/05/2015



Fonte: Compare (Andima)

Gráfico 12. Taxas das NTN-Bs com vencimento em 15/05/2045



Fonte: Compare (Andima)

5 Conclusões

Uma das peculiaridades do mercado de capitais no Brasil é a cultura da indexação diária, originada nos anos de inflação elevada. O mercado secundário de títulos públicos é impactado também por essa característica, refletida na preferência por prazos curtos e ativos indexados diariamente, os quais representam obstáculos para o desenvolvimento do mercado.

Várias medidas têm sido tomadas objetivando facilitar o acesso dos investidores aos títulos públicos e aumentar a eficiência do mercado secundário. Os dados apresentados na seção 2 mostraram que progressos têm sido obtidos e refletidos no aumento do volume de títulos negociados, particularmente nos papéis prefixados e remunerados por índices de preços, assim como nos seus prazos.

A despeito desses aprimoramentos, ainda é necessário aperfeiçoar a estrutura da dívida pública. Nesse sentido, o Tesouro Nacional está em permanente monitoramento para identificar e viabilizar as medidas que julgue necessárias para a consecução desse objetivo. Espera-se que ao longo dos próximos anos novas melhorias aconteçam, de aumentando a eficiência do mercado secundário de títulos públicos no Brasil.

Referências

WORLD BANK. *Developing the domestic government debt market: from diagnostics to reform implementation*. Washington, 2007.