

Parte 3

Capítulo 1

Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal

Anderson Caputo Silva
Fernando Eurico de Paiva Garrido
Lena Oliveira de Carvalho

1 Introdução

Nos últimos anos, grande atenção tem sido dada ao desenvolvimento dos mercados de dívida pública dos países. Mercados de títulos públicos mais desenvolvidos facilitam a implementação de estratégias de financiamento da dívida e permitem que o governo busque de forma mais eficiente a minimização de custos e riscos de seu passivo.

O desenvolvimento do mercado de títulos do governo gera uma série de benefícios, tanto do ponto de vista de políticas macro como microeconômicas.¹ Em relação às políticas macroeconômicas, um mercado de dívida desenvolvido pode: reduzir a necessidade de financiamento dos déficits do governo e evitar sua exposição excessiva a dívidas denominadas em moeda externa; fortalecer a transmissão e a implementação da política monetária, incluindo o alcance de metas de inflação; viabilizar a suavização de gastos de consumo e investimento como resposta a choques; auxiliar na redução da exposição do governo a taxas de juros e a outros riscos financeiros; e reduzir os custos do serviço da dívida no médio e no longo prazos por meio do desenvolvimento de um mercado de dívida mais líquido.

No campo microeconômico, o desenvolvimento do mercado de títulos é capaz de: aumentar a estabilidade e a intermediação financeiras por meio de maior competição e desenvolvimento de infraestrutura, produtos e serviços; auxiliar na mudança de um sistema financeiro primário (orientado para bancos) para um sistema mais diversificado, no qual o mercado de capitais pode complementar o financiamento bancário; viabilizar a introdução de novos produtos financeiros, à medida que a curva de juros (*yield curve*) do país se desenvolve, incluindo *repos*, derivativos e outros produtos que podem melhorar o gerenciamento de risco e a estabilidade financeira; e envolver a criação de uma completa infraestrutura de informação legal e institucional que beneficie o sistema financeiro como um todo.

Em linha com esses benefícios gerados por um mercado de dívida pública mais desenvolvido, diversos países, incluindo o Brasil, passaram a explicitar o desenvolvimento do mercado como um dos objetivos de gestão da dívida, conforme pode ser observado no seu Plano Anual de Financiamento (PAF), publicado desde 2001.²

¹ Ver *Developing government bond market: a handbook*. WB-IMF, 2001.

² Desde 2001, o Tesouro Nacional divulga em seu Plano Anual de Financiamento que a gestão da Dívida Pública Federal (DPF) tem por objetivo “minimizar os custos de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco; adicionalmente, busca-se contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos” (PAF, 2008). Nesse sentido, as ações do Tesouro Nacional têm privilegiado, dentre outros, os seguintes aspectos: i) redução do risco de refinanciamento por meio do alongamento do prazo médio da DPF e da redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses; iii) redução do risco de mercado por meio da substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços; e iv) incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo.

Para o desenvolvimento de um mercado de dívida, no entanto, alguns pré-requisitos são de extrema relevância. Esse desenvolvimento deve ser visto como um processo dinâmico em que a estabilidade macroeconômica e financeira é essencial para um mercado eficiente e para se estabelecer a credibilidade do governo como emissor de títulos públicos. Como pré-requisitos, o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional³ mencionam: governo estável e crível; políticas fiscal e monetária saudáveis; eficiência na infraestrutura legal, regulatória e de impostos; arranjos seguros de sistemas de liquidação e custódia; e um sistema financeiro com intermediários competitivos. Com esses passos atendidos, os custos de financiamento do governo no médio e no longo prazos reduzem-se significativamente, na medida em que os prêmios de risco exigidos para os títulos do governo caem com a maior confiança dos investidores.

Nesse aspecto, o Brasil tem adotado políticas macroeconômicas que auxiliam bastante o desenvolvimento dos mercados de dívida tanto interno quanto externo, bem como o sistema financeiro. Isso se deve em grande parte às melhorias dos fundamentos econômicos no Brasil, com baixa inflação e responsabilidade fiscal, aos avanços no gerenciamento de dívida pública e à evolução dos mercados internacionais.

O presente capítulo objetiva dar uma visão geral do mercado de dívida brasileiro e destacar os principais avanços recentes nesse mercado, tendo como pano de fundo as melhores experiências relatadas pelos organismos internacionais.⁴ Em virtude de sua maior importância relativa, ênfase é dada ao mercado doméstico e seus avanços. O capítulo serve também como introdução aos diversos capítulos seguintes, que descrevem dimensões específicas do mercado de dívida brasileiro em maiores detalhes. Para isso, traz, além dessa introdução, duas seções, uma com o panorama geral da dívida pública brasileira e outra com uma abordagem sucinta das medidas para o desenvolvimento do mercado e os aperfeiçoamentos conquistados, à luz do que é observado para as melhores práticas internacionais, além das considerações finais.

2 Conhecendo o mercado de dívida brasileiro: um panorama geral

O gerenciamento da dívida pública, bem como as condições macroeconômicas atuais mais favoráveis, possibilitou uma grande mudança na estrutura da dívida pública brasileira, comparativamente a períodos anteriores. Seu desenvolvimento pode ser observado por meio da evolução dos seus mercados internos e externos, com desenvolvimento nos mercados de títulos prefixados, de índices de preços e redução na exposição a moedas externas, bem como por meio do ganho de liquidez e melhora na precificação dos títulos públicos, conforme será detalhado nesta seção.

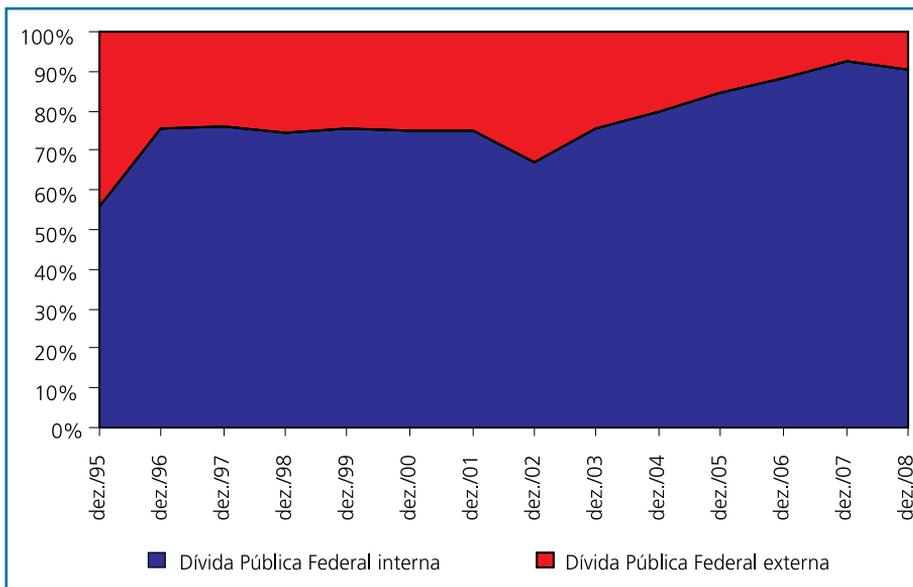
2.1 Os mercados doméstico e externo

A Dívida Pública Federal (DPF), em dezembro de 2008, representava R\$ 1,4 trilhão (USD 602,3 bilhões), sendo 91% de dívida interna e o restante de dívida externa. Essa predominância da dívida doméstica é resultante, conforme mencionado, do gerenciamento ativo da dívida e da política macroeconômica favorável, que permitiram mitigar a exposição externa e reduzir significativamente os riscos associados ao perfil da dívida. O Gráfico 1 ilustra o aumento da participação da dívida interna na DPF, principalmente a partir de 2003.

³ Principais pré-requisitos encontram-se listados no *Handbook* (2001) do Banco Mundial e do FMI.

⁴ Além da publicação já mencionada (WB e IMF, 2001), ver o livro *Developing the domestic government debt market: from diagnostics to reform implementation*, que resume o projeto piloto do Banco Mundial em 12 países para o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos públicos. Essas publicações são guias que trazem uma série de princípios referendados por especialistas, representantes de diversos países.

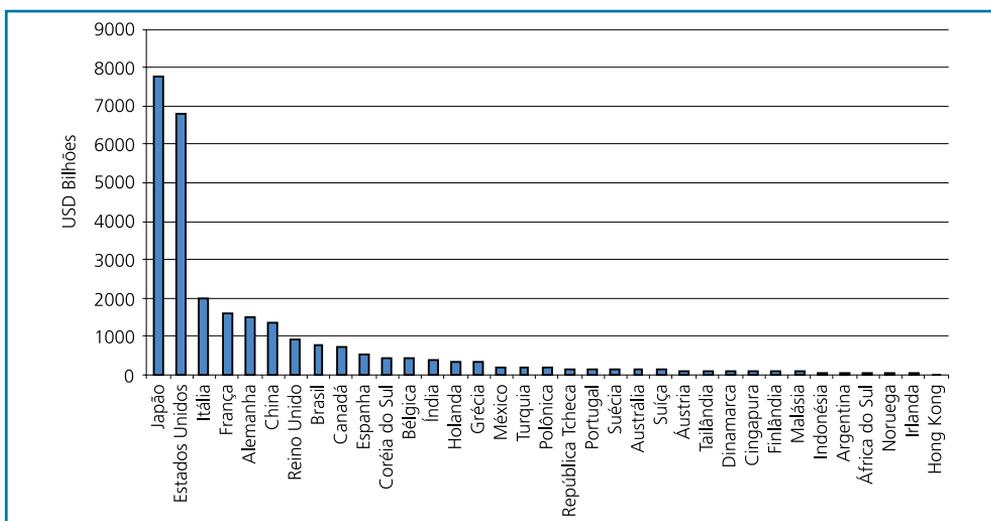
Gráfico 1. Participação da Dívida Pública Federal interna e externa na DPF



Fonte: Tesouro Nacional

Em termos de tamanho absoluto, o mercado doméstico do Brasil é um dos maiores do mundo.⁵ O Gráfico 2 mostra o tamanho do mercado de títulos de vários países, incluindo os mais desenvolvidos e alguns emergentes. Dados do Bank of International Settlement (BIS) revelam que o Brasil é o oitavo maior mercado de títulos públicos do mundo.

Gráfico 2. Tamanho do mercado de títulos públicos do governo – USD bilhões



Fonte: BIS Quarterly Review, dezembro 2008

⁵ O mercado doméstico brasileiro figura entre os maiores do mundo, mesmo quando se toma por base o tamanho do PIB dos diversos países. Sob esse critério, o Brasil ocupa a nona colocação.

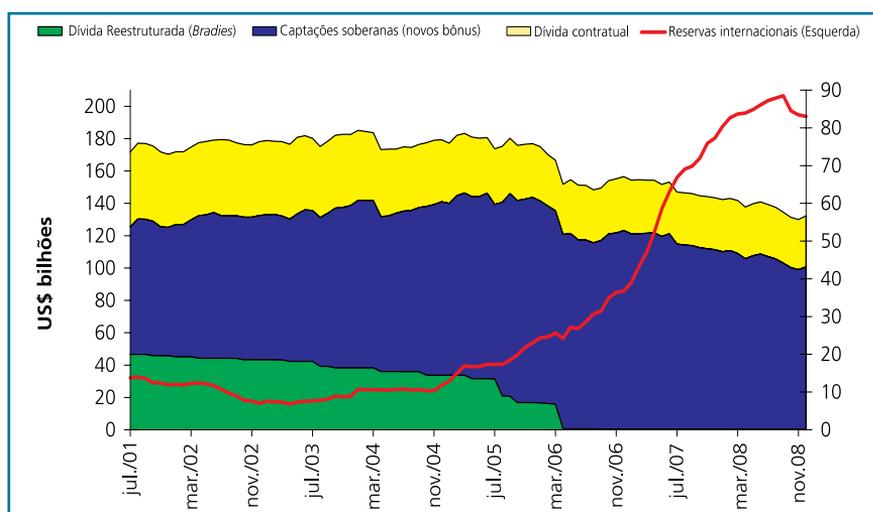
Essa análise do tamanho do mercado faz-se importante, dado o consenso existente entre especialistas de que há uma relação estreita entre o desenvolvimento de um mercado e seu tamanho: *“International evidence indicates that developed bond markets are large. Large scale is important to support liquidity and market depth. It is also a key to attracting a broad base of sophisticated investors with the potential for building large positions”* (ITAÚ CORRETORA, 2007). Além disso, McCauley e Remlona (2000) mencionam que *“[...] a government bond market may currently be more necessary in emerging markets, since they have few well rated private firms alternative benchmarks”*.

Sob o aspecto qualitativo, o mercado doméstico de títulos públicos brasileiros é um dos mais líquidos dentre economias emergentes.⁶ Conforme se descreve em maiores detalhes nas subseções seguintes, o governo brasileiro vem adotando uma série de medidas para incentivar o desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros, melhorar a liquidez do mercado e ampliar a base de investidores.

Quanto ao mercado externo, também tem sido feito um trabalho grande para emissões qualitativas de títulos em moeda estrangeira e para a consolidação de alguns pontos na curva externa, com desenvolvimento da estrutura a termo das taxas de juros. Apesar de sua reduzida parcela no estoque da Dívida Pública Federal, a dívida externa mobiliária brasileira é também umas das mais líquidas dentre as economias emergentes.

Em linha com os aprimoramentos no mercado da dívida mobiliária doméstica, diversas medidas adotadas no âmbito da gestão da Dívida Pública Federal externa (DPFe) propiciaram redução de despesas, maior previsibilidade da dívida externa e menor percepção de risco pelos investidores. Dentre as medidas, podem ser citadas: pagamentos antecipados das dívidas com o FMI e com o Clube de Paris; desenvolvimento de programa permanente de resgate antecipado de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal externa (DPMFe); resgate antecipado dos títulos *Bradies* (dívida reestruturada); e emissão de títulos soberanos em reais. Todas essas operações proporcionaram melhora significativa da composição da dívida externa e grande avanço nos indicadores de vulnerabilidade do país, conforme pode ser observado nos gráficos a seguir.

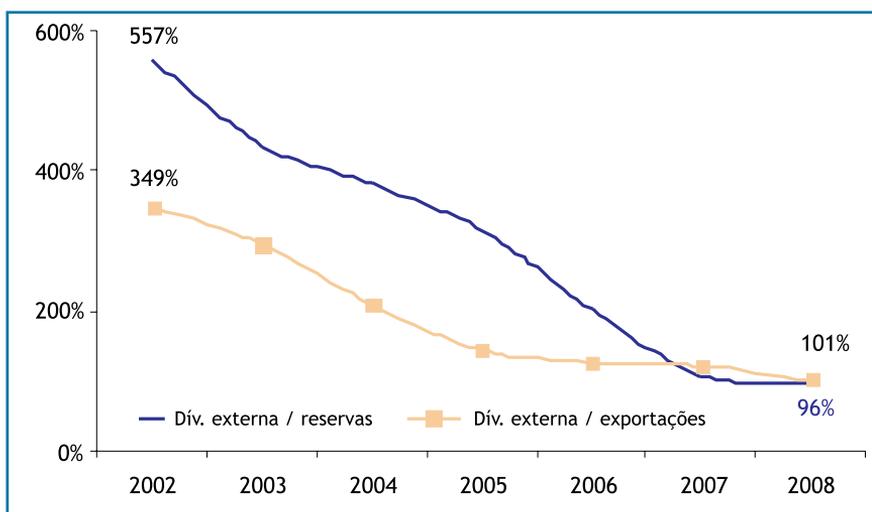
Gráfico 3. Composição da dívida externa (Tesouro Nacional)



Fonte: Tesouro Nacional

⁶ Ver Capítulo 6 da Parte 3, que apresenta detalhes e estatísticas sobre o mercado secundário.

Gráfico 4. Vulnerabilidade externa



Fonte: Banco Central

2.2 O desenvolvimento do mercado e o processo de alongamento da dívida pública

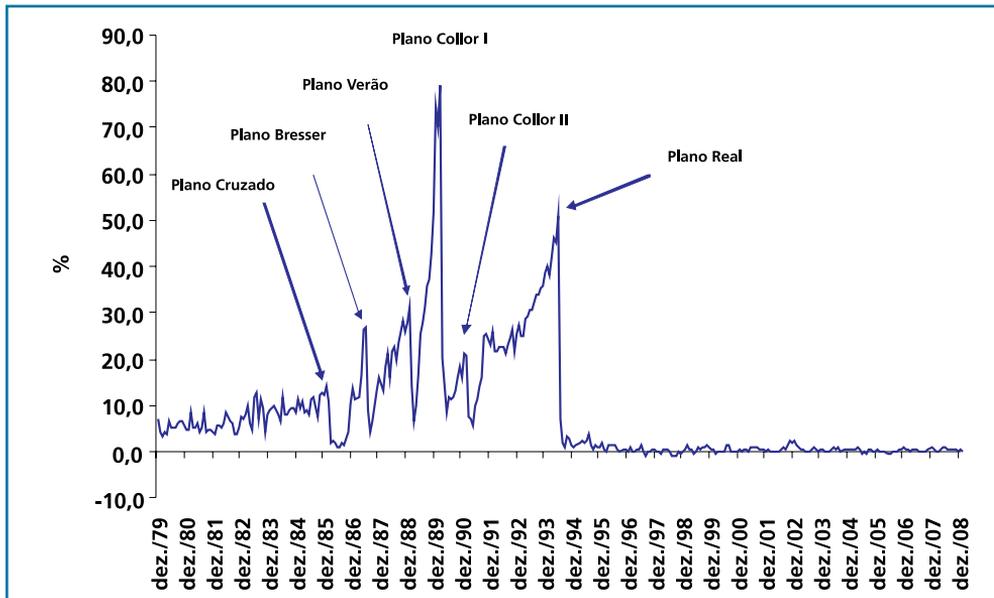
Até 1995, grande parte da dívida doméstica estava atrelada à taxa Selic, 79,1% (em julho de 1995), enquanto os títulos prefixados representavam apenas 8,5% da dívida e com prazo de emissão bastante reduzido (de até dois meses). Esse perfil era consequência de um ambiente de alta inflação que resultava na emissão de instrumentos com diferentes denominações, prazos e indexações, principalmente vinculados à correção monetária e à taxa de juros. Em períodos de incerteza, títulos como as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), indexadas à taxa Selic, possuem forte demanda, já que não incorrem em perdas caso a taxa de juros oscile.⁷

No entanto, a elevada proporção de títulos indexados à Selic gera efeitos negativos tanto para o gerenciamento de dívida quanto para a economia como um todo. A maior participação desses títulos suscita aumento da vulnerabilidade da dívida e, portanto, maior risco de refinanciamento. Adicionalmente, a eficácia da política monetária é reduzida, uma vez que a maior parcela de títulos dessa natureza produz obstrução parcial no canal de distribuição da política monetária por meio do "efeito riqueza". Assim, um *mix* de política econômica saudável e gerenciamento eficiente da dívida que viabilize a redução dos riscos de mercado, com a maior participação na dívida de títulos com taxas fixas, cria uma barreira contra choques externos, além de aumentar a eficácia da política monetária, que necessitará de elevações menores nas taxas de juros para o controle de surtos inflacionários.

Somente com a maior estabilidade macroeconômica, a partir de 1995, conforme observado no Gráfico 5, passou a ser possível um processo de desindexação da dívida pública, no qual o Tesouro Nacional iniciou a readaptação de instrumentos utilizados no gerenciamento de dívida, por intermédio da emissão de títulos prefixados.

⁷ A dívida atrelada à taxa de juros chegou a quase 100% da dívida mobiliária por volta de 1989, um processo caracterizado pelo declínio do prazo médio e consequente aumento do risco de refinanciamento. Essa indexação completa da economia contribuía para a expansão monetária e a continuidade das altas taxas de inflação.

Gráfico 5. Inflação de 1979-2008 – mensal (%)



Fonte: Índice de Preços ao Consumidor – Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (Fipe)

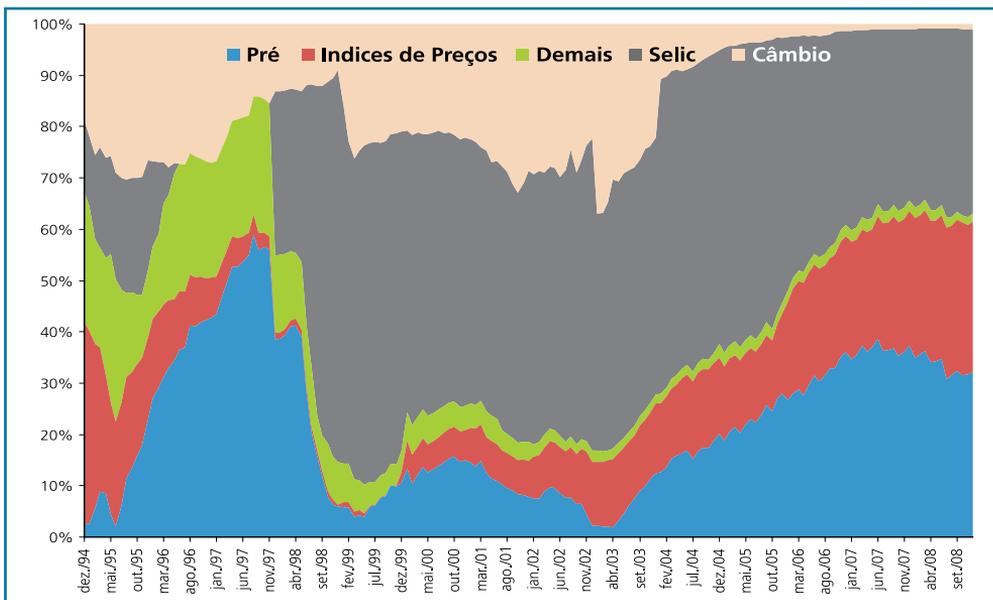
Os melhores fundamentos a partir principalmente de 2000, com resultados fiscais significativos, permitiram diversos avanços no gerenciamento da dívida pública, com visíveis melhoras na composição da dívida, por meio do desenvolvimento do mercado de títulos prefixados e de títulos referenciados por índices de preços, pela menor exposição cambial e pelo alongamento da dívida pública.

2.2.1 Avanço no mercado de títulos prefixados

Em um ambiente de maior estabilidade econômica, o processo de desindexação da dívida pública permitiu que a parcela de títulos prefixados na dívida doméstica aumentasse para 58,95%⁸ em agosto de 1997, enquanto a parcela de títulos atrelados à taxa Selic chegou a ser eliminada. Essa estratégia de mudança no perfil da dívida foi possível por mais de dois anos (de julho de 1995 a outubro de 1997), conforme pode ser observado no gráfico de composição da DPMFi a seguir.

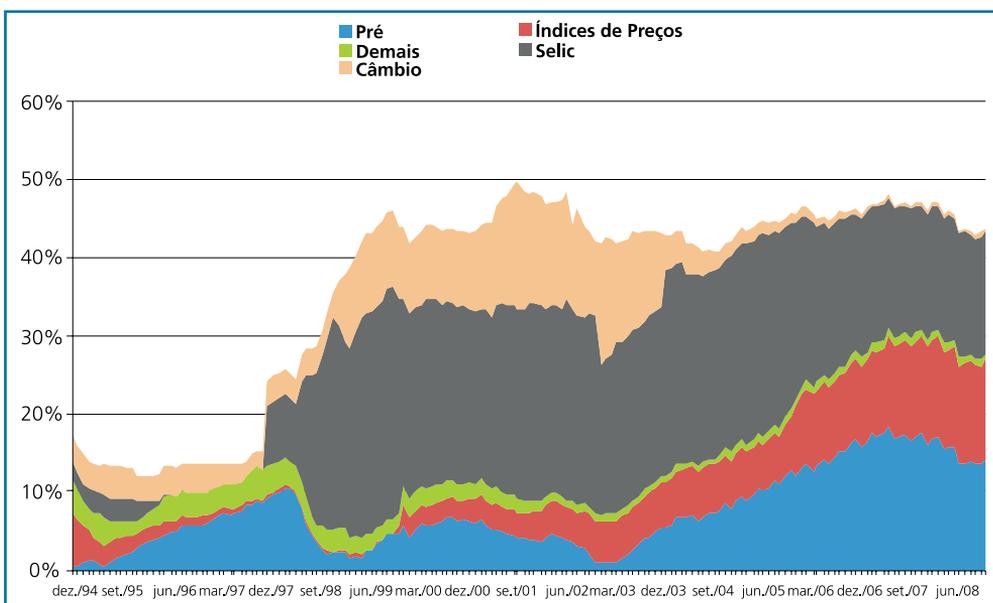
⁸ Apesar de o prazo médio da dívida ainda ser reduzido, em torno de 3,3 meses, o Tesouro conseguiu emitir títulos prefixados com prazos de 12 e 24 meses à época.

Gráfico 6. Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)



Fonte: Tesouro Nacional

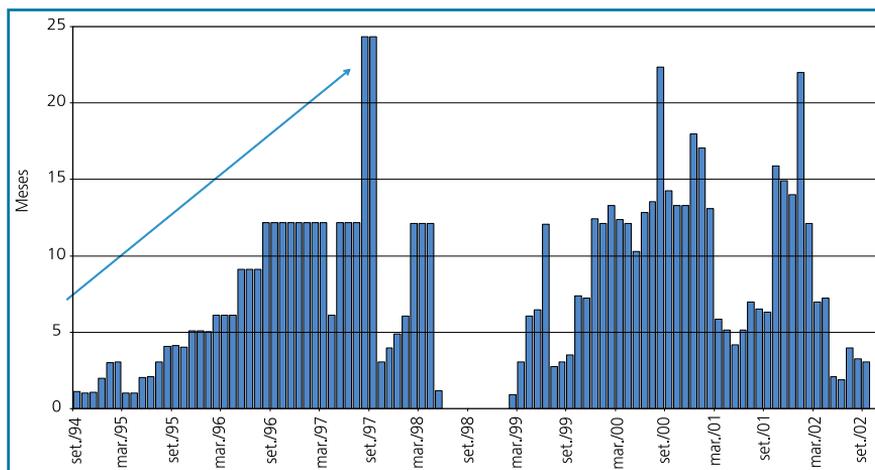
Gráfico 7. Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) – % PIB



Fonte: Tesouro Nacional

Além da desindexação, outro ponto de destaque nesse período foi o alongamento dos prazos de emissão, principalmente dos prefixados, que passaram de apenas dois meses em 1995 para 12 meses em setembro de 1996, sendo em setembro de 1997 realizada a primeira emissão de títulos prefixados de dois anos, como podemos observar no gráfico a seguir.

Gráfico 8. Prazo máximo de emissão dos títulos prefixados

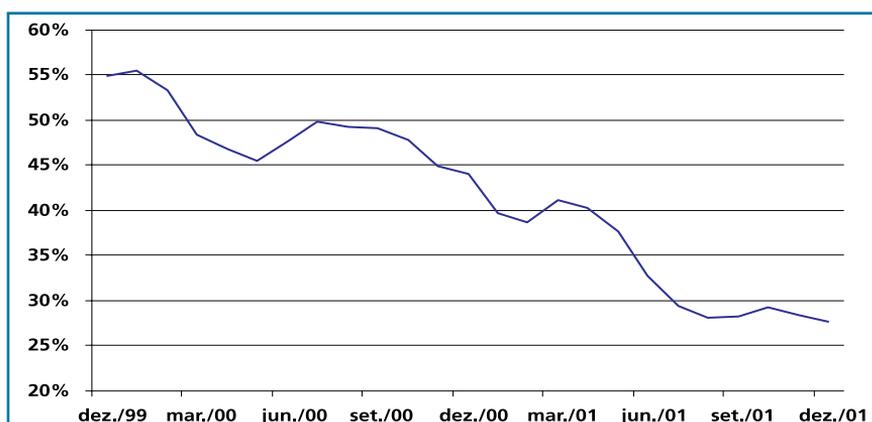


Fonte: Tesouro Nacional

No entanto, a sequência de crises que abateram os mercados emergentes, a partir de outubro de 1997 nos países asiáticos, em 1998 na Rússia e em 1999 com a mudança no regime cambial do Brasil,⁹ impôs desafios importantes ao gerenciamento da dívida pública e freou o processo de mudança do seu perfil, como pudemos ver nos gráficos anteriores. Tendo de encarar um ambiente bem mais árduo para vender títulos prefixados e com uma concentração crescente de dívida de curto prazo, o Tesouro Nacional redirecionou seus esforços no sentido de reduzir o risco de refinanciamento, tendo como custo uma maior exposição às flutuações da taxa de juros.

De fato, alguns indicadores, especialmente aqueles relacionados ao risco de refinanciamento, mostraram uma significativa melhora. O percentual de dívida vencendo em 12 meses, por exemplo, caiu de 54,9% em dezembro de 1999 para 27,7% em dezembro de 2001.¹⁰

Gráfico 9. Percentual vencendo em 12 meses



Fonte: Tesouro Nacional

⁹ Em janeiro de 1999, tendo em vista o ataque especulativo às reservas internacionais brasileiras, o país não teve outra alternativa a não ser passar seu regime cambial de fixo para flutuante, o que gerou, nos primeiros meses da mudança, uma percepção de risco elevado em relação à sua capacidade de reencontrar a estabilidade macroeconômica.

¹⁰ Essa estratégia mostrou-se importante para o período turbulento que se deu posteriormente, em 2002.

O processo de ajuste fiscal iniciado em 1999, baseado em um programa consistente de estabilidade fiscal, adoção de metas de inflação e mudanças estruturais, como a Lei de Responsabilidade Fiscal, permitiu a obtenção de superávits primários consecutivos, que foram suficientes para um ciclo virtuoso nas contas fiscais.

A partir de então, a persistência na implementação de medidas que visam ao objetivo principal da dívida pública, qual seja, à minimização de custos de longo prazo, respeitada a manutenção de níveis prudentes de riscos, aliada às boas condições macroeconômicas, permitiu que a estrutura da dívida alcançasse um perfil qualitativamente bem superior ao observado no passado, com reflexos positivos no aperfeiçoamento do mercado de dívida.

Diversas medidas,¹¹ principalmente a partir de 2003, levaram a uma melhora significativa desse mercado. Destaca-se a criação da curva de juros prefixados de médio/longo prazos com o lançamento das Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-Fs) com vencimento em 2008, títulos com prazos bem mais longos que os verificados para outros instrumentos prefixados. Logo na sequência, o prazo máximo desses títulos foi ampliado para dez anos, consolidando sua posição como papel de referência na parte média da curva.

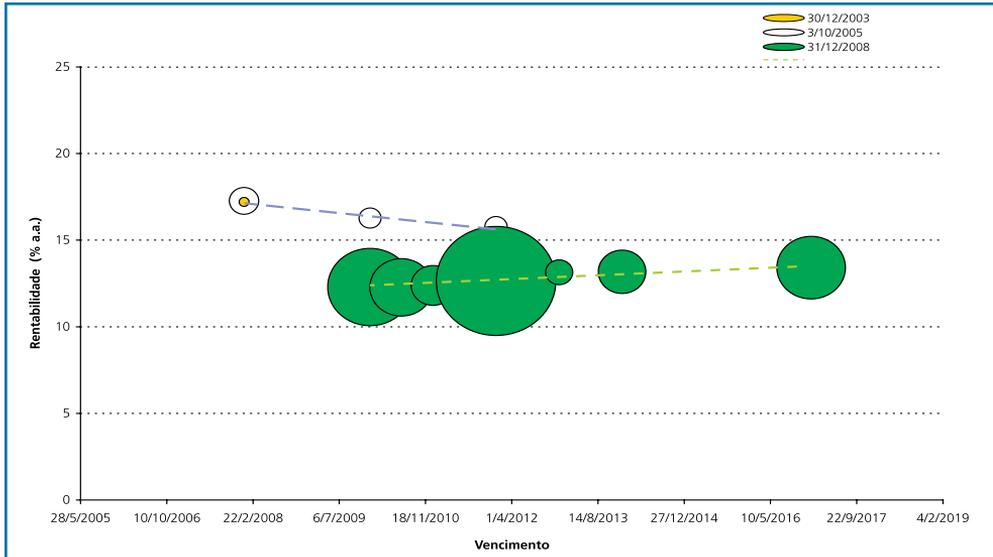
Em 2007, a estrutura de emissão dos títulos prefixados foi definida para padronizar os títulos, consolidando prazos de referência (*benchmark*) no mercado, conforme a prática nos mercados internacionais. Assim, para as Letras do Tesouro Nacional (LTNs), as emissões foram definidas com prazos de 6, 12 e 24 meses, e as NTN-Fs, com prazos de 3, 5 e 10 anos, sendo estes últimos emitidos com pagamento de cupom intermediário de juros. Também vale mencionar o programa de resgate antecipado que o Tesouro vem adotando para os títulos prefixados mais curtos (LTNs) com o objetivo de suavizar a maturação da dívida e atenuar a percepção de risco de refinanciamento.

Além disso, no mercado externo, destacam-se as emissões dos títulos em reais a partir de 2005, que também passaram a compor a curva dos prefixados de prazos mais longos. Essas emissões, ao fornecer referências líquidas de taxas de juros de longo prazo em reais, têm contribuído para a construção da curva de juros no mercado interno, a diversificação da base de investidores e a redução da parcela da dívida pública indexada ao dólar.

Conforme observado no Gráfico 10, o país vem conseguindo consolidar a curva de títulos prefixados com pontos de referência (*benchmark*) bem definidos e com demanda crescente. O gráfico apresenta a curva em três momentos distintos (dezembro de 2003, outubro de 2005 – mês de lançamento do título em reais no mercado internacional – e dezembro de 2008). O tamanho dos círculos relativiza o volume em circulação em cada ponto da curva. Nota-se que, além de um alongamento na curva dos prefixados (NTN-Fs), a curva de juros está mais desenvolvida, com maiores concentrações e juros mais baixos.

¹¹ Essas medidas são mais bem detalhadas na seção 3 deste capítulo.

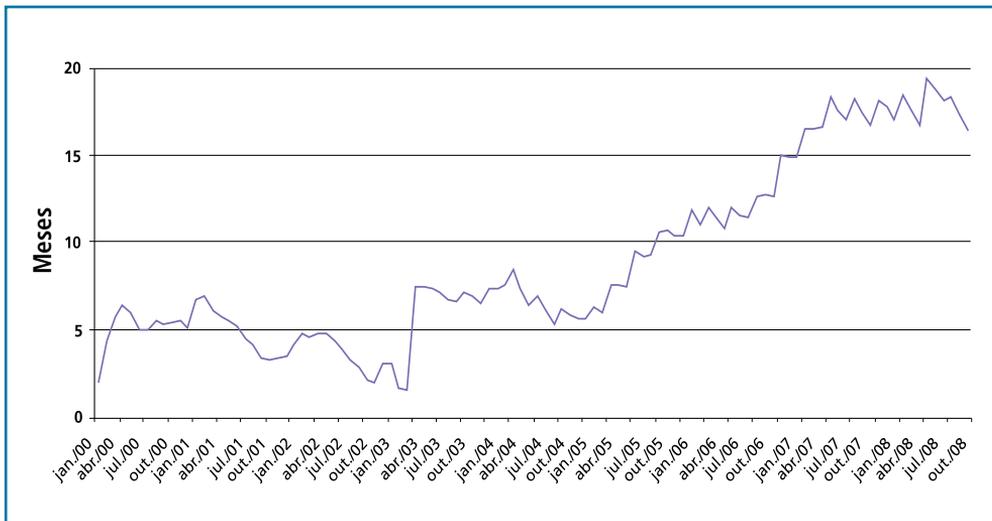
Gráfico 10. Vencimentos, rentabilidades e montantes em circulação das NTN-Fs



Fonte: Tesouro Nacional

Como resultado do avanço no mercado de prefixados, a parcela desses títulos na dívida interna aumentou significativamente, alcançando 32,2% em dezembro de 2008. Além disso, essa tendência tem sido acompanhada pelo alongamento do seu prazo médio, que na mesma data era de 16,5 meses.

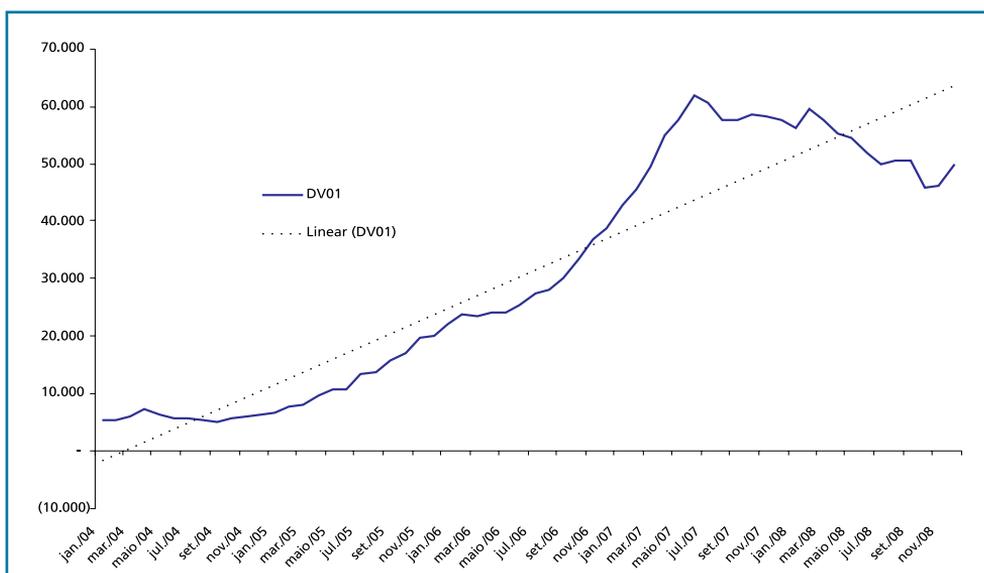
Gráfico 11. Prazo médio do estoque de prefixados – DPMFi



Fonte: Tesouro Nacional

Com a maior parcela de prefixados no estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), também pôde ser sentida a evolução positiva de alguns indicadores de risco, tais como o DV01 (*Dollar Value of a Basis Point*).¹² Observam-se níveis historicamente elevados nesse indicador, devido principalmente ao maior estoque de prefixados em mercado e ao maior prazo médio desses títulos, apontando para a transferência de uma parcela crescente do risco do setor público para os investidores, a exemplo do que é observado em países com mercados de capitais mais desenvolvidos.

Gráfico 12. Dollar Value of a Basis Point (DV01)



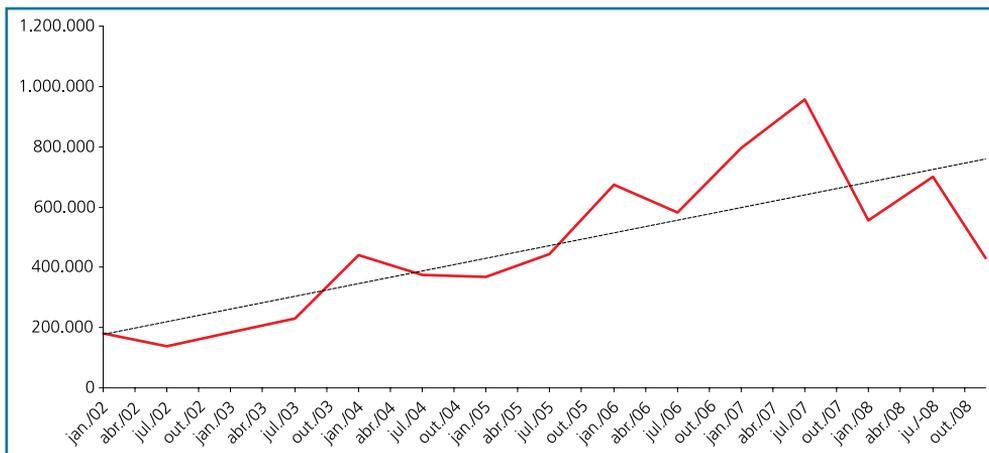
Fonte: Tesouro Nacional

Por trás da capacidade de se emitir mais títulos prefixados está também o desenvolvimento do mercado de derivativos, o que facilita o gerenciamento de risco pelos investidores. O número de contratos DI negociados tem apresentado trajetória crescente. Cabe acrescentar que, para facilitar o casamento desses contratos com os prazos de vencimento dos títulos prefixados, tais títulos passaram a ser emitidos com vencimentos em datas idênticas aos contratos futuros (primeiros dias úteis de janeiro, abril, julho e outubro).¹³

¹² O DV01 mensura a perda que pode ocorrer no valor de uma carteira de títulos prefixados em mercado decorrente do aumento em um ponto-base na taxa de desconto daqueles títulos.

¹³ Como consequência dessa maior confiança dos investidores, observamos também um desenvolvimento do mercado de capitais como um todo. Apesar de uma certa reversão a partir do segundo semestre de 2008, por conta da crise que impactou o mercado global de capitais, dados da CVM revelam que nos últimos anos foram registradas emissões de ações em volumes cada vez maiores, e o valor das empresas listadas na Bovespa que representava, como proporção do PIB, 35,66% em 2000, chegou a alcançar 90,53% em 2007 e 80,99% em 2008.

Gráfico 13. Número Médio Diário de Contratos Negociados (DI)



Fonte: BM & F

2.2.2 Avanço no mercado de títulos indexados à inflação

Há um número crescente de países, desenvolvidos e em desenvolvimento, lançando estratégias para o desenvolvimento de mercados de títulos indexados à inflação. Esses títulos, que anteriormente eram emitidos por poucos países, agora são por todos os países membros do G7, bem como por diversos outros. Dentre as principais justificativas estão a demanda de investidores institucionais por ativos que permitam proteção contra a inflação e a importância desses títulos para a composição ótima da dívida.

Estudos do Tesouro Nacional,¹⁴ corroborados por outros artigos, indicam a importância da participação crescente de títulos indexados à inflação no estoque da dívida pública para a composição ótima da dívida pública. Segundo Missale e Giavazzi:¹⁵

[...] A indexação de preços permite um *hedge* natural contra o impacto da inflação, tanto no superávit primário, quanto na razão dívida líquida sobre o PIB. Sob a perspectiva do gerenciamento de ativos e passivos do Tesouro Nacional, os títulos atrelados a índices de preço não apenas casam com as receitas futuras, mas também com os riscos dos ativos atrelados à inflação do portfólio do governo. Como os títulos indexados à inflação têm um prazo maior, eles também auxiliam a reduzir o risco de refinanciamento do governo, representando um importante fator de estabilidade para a dinâmica da dívida pública.¹⁶

Assim como no caso dos prefixados, o Brasil também tem avançado bastante no desenvolvimento do mercado de títulos remunerados por índices de preços, focando mais recentemente nos títulos remunerados pelo IPCA.¹⁷ Nesse sentido, o Tesouro vem trabalhando para aumentar a participação dos títulos atrelados a esse indicador, as Notas do Tesouro Nacional – série B (NTN-Bs), e gradualmente reduzir a participação dos títulos indexados ao Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), as Notas do Tesouro Nacional – série C (NTN-Cs).

¹⁴ Conforme indicam os estudos sobre composição ótima da dívida pública, descritos nos Capítulos 2 e 3 da Parte 2.

¹⁵ *Public debt management in Brazil*, June 3, 2003.

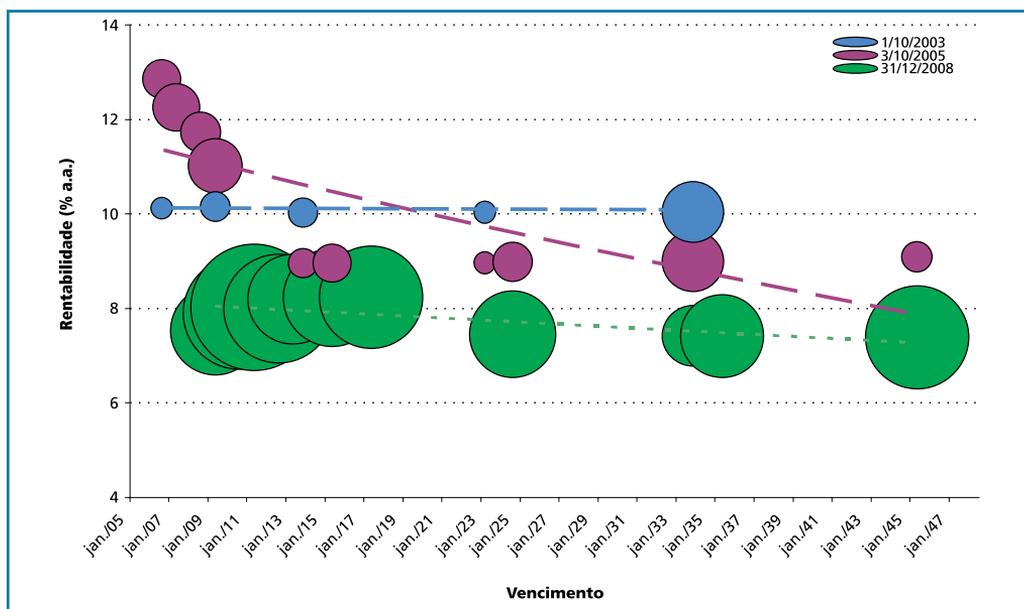
¹⁶ Tradução livre.

¹⁷ Índice de Preços ao Consumidor Amplo, indicador oficial do governo federal para cálculo e monitoramento das metas inflacionárias.

O Tesouro tem procurado, também, criar pontos de referência (*benchmarks*) que formem uma curva de juros de longo prazo nesse indexador, com as NTN-Bs mais longas vencendo em 2045. Em sua estratégia, a partir de 2007, o Tesouro definiu a emissão exclusiva de NTN-Bs, com a manutenção dos prazos existentes (3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos). Além disso, a instituição tem adotado um programa de resgate antecipado para ampliar a liquidez desses títulos no mercado e reduzir custos eventuais a que os investidores estão expostos para ajustar suas necessidades de caixa, visto que esses instrumentos prestam-se tipicamente a lastrear os passivos das entidades fechadas de previdência complementar, que são, geralmente, indexados pela inflação.

A dinamização desse mercado vem proporcionando crescente liquidez e demanda, refletida no volume vendido e na maior participação desses títulos no total da DPF. O Gráfico 14 revela as taxas de retorno (*yields*) dos títulos emitidos em diferentes anos (2003, 2005 e 2008) para os vencimentos da NTN-B, além de mostrar o volume emitido dos títulos de referência (*benchmark*), representado pela área dos círculos. O que se infere do gráfico é que, à semelhança do que ocorreu com os títulos prefixados, além do alongamento observado ao longo do período, os juros dos títulos reduziram-se e o volume emitido para os vencimentos de referência aumentou.

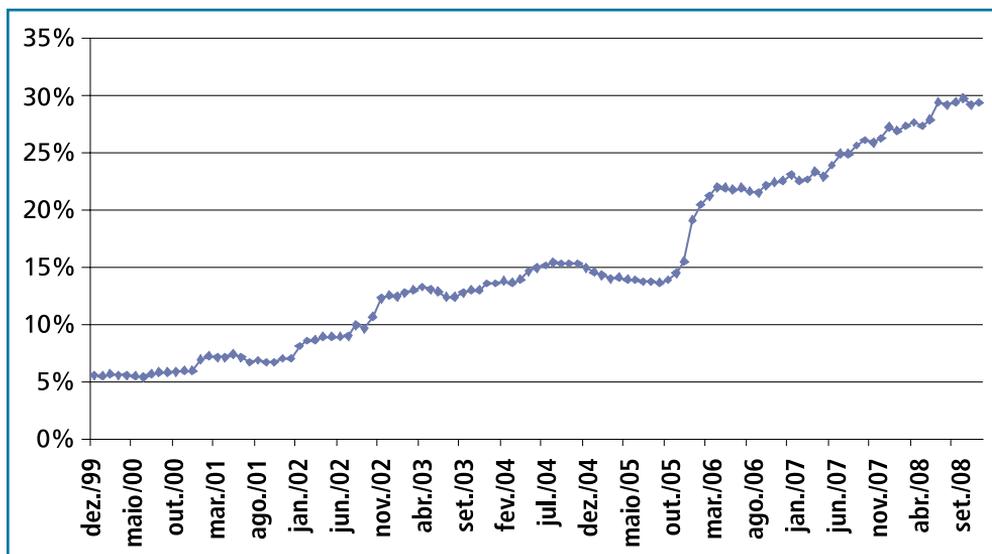
Gráfico 14. Vencimentos, rentabilidades e montantes em circulação das NTN-B



Fonte: Tesouro Nacional

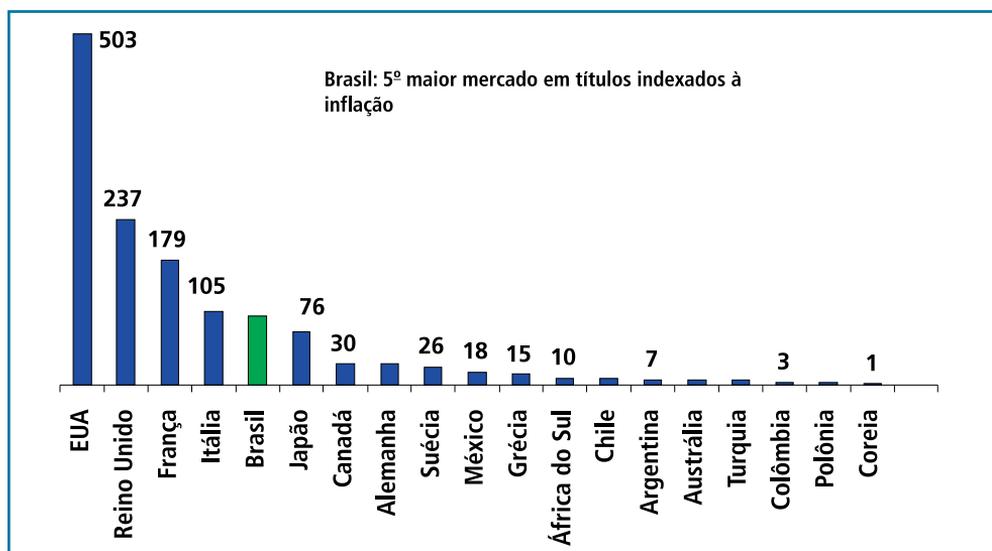
O desenvolvimento da curva de títulos remunerados por índices de preços vem sendo acompanhado pela maior participação desses títulos no estoque da dívida interna, representando o quinto maior mercado do mundo de instrumentos indexados à inflação. Os dois gráficos a seguir ilustram esses fatos.

Gráfico 15. Participação da parcela Índice de Preços no Estoque da DPMFi



Fonte: Tesouro Nacional

Gráfico 16. Mercados de títulos indexados à inflação – USD bilhões



Fonte: Barclays World GILB Index, março de 2009

2.2.3 Mercado de títulos cambiais e indexados à taxa Selic

A partir do esforço do Tesouro Nacional para redução significativa das parcelas da dívida interna indexadas ao dólar e à taxa de juros de curto prazo (Selic), o mercado desses títulos vem sendo desestimulado. Assim, medidas como a não emissão de títulos indexados ao câmbio (NTN-D) desde maio de 2002 acabaram com

o mercado de títulos cambiais, enquanto a substituição gradual dos títulos indexados à Selic por prefixados tem sido enfatizada.

A drástica redução da exposição cambial do governo federal (Tesouro Nacional e Banco Central), na qual, além da parcela da dívida cambial na DPF, incluem-se os *swaps* cambiais sob responsabilidade do Banco Central, permitiu diminuição considerável dos indicadores de risco fiscal. A melhor composição da DPF, associada ao maior acúmulo de reservas internacionais, cujo estoque ultrapassou em muito o total da Dívida Pública Federal externa (DPFe), fez com que o impacto negativo sobre a dívida de uma depreciação no câmbio caísse vertiginosamente em relação a 2002, a ponto de ter seu sinal invertido a partir de 2006.

Gráfico 17. Dívida interna indexada ao dólar – em % DPMFi

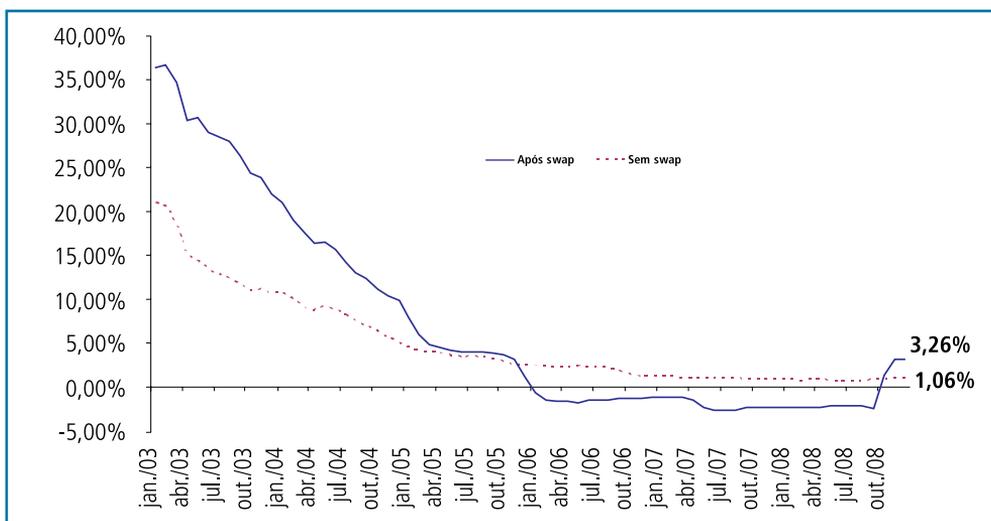
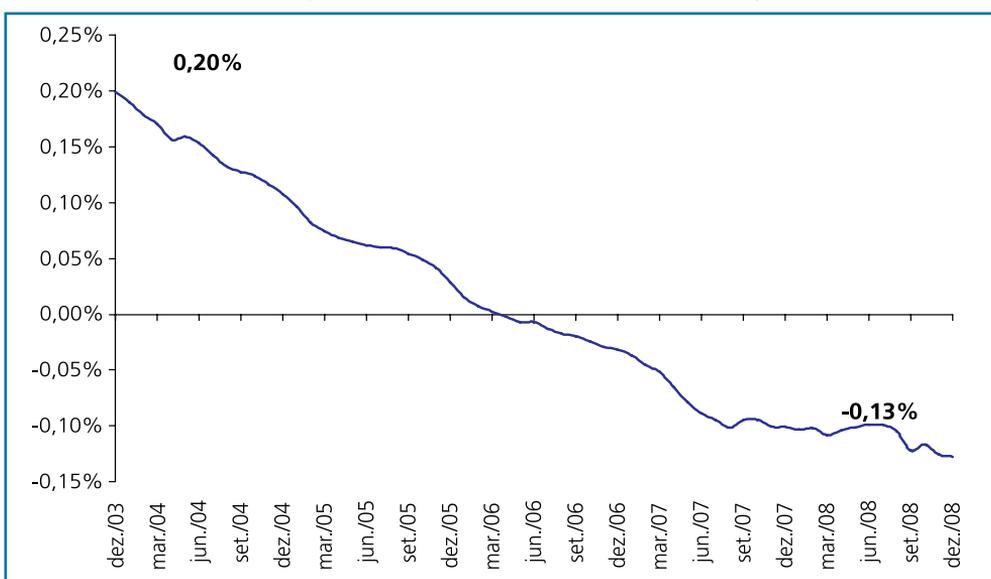
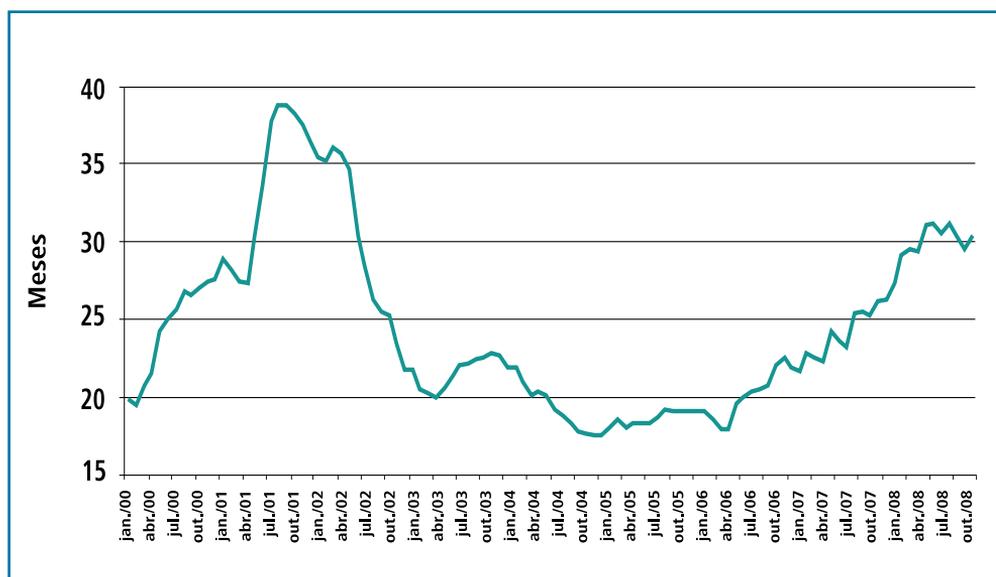


Gráfico 18. Impacto na DLSP de 1% de desvalorização cambial



No mercado de títulos indexados à taxa Selic, as LFTs, que ainda correspondem a 32,4% da DPF,¹⁸ optou-se por criar pontos de referência, concentrando a emissão em prazos mais longos. Esses títulos possuem prazo médio de 30,5 meses, contra 16,5 meses dos títulos prefixados, e ainda que se pretenda reduzir a parcela desses instrumentos de forma gradual, não há como negar que eles cumprem um papel importante no alongamento do prazo da dívida.

Gráfico 19. Prazo médio do estoque de títulos indexados à taxa Selic – DPMFi



2.2.4 Diversificação da base de investidores

Uma das principais forças do mercado brasileiro é sua robusta base de investidores.¹⁹ Medidas no sentido de ampliá-la e diversificá-la têm sido priorizadas no gerenciamento da dívida, dado o importante papel desse fator para mitigar riscos associados ao financiamento por meio da emissão de títulos, além de proporcionar maior estabilidade e liquidez ao mercado de títulos. Segundo o BIS:²⁰ *"Many observers have emphasized the role of a diversified investor base in promoting market liquidity because of its positive effect on market competition, innovation and sophistication"*.

¹⁸ Títulos remunerados pela taxa de juros calculada a partir das operações compromissadas por um dia, tendo títulos públicos federais como garantia. Posição em dezembro de 2008.

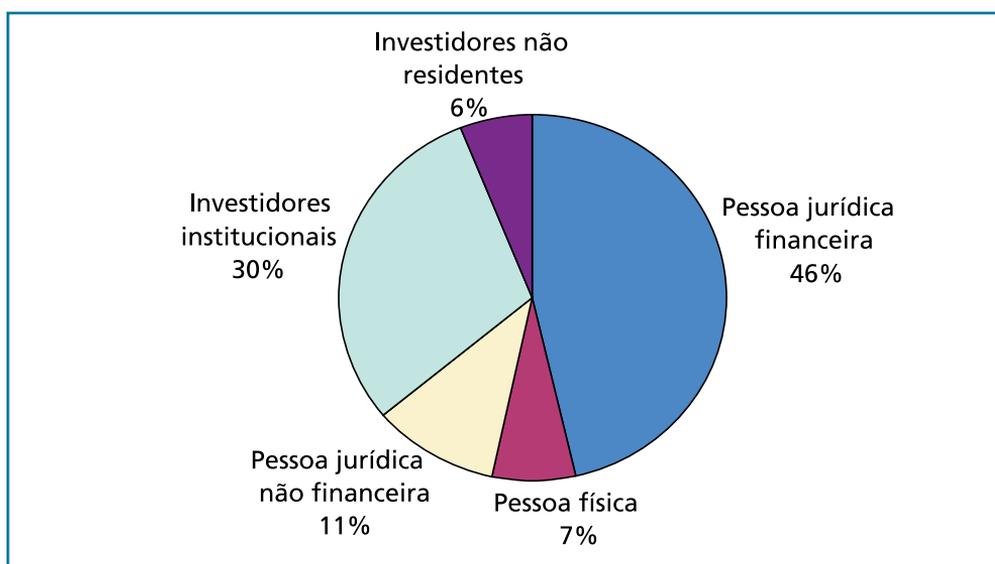
¹⁹ Ainda que exista uma forte cultura de indexação a taxas de juros de curto prazo (ver Capítulo 6 da Parte 3).

²⁰ Financial stability and local currency bond markets, CGFS Papers, n. 28, June 2007.

Nesse sentido, vale mencionar que o aumento da participação na DPF dos títulos remunerados por índices de preços e prefixados foi consequência da maior participação das entidades de previdência privada, de estrangeiros, bem como de tesourarias nos leilões de títulos da dívida interna.²¹ No entanto, cabe observar que, assim como a maioria dos países da América Latina, o Brasil tem uma presença marcante dos bancos na intermediação financeira (carteira própria e fundos de investimento detêm 29% e 40% da DPMFi,²² respectivamente). Ainda segundo o BIS: “*As regards domestic ownership, a major difference is that the share held by banks is much larger, and that of other financial institutions is much smaller, in the EMEs than in the industrial countries [...]*”

Vale mencionar que os dados antes citados para o caso brasileiro são vistos sob a ótica do registro (custódia), e não do detentor final do título, conforme enfatizado no capítulo sobre base de investidores (Capítulo 5 da Parte 3). Na tentativa de identificar quem seriam os detentores finais desses títulos gerenciados pelos bancos, um exercício apresentado no capítulo mencionado chega à seguinte composição:

Gráfico 20. Composição dos detentores finais da DPMFi – dezembro de 2008



Fonte: Banco Central e CVM

Com essa composição, observa-se que a participação conjunta de investidores institucionais (fundos de previdência complementar, seguradoras e sociedades de capitalização, dentre outros) e não residentes é de cerca de 36%. Dado que esses são investidores que tradicionalmente compram títulos de mais longo prazo e retratam base de investidores sólida, apresentando características em linha com as diretrizes de gerenciamento da dívida pública, o Tesouro vem, por meio de suas ações, incentivando a maior participação desse tipo de investidor na dívida pública.

Dentre essas ações na busca por uma base de investidor mais diversificada, merece destaque, além dos contatos frequentes com entidades de previdência complementar, instituições financeiras, investidores

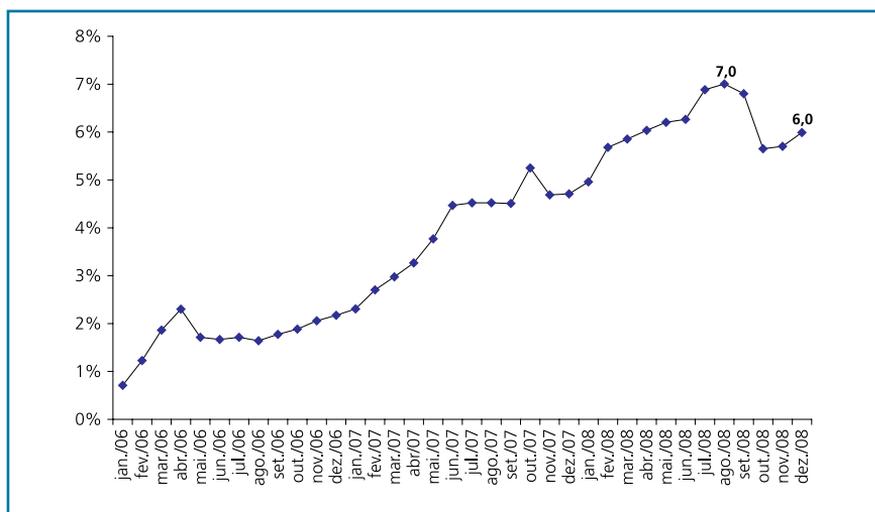
²¹ Para maiores detalhes, ver Capítulo 5 da Parte 3,

²² Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, Tesouro Nacional, dezembro de 2008.

não residentes e de varejo (programa Tesouro Direto), por meio de reuniões e participações em seminários, a aprovação da Lei nº 11.312, de 2006, que isenta os não residentes do pagamento de imposto de renda sobre ganhos auferidos em investimentos em títulos da dívida interna.

A citada lei equiparou o tratamento tributário brasileiro aos não residentes ao praticado pela maioria dos países emergentes, tendo por objetivo aumentar a participação desses investidores, que notadamente investem em títulos de mais longo prazo, principalmente prefixados ou referenciados por índices de preços.²³ De fato, essa lei contribuiu significativamente para a maior participação de investidores não residentes,²⁴ que são potenciais demandantes de títulos públicos, haja vista a baixa participação que esses investidores ainda apresentam no total da dívida doméstica, comparativamente a outros investidores.

Gráfico 21. Participação % de não residentes na DPMFi



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

2.3 Liquidez e precificação

“In assessing the choice of market structure with the goals of liquidity and efficiency in mind, authorities should consider frequency of trading, transparency, and competition, all of which have an impact on liquidity and efficiency.”²⁵

A melhora na liquidez possibilita uma maior transparência aos preços, o que faz com que o investidor exija um prêmio menor para adquirir o título, reduzindo, assim, o custo de financiamento do emissor. Nesse

²³ Em linha com as diretrizes do Plano Anual de Financiamento (PAF), tanto no que se refere ao aumento da participação desses títulos como no alongamento do prazo médio da Dívida Pública Federal.

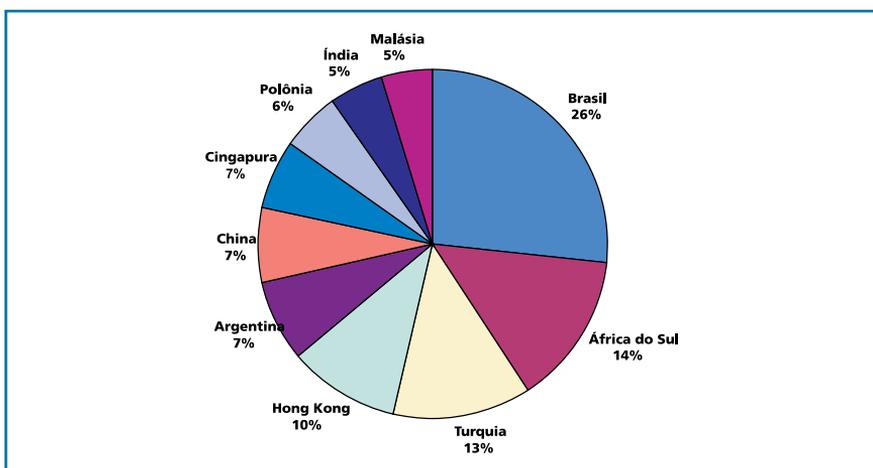
²⁴ O Capítulo 5 da Parte 3 traz estatísticas dessa contribuição dos investidores não residentes.

²⁵ *Developing a government bond market: a handbook* (2001).

sentido, o Brasil tem se empenhado em desenvolver seu mercado, por meio do aumento da liquidez e da transparência dos títulos públicos federais, tanto por meio de medidas do governo como de iniciativas de entidades do setor financeiro.

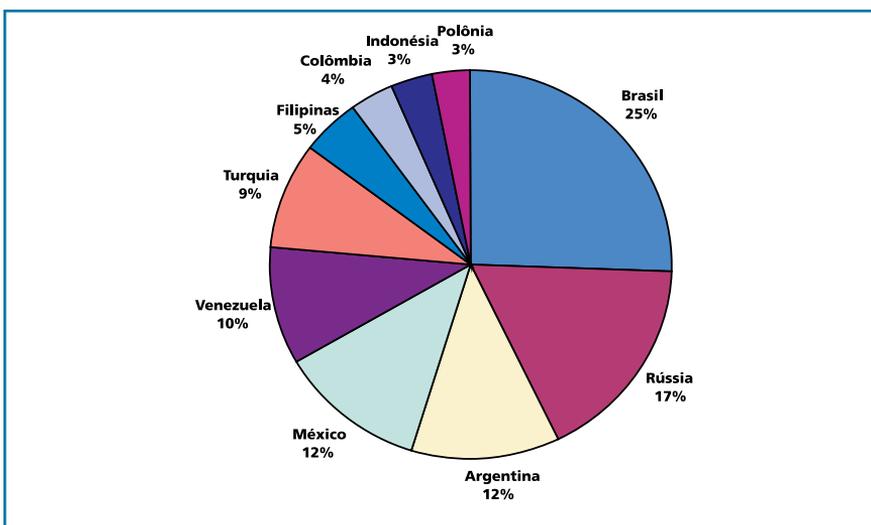
Segundo dados do Trade Association for the Emerging Markets (EMTA), o Brasil ocupou em 2008 o primeiro lugar nos *rankings* de volumes negociados de países emergentes, tanto no mercado doméstico quanto no internacional. Cabe acrescentar que a negociação de instrumentos domésticos correspondeu a 68% do volume total negociado de títulos desses países.

Gráfico 22. Participação dos países emergentes no volume negociado de instrumentos domésticos em 2008 (Top 10)



Fonte: EMTA, dez. 2008

Gráfico 23. Participação dos países emergentes no volume negociado de instrumentos externos em 2008 (Top 10)



Fonte: EMTA, dez. 2008

Embora o volume total negociado de títulos seja elevado quando comparado a outros países emergentes, o giro médio diário ainda pode melhorar. Esse giro no mercado dos Estados Unidos, reconhecidamente o mais líquido do mundo, é de 14% do total do estoque da dívida, e o do México, de 4%, enquanto no Brasil esse indicador está abaixo de 2% do total da Dívida Pública Federal.²⁶

O Brasil vem adotando, desde 1999, uma série de medidas para aumentar a liquidez²⁷ de seus títulos, quando, em conjunto com o Banco Central, criou um grupo de estudos para identificar quais seriam as medidas adotadas para dinamizar o mercado de dívida pública. A implementação de algumas medidas tem propiciado, desde então, melhora significativa na liquidez dos títulos públicos. Além disso, medidas de maior transparência das informações têm auxiliado na melhor precificação dos títulos públicos.

De acordo com o capítulo sobre mercado secundário,²⁸ esse grupo de medidas pode ser dividido de forma didática em dois grandes blocos: o primeiro busca dar condições diretas para o aumento das negociações entre os participantes de mercado, enquanto o segundo permite maior transparência de informações, como, por exemplo, divulgação regular de estratégia de emissões de títulos públicos, possibilitando maior planejamento e menor incerteza. Com tais medidas, buscava-se criar condições para aumento da liquidez por conta do aumento na base de investidores e maior previsibilidade na precificação dos ativos negociados, bem como alongamento do prazo das emissões.

Também no mercado externo, o Brasil tem concentrado esforços, nos últimos anos, para desenvolver a liquidez de vários instrumentos, com reaberturas de títulos com prazos de referência (*benchmarks*) de dez e trinta anos. Nesse sentido, a partir de 2005, títulos de referência para dez anos foram emitidos em fevereiro, junho e novembro daquele ano, novembro de 2006 e abril de 2007, e para trinta anos, em janeiro e março de 2006 e janeiro de 2007.

Relativamente à precificação, além das medidas adotadas pelo Tesouro Nacional, o Banco Central e a Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima) têm buscado promover a transparência do mercado, com destaque para: a divulgação diária dos preços indicativos dos títulos públicos (76 vencimentos); a Calculadora Eletrônica de Títulos Públicos Federais (Confere); o desenvolvimento de alguns índices *benchmark* para encorajar a diversificação da carteira dos investidores (Imas); a divulgação de um sistema de comparação de taxas (Compare); e a divulgação intradia dos preços dos títulos públicos federais, antes e após as negociações. Essas iniciativas vêm gerando resultados práticos, conforme apresentado no Capítulo 6 da Parte 3.

3 Medidas para o desenvolvimento do mercado de dívida pública

O panorama geral apresentado na seção anterior ilustra a representatividade do mercado de títulos públicos brasileiros e os seguidos avanços em seu desenvolvimento. Além de contar com condições mais favoráveis no aspecto macroeconômico, esse desenvolvimento é resultado de uma série de medidas que serão tratadas em maiores detalhes nos capítulos seguintes desta parte do livro.

Esta seção destaca algumas dessas medidas, enfatizando suas inter-relações com os principais temas abordados nos capítulos seguintes. Uma das principais características das medidas para o desenvolvimento do mercado é justamente seus efeitos simultâneos sobre vários aspectos do mercado de títulos. Medidas que visem a aprimorar sistemas de custódia e liquidação, por exemplo, além de auxiliarem a melhoria da

²⁶ Amante, Araujo e Jeanneau (2007).

²⁷ Para maiores detalhes sobre tais medidas, *vide* Capítulo 6 da Parte 3.

²⁸ Capítulo 6 da Parte 3.

infraestrutura do mercado, favorecem também a expansão da base de investidores, a demanda no mercado primário e o maior volume de negociações no mercado secundário.

A implementação de um plano de ação coordenado para o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos é, portanto, uma tarefa complexa, que requer ao mesmo tempo ordenamento adequado de ações, em virtude de suas interdependências, e o envolvimento de diversos atores que participam do mercado (emissores, reguladores, intermediários financeiros, investidores e entidades de classe). Além disso, conforme concluiu o World Bank (2007) em seu projeto piloto de elaboração de planos de ação para o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos públicos em 12 países: “*One-size does not fit all*”, ou seja, não há uma receita geral aplicável a todos os países. Deve-se procurar, com base em princípios sólidos e boas práticas internacionais, desenhar soluções críveis e adequadas às circunstâncias de cada país.

A Tabela 1 tem em cada linha uma medida ou um conjunto de medidas adotadas no Brasil para melhorar de modo geral um ou vários aspectos do mercado de títulos. As colunas da tabela representam os diversos aspectos do mercado afetados pelas medidas adotadas e os respectivos capítulos nos quais estas serão abordadas em maior detalhe. Esse painel fornece um bom exemplo de como um plano de ação para o desenvolvimento do mercado envolve diversas medidas que, por sua vez, impactam vários aspectos simultaneamente e dependem de múltiplos participantes do mercado. A necessidade dessa visão global e abrangente constitui uma das principais lições para a implementação de projetos para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos.

As três primeiras medidas mencionadas na tabela anterior têm em comum o fato de poderem ser classificadas como básicas para o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos. Tais medidas são relevantes para a constituição de mercados primário e secundário mais eficientes, no sentido de que regras claras, de conhecimento generalizado, de fácil compreensão e baseadas em modelos gerados pelo próprio mercado tendem a atrair maior número de participantes, ampliando a base de investidores e possibilitando um maior número de negociações de títulos, contribuindo assim para um mercado primário mais competitivo e um mercado secundário mais líquido e, em última análise, criando as condições para a redução do custo da dívida pública. Esses princípios estão em linha com as melhores práticas internacionais, e sua relevância no caso brasileiro será tratada em quatro dos capítulos seguintes (ver Tabela 1).

Quanto à padronização de instrumentos, por exemplo, a experiência brasileira comprova sua importância no processo de redução da fragmentação da dívida e de construção de pontos de referência mais líquidos em diversos setores da curva de juros. Isso vem funcionando bem, tanto no mercado de títulos prefixados (LTN e NTN-F) quanto no de índices de preços (NTN-B), conforme descrito na seção anterior deste capítulo. Da mesma forma, a existência de regras claras de precificação, aliadas a uma cuidadosa análise e monitoramento sobre os mecanismos mais adequados de financiamento (conforme abordado em detalhes no capítulo sobre mercado primário), tem estimulado a competição e a formação de preços de títulos do governo, com reflexos positivos sobre o mercado secundário de tais instrumentos.

Além do grupo das três primeiras medidas descritas na Tabela 1, podemos identificar um segundo grupo de medidas que também contribuem para o desenvolvimento de uma base de investidores mais ampla e para tornar mais competitivos e líquidos os mercados primário e secundário. Esse segundo grupo, no entanto, tem também reflexos positivos na infraestrutura do mercado de títulos como um todo e inclui: sistemas eficientes de liquidação e custódia, sistemas de negociação eletrônica e de *dealers*.

Tabela 1

Impacto Medida	Precificação e instrumentos (Parte 3, Cap 2)	Organização do mercado financeiro (Parte 3, Cap. 3)	Mercado primário (Parte 3, Cap. 4)	Base de investidores Parte 3, Cap. 5)	Mercado secundário Parte 3, Cap. 6)
Padronização de instrumentos	X		X	X	X
Regras claras para precificação	X		X	X	X
Financiamento por meio de leilões não coercitivos e com regras de mercado			X	X	X
Sistemas eficientes de custódia e liquidação		X	X	X	X
Sistemas de negociação eletrônica		X	X	X	X
Sistema de <i>dealers</i> adequado		X	X	X	X
Definição clara do órgão responsável pelas emissões de títulos		X	X	X	X
Divulgação regular de planos para emissões e dados de mercado			X	X	X
Criação de títulos <i>benchmark</i>			X	X	X

Incentivos à participação de investidores institucionais, não residentes e de varejo			X	X	X
Incentivos ao mercado de derivativos			X	X	X

A existência de uma infraestrutura desenvolvida que dê conforto aos agentes de mercado no que se refere à existência de sistemas modernos e seguros para custódia e liquidação de transações de títulos é uma condição essencial para o desenvolvimento do mercado de renda fixa. Nesse sentido, cabe destacar a introdução, por parte do Banco Central, em 2002, do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, que aperfeiçoa a agilidade e a segurança no processamento de informações a respeito da liquidação de operações com títulos de renda fixa, bem como minimiza os riscos financeiros, mediante liquidação de operações em tempo real, no modelo de entrega contra pagamento (DVP).

Destaca-se, ainda, a criação em 2004, pela BM&F, com apoio governamental, de uma *clearing house* para a liquidação de títulos públicos, integrada a um ambiente de negociação eletrônico. A Câmara de Ativos da BM&F, integrada ao sistema de negociação eletrônico Sisbex, possibilitou transações com mitigação de risco de contraparte, uma vez que a câmara atua como contraparte central. Apesar de o mercado local ser predominantemente composto por negociações de balcão, parece claro que o mercado eletrônico tende a ganhar espaço, na medida em que é incentivado por autoridades governamentais em busca de maior transparência na formação de preços e, conseqüentemente, maior participação de agentes com menor grau de informação (*vide* capítulo sobre o mercado secundário).

A criação de um sistema de *dealers* do Tesouro Nacional e do Banco Central, em 2003, com uma estrutura na qual a existência de direitos e deveres contribui para um mercado primário mais competitivo, para um mercado secundário mais líquido e para um ambiente no qual o fluxo de informações de mercado é mais uniforme. Tal sistema representa também uma melhoria na infraestrutura do mercado de títulos públicos. A existência do sistema de *dealers* possibilita, ainda, avanços em outras áreas específicas. Um exemplo foi a implementação em 2007 de novas exigências no sistema de *dealers* que estimulam a negociação eletrônica e devem contribuir para o crescimento dessa opção, em contraposição ao mercado de balcão.

Finalmente, dentre as medidas elencadas na Tabela 1, pode-se destacar um terceiro grupo que possui reflexos positivos nos mercados primário e secundário, bem como sobre a base de investidores. Esse grupo de medidas inclui essencialmente: definição clara do órgão responsável pelas emissões de títulos; divulgação regular de planos para emissões e dados de mercado; criação de títulos de referência (*benchmarks*), incentivos à participação de investidores institucionais, não residentes e de varejo; e incentivos ao mercado de derivativos.

A prática internacional exalta a relevância em se definir formalmente o(s) órgão(s) autorizado(s) a emitir títulos públicos, bem como divulgar planos de emissão, calendários de leilão e dados de mercado.²⁹ Isso porque esses procedimentos fortalecem a transparência e a previsibilidade da gestão da dívida, requisitos importantes

²⁹ Conforme detalhado na seção 2 do Capítulo 1 da Parte 2.

no processo de desenvolvimento do mercado de títulos públicos. A ausência de qualquer desses fatores em um mercado de títulos gera incertezas que invariavelmente se traduzem em maiores custos de financiamento para o governo. O Brasil possui um arcabouço sólido nesses temas, seja pela clara atribuição ao Tesouro Nacional para a emissão primária de títulos da dívida federal, estabelecida pela Lei de Responsabilidade Fiscal, pela difusão de relatórios que projetam metas de emissão (Plano Anual de Financiamento e Calendários Mensais de Emissão, por exemplo) ou pela divulgação regular de estatísticas e análises sobre a gestão da dívida (Relatório Anual da Dívida e Relatórios Mensais).³⁰

Medidas voltadas para a criação e a sustentação de títulos *benchmarks* também contam com amplo respaldo empírico e conceitual. A criação de pontos de referência, normalmente representados por títulos com volumes significativos em diferentes prazos, estimula a liquidez desses títulos e auxilia na formação de preços de outros instrumentos públicos e privados. A seção anterior deste capítulo ilustrou a experiência brasileira recente nesse campo em relação às curvas de juros de títulos prefixados, NTN-F, e dos remunerados por índices de preços, NTN-B.

Quanto à base de investidores, as experiências mais avançadas em gerenciamento de dívida revelam a importância de uma base diversificada para o desenvolvimento do mercado. Nesse sentido, algumas recomendações são feitas para que gradualmente a base de investidores tenha uma participação qualitativa no desenvolvimento do mercado de títulos,³¹ dentre elas permitir a maior participação de instituições que não apenas bancos comerciais, pois estes têm a tendência de investir em títulos mais curtos para atender às suas necessidades de liquidez.

Nesse aspecto, investidores institucionais, tais como os fundos de pensão, têm papel fundamental para auxiliar a mudança de perfil da dívida para títulos de mais longo prazo. Outra sugestão é ter em sua base de investidores participação de clientes de varejo. Esse é o caso do Tesouro Direto,³² modalidade de venda de títulos públicos por meio da internet, na qual o Tesouro Nacional oferta, exclusivamente para pessoas físicas, um conjunto de títulos idênticos àqueles ofertados ao mercado.³³ Além disso, um nicho importante para o desenvolvimento do mercado doméstico são os investidores não residentes.

Finalmente, temos as considerações acerca do mercado de derivativos. O mercado de derivativos de taxas de juros no Brasil é extremamente líquido, e a emissão de títulos prefixados com data de vencimento idêntica à dos contratos mais líquidos negociados na BM&F foi uma medida que contribuiu para o aumento dessa liquidez. Investidores no Brasil utilizam esses dois mercados para administrar suas exposições às taxas de juros. O papel do mercado de derivativos no desenvolvimento do mercado de títulos públicos, e vice-versa, é um tema de atenção internacional. Diversos países buscam desenvolver ambos os mercados, e a experiência brasileira fornece boas lições sobre o tema. Contratos de derivativos indexados ao IPCA foram também lançados em 2004 e possibilitam aos detentores de NTN-B a realização de *hedge*, além de eventualmente estimular a negociação desses papéis.

³⁰ Para uma descrição detalhada desses relatórios, *vide* Capítulo 4 da Parte 1.

³¹ Para maiores detalhes, *vide* World Bank (2007).

³² Ver Capítulo 7 da Parte 3

³³ A exceção é um título de longo prazo corrigido pela inflação (IPCA), similar à NTN-B, porém sem o pagamento de cupons semestrais, denominado NTN-B Principal. Esse título é ideal, por exemplo, para a formação de reservas individuais para aposentadoria, por não apresentar problemas relacionados ao reinvestimento de cupons.

4 Considerações finais

Respalhada pelas melhores condições macroeconômicas, a condução de uma gestão ativa da dívida vem contribuindo para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos federais. Embora esse seja um processo contínuo e com muitos desafios ainda a serem superados, a melhora da composição da dívida e o desenvolvimento de seu mercado reduziram riscos e exposições a choques adversos antes existentes no país, tais como os enfrentados durante esta recente crise internacional.

Este capítulo demonstrou que o caminho até aqui foi difícil, com retrocessos causados principalmente pela ausência, no passado, de pré-requisitos fundamentais para assegurar o desenvolvimento sustentável do mercado. À medida que tais pré-requisitos foram alcançados, o processo de desenvolvimento do mercado de títulos ganhou força e robustez crescente ante as turbulências ocasionais de mercado. Alongaram-se prazos e volumes de emissão de títulos prefixados e remunerados por índices de preços e eliminou-se a emissão de títulos vinculados à taxa de câmbio no mercado doméstico, ao mesmo tempo em que o país lançava internacionalmente títulos públicos em moeda local.

Embora a importância de bons fundamentos seja uma lição irrefutável desse processo, este capítulo procurou mostrar uma dimensão adicional: a relevância de um plano abrangente de medidas e ações para o bom funcionamento do mercado. O processo de desenvolvimento do mercado é complexo e envolve diversas áreas e atores. Felizmente, a maior profissionalização da gestão da dívida em nível internacional e no Brasil vem ampliando a capacidade dos administradores da dívida e dos especialistas de lidarem com esses desafios.

O Brasil é um claro exemplo positivo nessa direção. Diversas medidas, respaldadas por melhores práticas internacionais, vêm sendo implementadas nos últimos anos e contribuíram para tornar o mercado brasileiro de títulos públicos mais líquido, seguro e sofisticado, assemelhando-se em alguns aspectos (tais como sua infraestrutura) aos de países mais desenvolvidos. Sem dúvida, há ainda razoável espaço para evolução, notadamente quanto à formação de referências ainda mais líquidas de longo prazo na estrutura de taxas de juros, potencializando os benefícios esperados de um mercado de capitais mais desenvolvido.

Referências

AMANTE, André; ARAUJO, Márcio; JEANNEAU, Serge. The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market. *BIS Quarterly Review*, june 2007.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Committee on the Global Financial System (CGFS), Financial stability and local currency bond markets, *Papers*, n. 28, june 2007.

ITAÚ CORRETORA. *Brazil fixed income strategy*, feb. 2007.

MCCAULEY, R.; REMOLONA E. Size and liquidity of government bond markets. *BIS Quarterly Review*, nov. 2000.

MISSALE, Alessandro; GIAVAZZI, Francesco. *Public debt management in Brazil*, june 2003

TRADE ASSOCIATION FOR THE EMERGING MARKETS, 2008. *Annual Debt Trading*. Survey, Feb. 25, 2009.

WORLD BANK; IMF. *Developing government bond market: a handbook*. Washington, DC: World Bank and IMF, 2001.

_____. *Developing the domestic government debt market: from diagnostics to reform implementation*. Washington, DC: World Bank, 2007.