



Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2005

Número 5

**Brasília
Fevereiro/2005**

MINISTRO DA FAZENDA

Antônio Palocci Filho

SECRETÁRIO-EXECUTIVO

Bernard Appy

SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL

Joaquim Vieira Ferreira Levy

CHEFE DE GABINETE

José Cordeiro Neto

SECRETÁRIOS-ADJUNTOS

Almério Cançado de Amorim

José Antonio Gragnani

Jorge Khalil Miski

Tarcísio José Massote de Godoy

EQUIPE TÉCNICA**Secretário-Adjunto**

José Antonio Gragnani

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Paulo Fontoura Valle

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Anderson Caputo Delfino Silva

Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública

Antônio de Pádua Ferreira Passos

Assessor para a Dívida Externa

Ricardo Franco Moura

Carolina Avelino de Carvalho

Daniel Pereira da Silva

Edis Machado Canedo

Elvino de Carvalho Mendonça

Fernando Eurico de Paiva Garrido

Janete Duarte

João Alberto Travassos Evangelista

Jônathas Delduque Júnior

Jossifram Almeida Soares

Lena Oliveira de Carvalho

Leonardo Lima Chagas

Leopoldo Araújo Rodrigues

Luiz Fernando Alves

Márcia Fernanda Tapajós Tavares *

Mário Augusto Gouvêa de Almeida

Otávio Ladeira de Medeiros

Renato Pontes Dias

Rodrigo Silveira Veiga Cabral

Ronnie Gonzaga Tavares

William Baghdassarian

* Coordenação Técnica.

Informações:

Tel.: (61) 412-3188; Fax: (61) 412-1565

Secretaria do Tesouro Nacional

Edifício do Ministério da Fazenda, Esplanada dos Ministérios, Bloco P, 2º andar

70048-900 – Brasília - DF

Correio Eletrônico: stndivida@fazenda.gov.br

Home Page: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>

Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2005 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial desde que mencionada a fonte.

Tiragem 600 exemplares

Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2005. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Fevereiro, 2005, número 5.

1. Dívida Pública 2. Plano Anual de Financiamento 3. Planejamento 4. Estratégia

I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título



O ano de 2004 foi positivo para a Economia Brasileira, colhendo-se vários frutos do processo de consolidação e mudança iniciado em 2003. Os níveis de renda aumentaram e houve expressiva geração de novos postos de trabalho, como reflexo da maior taxa de crescimento do Produto Interno Bruto dos últimos 10 anos. O setor externo apresentou forte expansão, o que colaborou, não só para o crescimento da economia, como também para a redução da exposição externa do país. Esses resultados foram alcançados dentro de um quadro de disciplina fiscal e estabilidade monetária, mostrando a correção das medidas adotadas e a importância de sua incorporação como prática habitual da gestão da política econômica no país.

Há, evidentemente, o que se aprimorar na economia para alcançarmos maior eficiência, prosperidade e melhor distribuição da renda. Nesse sentido, o Governo Federal vem avançando em sua agenda para o crescimento, por meio de reformas estruturais que atuarão no sentido da redução do custo de capital, do fortalecimento do ambiente de negócios e da proteção social efetiva. Para isto será indispensável manter a disciplina fiscal e continuar a melhorar a qualidade do gasto público, inclusive no que tange à eficiência dos programas sociais. A redução dos custos de capital, o desenvolvimento do crédito e a redução do custo de solução de conflitos são ingredientes essenciais para estimular os investimentos e, dessa maneira, sustentar o crescimento econômico. A previsibilidade da política econômica também contribui para esses fins.

Nesse contexto, o Tesouro Nacional vem, pelo quinto ano consecutivo, apresentar o seu Plano Anual de Financiamento - PAF 2005. Por meio deste instrumento, o Governo Federal vem a público explicitar seus objetivos quanto à Administração da Dívida Pública Federal, contribuindo para aumentar a confiança dos mercados doméstico e internacional nesta importante área da política econômica. Em 2005, o Tesouro Nacional também assume a responsabilidade plena pela administração da Dívida Pública Federal externa, permitindo-se dar mais um passo no fortalecimento institucional do país.

O PAF 2005 aponta para avanços em diversos aspectos da dívida pública. Ele insiste na redução da exposição do país a passivos corrigidos por juros pós-fixados e cambiais, e no aumento da participação das dívidas prefixada e remunerada por índices de preços. Além disso, o PAF 2005 projeta um fortalecimento na administração de outros riscos, como o de refinanciamento, pela ampliação do prazo da dívida e redução dos descasamentos de ativos e passivos. De forma integrada, esses resultados contribuem para a melhoria na percepção do risco País e para a ampliação da base de investidores na dívida pública doméstica e internacional, com impactos positivos na economia nacional e no bem estar social.

É, portanto, com confiança que felicito o Tesouro Nacional pela definição e divulgação de metas claras e abrangentes para este novo ano.

Antonio Palocci Filho
Ministro da Fazenda



Ao longo de 2004, os indicadores econômicos do Brasil apresentaram importante melhora, refletindo a consolidação da política econômica adotada pelo país, especialmente a partir de 2003. Pela primeira vez em muitos anos, um forte crescimento econômico deu-se em um ambiente de superávit em conta corrente, equilíbrio fiscal, com inflação de um dígito e declinante. Estes fatores, junto com a robustez do Sistema Financeiro Nacional já se refletem em diversos indicadores financeiros. Em particular, o prêmio pelo risco país encerrou 2004 próximo a 400 pontos, e a taxa real de juros de médio prazo declinou de forma significativa em relação aos anos anteriores. Além disso, a relação dívida líquida do setor público/PIB caiu pelo segundo ano consecutivo, após quase dez anos de aumento.

A manutenção de políticas que permitam consolidar o desempenho de 2004 abre novas perspectivas para o país, suas empresas e sua população. A queda do risco país tem efeitos positivos no custo de capital para as empresas e para o investimento, particularmente em infra-estrutura. A estabilidade econômica vem estimulando também o crédito pessoal e o desenvolvimento do mercado financeiro em novas direções. Estas possibilidades vêm sendo facilitadas pela atuação do Congresso Nacional, que nos dois últimos anos aprovou uma série de reformas de grande abrangência. Após uma importante reforma da Previdência do Setor Público e da Reforma Tributária em 2003, o Brasil passou a contar mais recentemente com uma nova Lei de Falências, um arcabouço seguro para a implantação de Parcerias Público-Privadas - PPP, um marco para o setor elétrico, e uma reforma do mercado imobiliário que, além de revitalizar a construção civil, abriu novas fronteiras para produtos hipotecários e financeiros. Em 2004, o mercado financeiro também se beneficiou de uma reforma da tributação da poupança e, em especial, dos fundos de pensão por capitalização e dos seguros de vida. Estes progressos, que fortalecem a indústria de fundos de pensão, entre as dez maiores do mundo, foram acompanhados pela contínua atualização da infra-estrutura financeira do país que abarca um eficiente sistema de pagamentos, regras claras para transações, e um amplo mercado de derivativos, incluindo a sexta maior bolsa de derivativos do mundo. Eles foram, ainda, correspondidos por diversas inovações na administração da dívida pública federal.

O Plano Anual de Financiamento- PAF para 2005 explicita as diretrizes de endividamento para o Tesouro Nacional, incluindo as metas e inovações propostas para este ano. O objetivo principal destas diretrizes e esforços continua a ser o de minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco, também mediante contribuições para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos.

Uma importante inovação em 2005 é a transferência da atribuição de emissão de Dívida Pública Mobiliária Federal Externa do Banco Central para o Tesouro Nacional, processo iniciado no começo de 2004. Uma consequência desta mudança é que o planejamento para 2005 já contempla as diretrizes de endividamento externo, as quais, até o ano de 2004, eram tidas como hipóteses exógenas de trabalho. O bom desempenho dos títulos da dívida externa nos últimos dez anos, com o vencimento de uma primeira geração de títulos correspondentes à emergência do Brasil aos mercados internacionais de capital, vem se consolidando pela emissão criteriosa de títulos de longo prazo em diversas moedas e pelo aprimoramento do relacionamento com uma gama cada vez mais ampla de investidores institucionais, tais como fundos de pensão, e do varejo.

No âmbito da dívida interna, cujo estoque em mercado é quatro vezes maior que o da dívida externa, implicando em emissões médias de R\$ 35 bilhões ao mês, o objetivo é expandir as conquistas dos últimos anos. Além de desenvolver o mercado, promovendo uma crescente liquidez para a dívida

pública, o PAF 2005 projeta um novo aumento da participação dos títulos prefixados no conjunto da dívida, o que deverá trazer sensíveis ganhos para a redução do risco da dívida pública e para a operacionalização da política monetária. A participação dos títulos remunerados por índices de preços continuará a ser incrementada, na esteira da reforma da tributação da poupança de longo prazo e do trabalho que vem sendo desenvolvido com os fundos de pensão. Por outro lado, a participação das dívidas remuneradas pela taxa Selic e pela variação cambial deverá, mais uma vez, cair. Além disso, a administração da dívida continuará a buscar reduzir outros tipos de exposição a riscos, como o de refinanciamento, dando continuidade a operações de compra antecipada, de troca de títulos e à manutenção de níveis confortáveis para o colchão de liquidez da dívida.

Por fim, o Tesouro Nacional seguirá atuando para aperfeiçoar o mercado financeiro, em especial o mercado secundário de títulos de renda fixa, promovendo a redução nos custos de transação das operações financeiras com a dívida pública, a harmonização dos aspectos tributários e de execução dessas operações, e a formação competitiva de preços pelo mercado. Estes são ingredientes essenciais para se alcançar uma ampliação da base de investidores que torne a dívida pública brasileira cada vez mais sólida.

Joaquim Vieira Ferreira Levy
Secretário do Tesouro Nacional

Sumário

Sumário Executivo	9
Introdução	13
Seção 1: Planejamento da Dívida Pública	14
1.1 Objetivo e Diretrizes da DPF	14
1.2 Cenários	14
Seção 2: Plano de Financiamento 2005	15
2.1 Pressupostos e Necessidade de Financiamento	15
2.2 Estratégia de Emissão	18
Dívida Interna	18
Dívida Externa	19
2.3 Resultados Esperados	20
Estoque	21
Composição da Dívida	21
Prazo Médio	21
Percentual Vincendo em 12 Meses	22
Seção 3: Avaliação de Risco	23
Seção 4: Considerações Finais	27
Gráficos, Quadros e Tabelas	
Gráfico 1 Maturação da DPMFi	16
Gráfico 2 Maturação da DPFe	17
Gráfico 3 Concentração de Vencimentos da DPMFi no curto prazo	23
Gráfico 4 Composição da DPMFi	24
Gráfico 5 Exposição Cambial - DPMFi e Swaps (estoque realizado e projetado)	25
Gráfico 6 Sensibilidade da Relação Dívida Líquida do setor Público/PIB à variação cambial	26
Gráfico 7 Descasamento de Ativos e Passivos	26
Gráfico 8 Maturação da DPF por indexador	27
Gráfico 9 Nº Médio de Investidores nas Emissões em US\$ Realizadas pela República do Brasil (2001 = 100)	28
Gráfico 10 Valor Médio da Alocação por Investidor nas Emissões em US\$ (2001 = 100)	29

Quadro I Resultados da Dívida Pública Federal - DPF	11
Quadro II Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi	11
Tabela 1 Vencimentos da DPF	16
Tabela 2 Necessidade de Financiamento do Governo Federal	17
Tabela 3 Resultados da Dívida Pública Federal - DPF	20
Tabela 4 Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi	20
Tabela 5 DPMFi Teste de Stress para Juros e Câmbio	24

Sumário Executivo

A gestão da Dívida Pública Federal – DPF, tem o objetivo de **minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos**. Para alcançar esse objetivo, as diretrizes gerais que nortearão a gestão da DPF, observadas as condições de mercado, são as seguintes:

- alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública;
- redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses;
- substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic, bem como aqueles denominados e referenciados à variação cambial, por títulos com rentabilidade prefixada e vinculada a índices de preços; e
- incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais.

A formulação da estratégia de financiamento para 2005 foi baseada em diferentes possibilidades de emissão, resultantes da análise de cenários alternativos, a partir dos quais foram gerados os limites superiores e inferiores para os indicadores da dívida. A principal hipótese adotada na elaboração dos cenários foi a manutenção das diretrizes atuais de política econômica, utilizadas para responder aos distintos impactos considerados.

O cenário básico é próximo das expectativas de mercado para 2005, sendo referência para a divulgação de estatísticas pontuais. Suas premissas são a ausência de choques externos e a manutenção das tendências atuais relativas à economia doméstica, ou seja, continuação da recuperação econômica, convergência da trajetória da inflação à meta oficial, estabilidade cambial, queda gradual na taxa de juros e melhora dos indicadores de solvência fiscal e externa.

A necessidade de financiamento da DPF para o ano de 2005 é o primeiro fator considerado na definição das estratégias avaliadas. Nesse sentido, os vencimentos projetados para este exercício¹, referentes à DPF em mercado, correspondem a cerca de R\$ 437,5 bilhões, sendo R\$ 399,2 bilhões relativos à Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi e R\$ 38,3 bilhões à Dívida Pública Federal externa – DPFe. Considerando a existência de recursos orçamentários no valor de R\$ 60,1 bilhões, a necessidade líquida de financiamento do Governo Federal é de R\$ 377,4 bilhões.

A estratégia de emissão contemplada neste Plano foi elaborada com ênfase no objetivo de melhorar o perfil e a composição dos títulos prefixados e remunerados a índices de preços, com redução da participação dos remunerados pela Selic e pelo câmbio. A estratégia de financiamento da DPMFi se assenta na seguinte linha de atuação:

- ênfase na emissão de títulos prefixados (LTN² e NTN-F³), buscando-se o aumento da participação desses títulos no total da DPF e o alongamento gradual dos seus prazos médios de emissão;
- aumento do volume emitido de títulos referenciados a índices de preços, em relação aos anos anteriores, com ênfase nas NTN-B⁴.
- resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic (LFT⁵)
- Não emissão de NTN-D⁶.

Por sua vez, a Dívida Pública Federal Externa – DPFe possui diretrizes específicas, apresentadas a seguir:

1 Posição em 31/12/2004.

2 Título prefixado com pagamento único, na data de resgate.

3 Título prefixado com pagamento semestral de cupons de juros, os quais podem ser negociados separadamente do principal (strips).

4 Título indexado ao IPCA, com pagamento semestral de cupons de juros.

5 Título indexado à taxa Selic, com pagamento único na data de resgate.

6 Título referenciado à variação cambial.

- criação de *benchmarks* nos principais mercados de títulos emergentes;
- suavização da estrutura de maturação da DPFe, por meio de novas emissões e operações de administração de passivo (*liability management*);
- redução gradual do estoque de *Brady Bonds*;
- ampliação, em termos geográficos, da base de investidores; e
- manutenção de amplo relacionamento com a comunidade financeira internacional.

A administração da dívida pública externa deve se beneficiar da aprovação da Resolução nº 20/2004, do Senado Federal, que permitiu maior flexibilidade na administração da Dívida Pública Federal pelo Tesouro Nacional. Esta Resolução autoriza operações de resgate antecipado e de permuta de títulos, bem como a utilização de derivativos, para o melhor gerenciamento da DPFe. Também foi estabelecido novo limite, de até US\$ 75 bilhões, para a emissão de títulos soberanos brasileiros.

Em 2005, a programação externa prevê a emissão de até US\$ 6,0 bilhões em títulos, dos quais US\$ 1,5 bilhão foram captados antecipadamente em 2004 e US\$ 1,25 bilhão no começo de 2005. Além disso, houve a captação de EUR 500 milhões, também no início de 2005.

Os resultados esperados, a partir da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional, são expressos por meio de limites indicativos para as principais estatísticas da Dívida Pública Federal – DPF e da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi.

Os principais resultados são os seguintes:

- o prazo médio do estoque da DPF deve passar de 35,3 meses, em dezembro de 2004, para um patamar entre 36 e 41 meses, ao final de 2005. Movimento semelhante é projetado para o prazo médio da DPMFi que,

após atingir 28,1 meses, deve ficar entre 28 e 34 meses, em dezembro de 2005.

- o percentual vincendo em 12 meses para a DPF, deve variar de 34% a 40% e, para a DPMFi, de 40% a 45% ao final de 2005.
- a participação relativa de títulos prefixados na DPF pode variar entre 16% e 25%, contra um fechamento de 16,1% em 2004. Na DPMFi, sua participação deve situar-se no intervalo 20% a 30%, após alcançar 20,1% em 2004.
- a participação na DPF dos títulos remunerados a índices de preços deverá situar-se, ao final de 2005, entre 12% e 16%, contra 11,9% no encerramento de 2004. Para a DPMFi, espera-se para o encerramento do ano estar entre 15% e 20%, contra 14,9%, em dezembro de 2004.
- de forma inversa ao observado para títulos prefixados e remunerados a índices de preços, a composição dos títulos remunerados à Selic e ao câmbio indicam trajetória de queda ao longo de 2005, apresentando limites superiores bastante próximos à composição observada ao final de 2004.
- o estoque deverá aumentar o que se explica, em grande medida, pela expectativa de redução do excesso de liquidez em mercado, por meio de emissões líquidas de títulos pelo Tesouro Nacional. Mas esse aumento é compensado pela redução do passivo do Banco Central no mercado, sob a forma de operações compromissadas, tornando nulo o impacto final da estratégia na Dívida Líquida do Setor Público – DLSP.

Os indicadores projetados, tanto para a DPF quanto para a DPMFi, ao final de 2005, expressam resultados compatíveis com a estratégia de financiamento do Tesouro, que tem como princípios o alongamento do prazo médio da dívida, sua melhor distribuição ao longo do tempo, com redução da pressão de curto prazo, e a ênfase na emissão de títulos prefixados e remunerados a índices de preços.

Resultados da Dívida Pública Federal - DPF

Indicadores	dez/04	PAF-2005	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	1013,9	1160	1240
Prazo Médio da DPF (meses)	35,3	36	41
% vincendo em 12 meses	39,3	34	40
Composição do Estoque da DPF			
Prefixado (%)	16,1	16	25
Selic (%)	45,7	39	47
Câmbio (%)	24,2	18	23
Índice de Preços (%)	11,9	12	16
TR e outros (%)	2,1	1	3

Fonte: STN/COGEP

Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi

Indicadores	dez/04	PAF-2005	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	810,3	940	1000
Prazo Médio da DPMFi (meses)	28,1	28	34
% vincendo em 12 meses	46,1	40	45
Composição do Estoque da DPMFi			
Prefixado (%)	20,1	20	30
Selic (%)	57,1	47	57
Câmbio (%)	5,2	3	5
Índice de Preços (%)	14,9	15	20
TR e outros (%)	2,7	2	4

Fonte: STN/COGEP

A administração da dívida pública também procurará alcançar uma redução da exposição da dívida a fatores de risco. Sob a ótica do **risco de refinanciamento**, a mencionada redução do percentual da dívida vincendo em 12 meses⁷ corresponde a uma redução dos vencimentos, quando medidos como proporção do PIB⁸.

7 Apesar da tendência de redução desse indicador a partir de 1999, houve elevação em 2004 em decorrência do aumento do estoque das Letras do Tesouro Nacional, títulos prefixados, com prazos tipicamente mais curtos.

8 Para esta estimativa, utilizou-se o ponto médio dos limites mínimo e máximo do PAF.

As vantagens dessa redução serão reforçadas pela manutenção de saldos confortáveis do colchão de liquidez (recursos disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF); um fluxo substancial de receitas orçamentárias disponíveis para o abatimento da dívida; e estratégias de resgate antecipado e de trocas de títulos de curto prazo por outros de longo prazo, que diminuem o volume a ser resgatado em meses de concentração de vencimentos.

A exemplo do que se observava em 2003 e 2004, a mudança na composição da DPF contribui para

reduzir a exposição a riscos de mercado, como consequência do aumento da participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços, e da redução dos títulos remunerados à taxa Selic e ao câmbio.

A redução desse risco é traduzida na queda da sensibilidade da DPMFi às situações em que juros e câmbio são submetidos a uma forte pressão. Sob um teste de *stress*, a composição da dívida prevista para dezembro de 2005 reduz o risco em mais de 60,0% relativamente ao risco correspondente à composição observada no mesmo mês de 2002.

Ainda em relação ao risco de mercado, uma desvalorização cambial de 1% aumentava a razão Dívida Líquida do Setor Público/PIB, em 0,36%, em setembro de 2002. Com a continuidade da política de resgate dos títulos e dos *swaps* cambiais que vencem, projeta-se que o impacto dessa exposição cambial se reduzirá para cerca de 0,11% até o final de 2005.

Há também a expectativa de que os descasamentos líquidos entre ativos e passivos do Governo Federal diminuam em 2005. Percebe-se ainda a redução do descasamento ativo em índices de preços e elevação no passivo líquido prefixado. Esses resultados corroboram a aplicação das diretrizes do PAF 2005, contribuindo para a menor vulnerabilidade da dívida a choques nos juros e câmbio.

Olhando-se para além de 2005, os frutos da estratégia adotada desde 2003 tornam-se muito

evidentes. Mantida a tendência de evolução na composição da dívida pública observada em 2003 e 2004, a composição da dívida em 2006 e 2007 será bastante favorável. Esta modificação poderá se dar de forma natural, visto que quase três quartos do atual estoque de títulos indexados à Selic vencem nos próximos 36 meses.

A melhora do perfil da dívida brasileira, na esteira do fortalecimento da economia e do equilíbrio macroeconômico, permite que o Tesouro Nacional amplie o escopo de sua atuação para o alargamento da base de investidores na DPF.

Na dívida externa, também tem havido uma ampliação na base de investidores. Tomando-se, por exemplo, o número médio de investidores participando nas emissões efetuadas em 2002, nota-se que este número aumentou em mais de 400%.

O aumento no número de investidores vem sendo acompanhado também pela sua diversificação. Além do sucesso de diversas emissões no mercado de varejo em particular no chamado segmento *private*, a participação de investidores institucionais com objetivos de longo prazo tem sido notável.

A transformação do perfil da dívida, assim como do mercado internacional de renda fixa, tem aberto novas oportunidades para a administração da dívida pública brasileira, que deverão ser exploradas com segurança, visando uma diminuição do custo de transação.

Introdução

Ao apresentar o Plano Anual de Financiamento – PAF 2005, o Tesouro está divulgando suas metas, premissas e prioridades de forma estruturada e pública pelo quinto ano consecutivo. O PAF se consolida, assim, como um instrumento não apenas de planejamento, mas de ampliação da transparência e da previsibilidade no gerenciamento da Dívida Pública Federal - DPF.

O Plano de Financiamento para 2005 enfatiza a estratégia de financiamento, bem como os resultados esperados para o perfil da dívida pública ao final do ano corrente. Adicionalmente, apresenta-se uma avaliação sistêmica dos riscos aos quais a DPF está submetida, bem como os esforços direcionados para a redução de tais riscos.

Destaque-se a inclusão de diretrizes específicas para o planejamento das emissões externas, dada a transferência do Banco Central para o Tesouro Nacional da atribuição de operações primárias com títulos no mercado externo, a partir deste ano. A consequência desta transferência será o aumento das sinergias na gestão dos passivos internos e externos.

O PAF 2005 está subdividido em 4 seções, além desta introdução. A Seção 1 aborda as diretrizes

gerais que norteiam o planejamento da DPF e descreve sucintamente a expectativa do Tesouro Nacional quanto à evolução das principais variáveis macroeconômicas relacionadas à economia brasileira.

A Seção 2 expõe as necessidades de financiamento do Governo Federal e os instrumentos que serão utilizados para esse financiamento. Após discutir a estratégia de emissão do Tesouro Nacional e os cenários prováveis, os resultados esperados são apresentados na forma de limites indicativos dentro dos quais as estatísticas da dívida pública devem se situar.

A Seção 3 é dedicada à avaliação dos riscos associados à DPF, onde são delineados a evolução recente e as projeções quanto aos principais indicadores que medem aqueles riscos. A análise dessa seção fornece um referencial para o planejamento tanto de curto quanto de médio e longo prazos para a administração da DPF.

Por último, a Seção 4 encerra este documento, evidenciando os avanços já alcançados na administração da DPF nos últimos anos e as principais transformações que ocorrerão ao longo de 2005 no perfil da dívida e na relação do Tesouro com sua base de investidores.

Seção 1: Planejamento da Dívida Pública

O Plano Anual de Financiamento - PAF é elaborado com base em diversos elementos, que incluem os objetivos e diretrizes para a dívida pública, cenários prováveis e diferentes estratégias de financiamento para os mercados doméstico e internacional.

A finalidade deste documento é explicitar as metas e a atuação durante o ano, e indicar as diretrizes para o médio e longo prazos, sinalizando a trajetória que se deseja para a dívida pública.

1.1 Objetivo e Diretrizes da DPF

A gestão da Dívida Pública Federal – DPF, nela consideradas as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal, tem o objetivo de **minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos, elementos importantes para alcançar o objetivo citado.**

As diretrizes gerais que nortearão a gestão da DPF, observadas as condições de mercado, são as seguintes:

- alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública;
- redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses;
- substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic bem como aqueles denominados e referenciados à variação cambial, por títulos com rentabilidade prefixada e vinculada a índices de preços; e
- incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais.

1.2 Cenários

A formulação da estratégia de financiamento para 2005 incorpora diferentes alternativas de emissão, desenvolvidas a partir da análise de cenários alternativos, e refletidas em limites superiores e inferiores para os indicadores da dívida. A principal hipótese adotada na elaboração dos cenários foi a manutenção das diretrizes atuais de política econômica e das respostas daí derivadas a distintos choques considerados.

O cenário básico é próximo das expectativas de mercado para 2005. Ele é a referência para a divulgação de estatísticas pontuais. Suas premissas são a ausência de choques externos e a manutenção das tendências atuais relativas à economia doméstica, ou seja, continuação da recuperação econômica, convergência da trajetória da inflação à meta oficial, estabilidade cambial, queda gradual na taxa de juros e melhora dos indicadores de solvência fiscal e externa.

Os cenários alternativos consideraram, por um lado, os efeitos de uma maior volatilidade no mercado externo, que poderiam limitar o fluxo de capitais, vir a pressionar o câmbio, elevando o risco país e, conseqüentemente, limitando a possibilidade de redução da taxa de juros. Também foram consideradas hipóteses mais otimistas, envolvendo maior rapidez na trajetória de queda da taxa de juros, em um quadro externo especialmente benigno, associado a uma clara trajetória de crescimento sustentado com ausência de pressões inflacionárias. Não foram considerados, para efeito da derivação dos limites projetados para a dívida em 2005, choques extraordinários ou que, por outras razões, impliquem grandes oscilações da economia.

Seção 2: Plano de Financiamento 2005

Nesta seção serão detalhadas as estratégias de financiamento doméstico e externo, bem como os pressupostos que as determinam. Em seguida, serão explicitados os resultados gerados, apresentando metas para as estatísticas da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi⁹ e da Dívida Pública Federal – DPF¹⁰.

2.1 Pressupostos e Necessidade de Financiamento

Além dos objetivos e das diretrizes de gestão da DPF, os resultados esperados para o ano de 2005 contemplam a expectativa de securitização de passivos contingentes, compostos por CVS¹¹ em sua maioria, no valor de R\$ 13,0 bilhões¹², e a utilização de recursos provenientes de fontes orçamentárias para pagamento de principal e juros da DPF em poder do público, no valor de R\$ 60,1 bilhões.

A estratégia de financiamento da dívida considera também os impactos nas estatísticas da DPF decorrentes de ações do Banco Central no âmbito das políticas monetária e cambial, tais como nas operações de mercado aberto.

A necessidade de financiamento da DPF para o ano de 2005 é o primeiro fator considerado na definição das estratégias avaliadas. Nesse sentido, os vencimentos projetados para este exercício¹³, referentes à dívida do Governo Federal

em mercado, correspondem a cerca de R\$ 437,5 bilhões, sendo R\$ 399,2 bilhões relativos à DPMFi e R\$ 38,3 bilhões à Dívida Pública Federal externa – DPFe. Desse total, R\$ 431,5 bilhões são de responsabilidade do Tesouro Nacional e os R\$ 6,0 bilhões restantes de responsabilidade do Banco Central (exclusivamente NBCE).

Dentre os vencimentos externos, R\$ 30,4 bilhões referem-se à dívida mobiliária (R\$ 14,1 bilhões de principal e R\$ 16,3 bilhões de juros), enquanto os restantes R\$ 7,9 bilhões correspondem à dívida contratual (R\$ 6,8 bilhões de principal e R\$ 1,1 bilhão de juros).

Os vencimentos da DPF estão distribuídos mensalmente de acordo com a Tabela 1 e com os Gráficos 1 e 2.

Considerando o volume de vencimentos da DPF em poder do público, de R\$ 437,5 bilhões, e a existência de recursos orçamentários no valor de R\$ 60,1 bilhões, a necessidade líquida de financiamento do Governo Federal é de R\$ 377,4 bilhões, como mostra a Tabela 2.

9 Por DPMFi entenda-se todos os títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, em circulação no mercado, emitidos pelo Tesouro Nacional e Banco Central (NBCE).

10 Por DPF, entenda-se a DPMFi consolidada com a Dívida Pública Federal externa – DPFe, que é composta pelas dívidas mobiliárias reestruturada (Bradies) e de emissão voluntária (Globais, Euros e Samurais) e pela Dívida Contratual Externa (BID/BIRD, Clube de Paris e Agências Governamentais).

11 Títulos emitidos pelo Tesouro Nacional no âmbito da renegociação das dívidas advindas do Fundo de Compensação de Variações Salariais

– FCVS, remanescentes da liquidação de contratos de financiamento habitacional.

12 Valor previsto para o ano de 2005 na Lei de Diretrizes Orçamentárias

– LDO, em seu Anexo de Riscos Fiscais.

13 Posição em 31/12/2004.

Tabela 1 - Vencimentos da DPF

R\$ Milhões

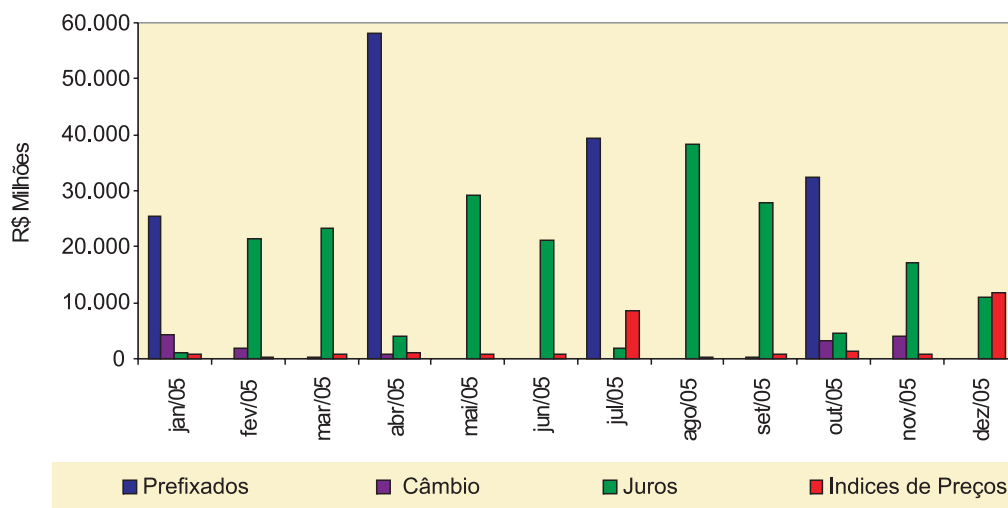
	Prefixados	Câmbio (a)	Juros (b)	Índ. Preços	Total DPMFi	Contrat. Externa	Mobil. Externa	Total DPFe	Total DPF
jan/05	25.413,3	4.136,1	1.068,3	664,2	31.281,8	794,9	1.861,5	2.656,4	33.938,2
fev/05	0,0	1.938,3	21.598,4	438,4	23.975,1	50,3	1.565,3	1.615,6	25.590,7
mar/05	0,1	341,8	23.051,7	609,1	24.002,8	81,4	664,4	745,7	24.748,5
abr/05	58.208,3	540,1	3.989,5	1.237,3	63.975,1	146,9	5.871,3	6.018,2	69.993,3
mai/05	0,0	61,1	29.423,1	802,0	30.286,3	52,5	530,3	582,8	30.869,1
jun/05	0,0	52,6	20.894,2	617,4	21.564,2	3.127,6	415,8	3.543,4	25.107,6
jul/05	39.459,4	150,4	1.769,2	8.496,6	49.875,7	24,1	10.448,3	10.472,4	60.348,1
ago/05	0,0	62,2	38.299,9	427,4	38.789,6	40,4	1.041,9	1.082,3	39.871,9
set/05	0,0	350,6	27.974,7	619,3	28.944,7	83,2	1.044,9	1.128,0	30.072,7
out/05	32.614,2	3.064,6	4.803,9	1.280,7	41.763,4	125,7	5.824,6	5.950,3	47.713,7
nov/05	-	3.913,6	17.032,0	822,4	21.767,9	43,8	900,5	944,3	22.712,2
dez/05	-	51,8	11.083,6	11.875,5	23.010,8	3.284,7	235,5	3.520,2	26.531,1
Total	155.695,5	14.663,2	200.988,4	27.890,4	399.237,4	7.855,3	30.404,2	38.259,6	437.497,0

Fonte: STN/CODIV

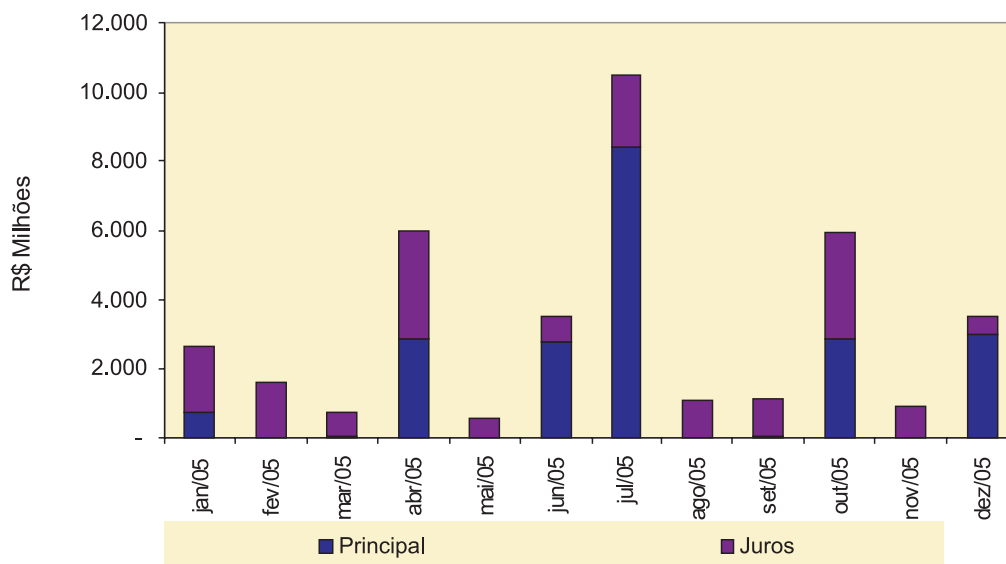
Posição de 31/12/2004

(a) Títulos de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central (NBCE).

(b) Títulos remunerados à taxa Selic, TR e TJLP.

Gráfico 1 - Maturação da DPMFi


Fonte: STN/CODIV

Gráfico 2 - Maturação da DPFe


Fonte: STN/CODIV

Tabela 2 – Necessidade de Financiamento do Governo Federal

			R\$ bilhões
A Vencimentos Estimados			437,5
Tesouro Nacional		<i>Dívida Interna</i>	393,2
		<i>Dívida Externa</i>	38,3
Banco Central			6,00
B Recursos Orçamentários			60,1
C Necessidade de Financiamento (A-B)			377,4

Fonte: STN/CODIV

2.2 Estratégia de Emissão

Dívida Interna

A estratégia de emissão contemplada neste Plano foi elaborada com ênfase nas diretrizes da dívida de melhorar o perfil e a composição por meio do aumento na participação de títulos prefixados e remunerados a índices de preços, com redução da participação dos remunerados pela Selic e pelo câmbio.

Paralelamente, a estratégia permite o desenvolvimento de curvas de juros prefixada e de índices de preços, fundamentais para auxiliar o desenvolvimento do mercado de capitais.

Observa-se também que as novas medidas adotadas pelo governo para incentivar a poupança de longo prazo, como a tributação decrescente e a conta investimento, deverão contribuir para que se alcance a estratégia escolhida.

Títulos Prefixados

As emissões de títulos prefixados (LTN¹⁴ e NTN-F¹⁵) terão por base duas premissas: i) aumento da participação destes títulos na composição da dívida pública; e ii) alongamento gradual dos seus prazos médios de emissão. Estes prazos partirão dos prazos de emissão de LTN observados no começo de 2005, isto é, 9 meses (título mais curto) e 18 meses (título mais longo).

A NTN-F continuará tendo papel importante no aumento do prazo médio de emissão dos títulos prefixados, mantendo-se o vencimento de 2008, já ofertado em 2004, e a introdução de títulos com vencimento em 2010, que possibilitará ampliar a curva futura de cinco anos.

14 Título prefixado com pagamento único, na data de resgate.

15 Título prefixado com pagamento semestral de cupons de juros, os quais podem ser negociados separadamente do principal (strips).

Títulos Remunerados a Índices de Preços

Os títulos referenciados a índices de preços (NTN-B¹⁶ e NTN-C¹⁷) deverão ter maior volume de emissão em 2005 do que nos anos anteriores, com ênfase no aumento do volume emitido de NTN-B. Deve-se, por outro lado, manter os diferentes prazos de emissão destes títulos, que hoje já cobrem um conjunto significativo de horizontes.

Outro aspecto a destacar refere-se à manutenção, neste mercado, da sistemática de emissão em duas etapas, possibilitando a permuta, na segunda etapa do evento, de títulos com menor prazo médio por outros com maior, em linha com a diretriz de alongamento do perfil de maturação da dívida. Adicionalmente, continuar-se-á a aceitar, como forma de pagamento dos títulos indexados a índices de preços, aqueles remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial, de forma a contribuir para a melhora na composição da dívida pública.

Títulos Remunerados pela Taxa Selic

Estão previstos resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic (LFT¹⁸). Além disso, continuar-se-á a promover o alongamento dos prazos médios de emissão desses instrumentos.

Dívida Remunerada à Variação Cambial

O PAF 2005, a exemplo do descrito no PAF 2004 e da sua execução, não contempla a emissão de NTN-D¹⁹. Não obstante, o Banco Central, no âmbito das políticas monetária e cambial, poderá continuar a implementar a política cambial de acordo com as necessidades de mercado.

16 Título indexado ao IPCA, com pagamento semestral de cupons de juros.

17 Título indexado ao IGP-M, com pagamento semestral de cupons de juros.

18 Título indexado à taxa Selic, com pagamento único na data de resgate.

19 Título referenciado à variação cambial.

Outras Atuações

Com vistas a reduzir a concentração de vencimentos, o Tesouro Nacional prevê a realização de operações de resgate antecipado de LTN de curtíssimo prazo, assim como a troca de LFT e de LTN de prazos reduzidos por títulos mais longos.

Além disso, serão realizados leilões de resgates antecipados de NTN-B e NTN-C de prazos longos, com o objetivo de dar maior liquidez para esses títulos. Também continuarão ocorrendo leilões de resgate antecipado de cupons das NTN-B, promovendo-se o aumento de demanda nas respectivas ofertas primárias.

Caso seja necessário, poderão ainda ser realizados leilões de compra e venda simultânea de títulos, a exemplo do ocorrido em 2004. O objetivo primordial desse tipo de operação é prover parâmetros de preços em momentos de alta volatilidade e/ou reduzida liquidez, contribuindo para o retorno das negociações com os títulos a patamares normais de mercado.

O Tesouro Nacional pretende também dar continuidade à política de distribuição organizada dos vencimentos dos novos títulos, obedecendo às seguintes regras:

- títulos prefixados (LTN e NTN-F): vencimento no dia primeiro dos meses de janeiro, abril, julho e outubro (primeiro mês de cada trimestre), com o objetivo de coincidir com os vencimentos de contratos futuros de Depósitos Interbancários - DI no mercado de derivativos;
- títulos remunerados por índices de preços: NTN-B - vencimento de principal nos meses de maio e agosto e de cupons de juros no segundo mês de cada trimestre;
- títulos remunerados à taxa Selic (LFT): vencimento no terceiro mês de cada trimestre a partir de 2007.

Dívida Externa

Devido à transferência, a partir de 2005, da atribuição de operações com títulos no mercado externo do Banco Central para o Tesouro Nacional, a DPF passará a ser administrada de forma integrada, considerando ativos e passivos, tanto internos quanto externos, utilizando as sinergias existentes para obter reduções de custos e riscos no perfil da Dívida Pública Federal - DPF.

Nesse sentido, adicionalmente aos objetivos e às diretrizes gerais para a eficiente gestão da Dívida Pública Federal – DPF, a Dívida Pública Federal Externa – DPFe possui diretrizes específicas, a seguir apresentadas:

- criação de *benchmarks* nos principais mercados de títulos emergentes;
- suavização da estrutura de maturação da DPFe, por meio de novas emissões e operações de administração de passivo (*liability management*);
- redução gradual do estoque de *Brady Bonds*;
- ampliação, em termos geográficos, da base de investidores; e
- manutenção de amplo relacionamento com a comunidade financeira internacional.

A administração da DPFe deve se beneficiar da aprovação da Resolução nº 20/2004, do Senado Federal, que permitiu maior flexibilidade na administração da Dívida Pública Federal pelo Tesouro Nacional. Esta Resolução autoriza operações de resgate antecipado e de permuta de títulos, bem como a utilização de derivativos, para o melhor gerenciamento da DPFe. Também foi estabelecido novo limite, de até US\$ 75 bilhões, para a emissão de títulos soberanos brasileiros.

Em 2005, a programação externa prevê a emissão de até US\$ 6,0 bilhões em títulos, dos quais US\$ 1,5 bilhão foram captados antecipadamente em 2004 e US\$ 1,25 bilhão no começo de 2005. Além disso, houve a captação de EUR 500 milhões, também no início de 2005.

O Tesouro poderá, além de conduzir emissões visando à captação de recursos externos, realizar operações de administração de passivo, (*liability management*) buscando melhorar o perfil de endividamento, sob uma ótica de gerenciamento integrado de ativos e passivos.

2.3 Resultados Esperados

Os resultados esperados, a partir da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional, são expressos por meio de limites indicativos para as

principais estatísticas da Dívida Pública Federal – DPF e da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi. Essa forma de apresentar os resultados provê um referencial claro das diretrizes da política de refinanciamento do Tesouro Nacional sem prejuízo da implementação de uma estratégia flexível. Este equilíbrio é essencial para a gestão eficiente da dívida pública em um ambiente como o do Brasil.

Projetam-se as seguintes configurações para os indicadores da DPF e da DPMFi, ao final de 2005 (tabelas 3 e 4, respectivamente):

Tabela 3 - Resultados da Dívida Pública Federal - DPF

Indicadores	dez/04	PAF-2005	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	1013,9	1160	1240
Prazo Médio da DPF (meses)	35,3	36	41
% vincendo em 12 meses	39,3	34	40
Composição do Estoque da DPF			
Prefixado (%)	16,1	16	25
Selic (%)	45,7	39	47
Câmbio (%)	24,2	18	23
Índice de Preços (%)	11,9	12	16
TR e outros (%)	2,1	1	3

Fonte: STN/COGEP

Tabela 4 - Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi

Indicadores	dez/04	PAF-2005	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	810,3	940	1000
Prazo Médio da DPMFi (meses)	28,1	28	34
% vincendo em 12 meses	46,1	40	45
Composição do Estoque da DPMFi			
Prefixado (%)	20,1	20	30
Selic (%)	57,1	47	57
Câmbio (%)	5,2	3	5
Índice de Preços (%)	14,9	15	20
TR e outros (%)	2,7	2	4

Fonte: STN/COGEP

Os indicadores projetados para o final de 2005, tanto para a DPF quanto para a DPMFi, são compatíveis com a estratégia de financiamento do Tesouro, visando o alongamento do prazo médio da dívida, sua melhor distribuição ao longo do tempo, com redução da pressão de curto prazo, e ênfase na emissão de títulos prefixados e remunerados a índices de preços, com consequente redução da proporção dos títulos remunerados à taxa Selic e ao câmbio.

Estoque

Espera-se que o estoque da DPF situe-se entre R\$ 1,16 e R\$ 1,24 trilhão, após alcançar R\$ 1,01 trilhão em dezembro de 2004. Para a DPMFi, projeta-se estoque entre R\$ 940,0 bilhões e R\$ 1,0 trilhão, contra R\$ 810,3 bilhões ao final de 2004.

O aumento projetado para o estoque de 2005 ocorre, em grande medida, pela expectativa de redução do excesso de liquidez em mercado, por meio de emissões líquidas de títulos pelo Tesouro Nacional.

Em dezembro de 2004, o excesso de liquidez em mercado era de aproximadamente R\$ 47,2²⁰ bilhões, neutralizados pelo Banco Central por meio de operações compromissadas com rentabilidade pós-fixada de até 1 (um) mês e prefixada de até 3 (três) meses.

É válido mencionar que o aumento no estoque da DPMFi é compensado pela redução do passivo do Banco Central junto ao mercado, sob a forma de operações compromissadas, tornando nulo o impacto final na Dívida Líquida do Setor Público – DLSP.

Por último, ressalte-se que os prazos de emissão dos títulos do Tesouro Nacional são significativamente maiores que os prazos das operações compromissadas, traduzindo-se em impacto positivo para a estrutura da DLSP.

Composição da Dívida

Refletindo as diretrizes do PAF 2005, a participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços deverá apresentar nítida elevação ao longo de 2005.

Na DPF, a participação dos prefixados na dívida deverá situar-se entre 16% e 25% do total, contra uma participação de 16,1% ao final de 2004. Na DPMFi, a faixa é de 20% a 30% do total, contra os 20,1% observados em dezembro de 2004.

A participação na DPF dos títulos remunerados a índices de preços deverá situar-se, ao final de 2005, entre 12% e 16%, contra 11,9% no encerramento de 2004. Para a DPMFi, esperam-se para o encerramento do ano valores entre 15% e 20%, contra 14,9%, em dezembro de 2004.

De forma inversa ao observado para títulos prefixados e remunerados a índices de preços, a composição dos títulos remunerados à Selic e ao câmbio indicam trajetória de queda ao longo de 2005, apresentando limites superiores bastante próximos à composição observada ao final de 2004.

Prazo Médio

O prazo médio do estoque da DPF correspondeu a 35,3 meses em dezembro de 2004. Esse indicador deverá se situar entre 36 e 41 meses, ao final de 2005. Por sua vez, o prazo médio da DPMFi encerrou 2004 com o valor de 28,1 meses, sendo que a estratégia indica que eles estejam no intervalo entre 28 e 34 meses, em dezembro de 2005.

É importante observar que grande parte do aumento no prazo médio ocorrerá em virtude das emissões de títulos em índices de preços, que tradicionalmente possuem prazo elevado. Dessa forma, apesar da redução na emissão de LFT, os títulos em índices de preços deverão compensar seu impacto no prazo médio do estoque.

Um ponto que deve ser mencionado é que a expectativa de elevação do prazo médio da dívida e da redução do percentual de vencimentos em

20 Dado obtido da Nota para Imprensa – Dívida Pública Mobiliária Federal interna e Mercado Aberto, Dezembro de 2004, divulgada pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central.

12 meses está, em parte, apoiada no impacto positivo das medidas que vêm sendo adotadas pelo Governo Federal, visando incentivar o alongamento dos prazos dos títulos, com destaque para a tributação decrescente sobre aplicações financeiras de renda fixa.

Percentual Vencendo em 12 Meses

As projeções para 2005 em relação ao percentual vencendo em 12 meses indicam que, tanto para a

DPF quanto para a DPMFi, o limite superior será próximo ao percentual observado no fechamento de 2004, apontando para uma queda da proporção da dívida vencendo em 12 meses ao longo do ano. Especificamente, o percentual da DPF vencendo em 12 meses ao final de 2005 está projetado entre 34% e 40%, enquanto o mesmo percentual para a DPMFi está projetado entre 40% e 45%.

Seção 3: Avaliação de Risco

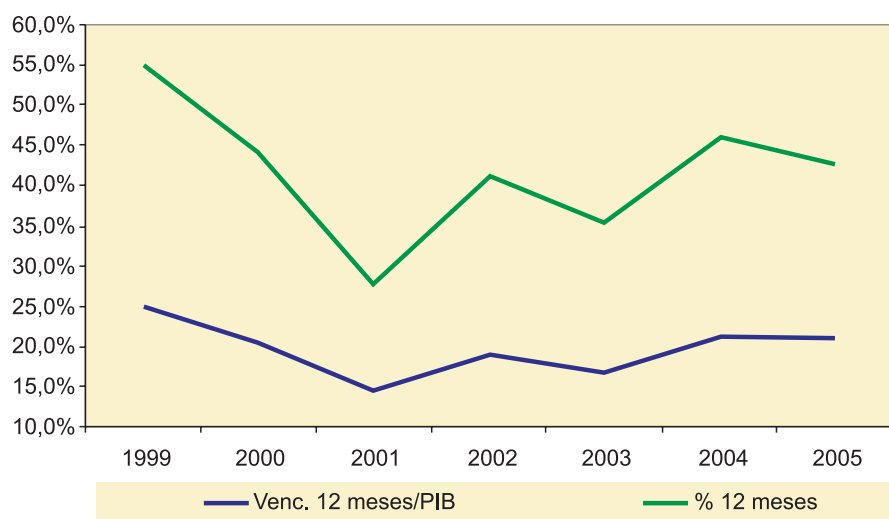
A administração da dívida pública também procurará alcançar redução da exposição da dívida a fatores de risco. Sob a ótica do **risco de refinanciamento** a mencionada redução do percentual do total da DPF vincendo em 12 meses²¹ corresponde a uma redução dos vencimentos quando medidos como proporção do PIB²² (gráfico 3)

As vantagens dessa redução serão reforçadas pela manutenção de saldos confortáveis do colchão de liquidez (recursos disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF); um fluxo substancial de receitas orçamentárias disponíveis para o abatimento da dívida e estratégias de res-

gate antecipado e de trocas de títulos de curto prazo por outros de longo prazo, que diminuem o volume a ser resgatado em meses de concentração de vencimentos.

A evolução na composição da dívida, por seu lado, contribui para a redução do **risco de mercado**, entendido como aquele associado a variações decorrentes de mudanças nas condições de mercado no valor da carteira de títulos do Tesouro. Em particular, o aumento da participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços, associado à redução dos remunerados à taxa Selic e ao câmbio tem o efeito de diminuir a volatilidade dos valores esperados dos vencimentos ao longo do ano.

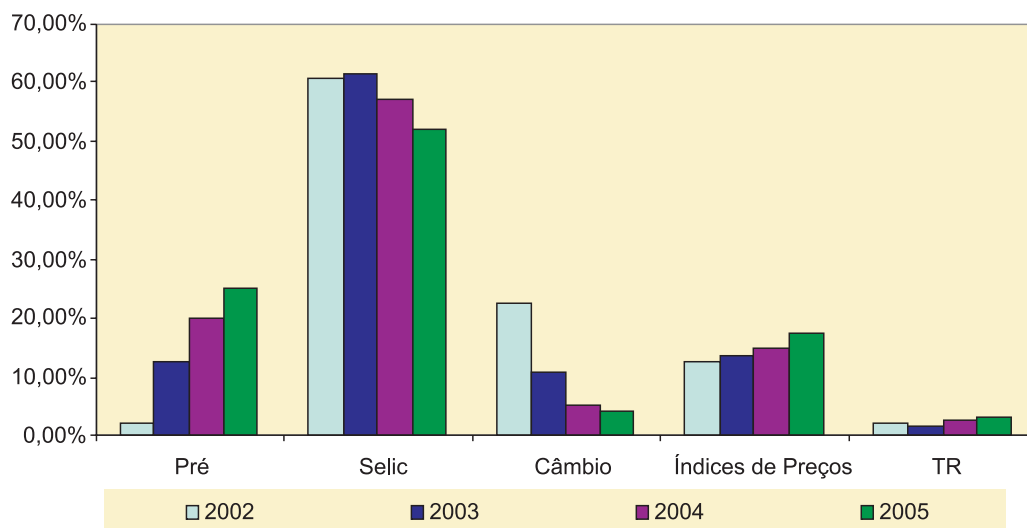
Gráfico 3 - Concentração de Vencimentos da DPMFi no Curto Prazo



Fonte: STN/COGEP

21 Apesar da tendência de redução desse indicador a partir de 1999, houve elevação em 2004 em decorrência do aumento do estoque das Letras do Tesouro Nacional, títulos prefixados, com prazos tipicamente mais curtos.

22 Para esta estimativa, utilizou-se o ponto médio dos limites mínimo e máximo do PAF.

Gráfico 4 - Composição da DPMFi


Fonte: STN/COGEP

A importância da melhora na composição da dívida é capturada por um exercício²³ em que juros e câmbio são submetidos a uma forte pressão, convencionalmente chamado de *stress test*. Este teste mostra que a evolução da composição da dívida tem permitido uma crescente imunização da dívida contra choques nessas variáveis.

O exercício ilustrado na Tabela 5 simula o impacto negativo sobre as dívidas cambial e remune-

rada à taxa Selic de uma forte e persistente pressão nas taxas reais de juros (Selic) e de câmbio²⁴, com base no estoque de dezembro de 2004, dadas as composições observadas desde 2002 até 2005. O aumento da dívida decorrente da pressão naquelas variáveis vem declinando de maneira sistemática, refletindo menor vulnerabilidade da dívida pública brasileira a grandes deslocamentos e turbulência nos mercados financeiros nacionais e internacionais.

Tabela 5. DPMFi - Teste de Stress para Juros e Câmbio

Indexador	Participação no total da DPMFi (%)				Impacto Stress (R\$ bilhões)			
	2002	2003	2004	2005*	2002	2003	2004	2005*
Selic	60,8	61,4	57,2	52,0	33,59	33,91	31,62	28,73
Câmbio	22,4	10,8	5,1	4,0	98,37	47,25	22,57	17,57
Total	83,2	72,2	62,4	56,0	131,96	81,17	54,19	46,29

* A composição da DPMFi para o ano de 2005 corresponde ao ponto médio dos limites indicativos do PAF/2005.

Fonte: STN/COGEP

²³ Para maiores detalhes sobre a metodologia da análise proposta, vide Relatório Anual da Dívida 2004.

²⁴ Stress nesse exercício representa um choque tal que a taxa Selic real acumulada em 12 meses e a desvalorização cambial real acumulada em 12 meses sejam iguais às suas médias mais 3 desvios-padrão (observados entre janeiro de 2000 e dezembro de 2004, nas séries históricas de juros e de câmbio). Utiliza-se como referência o estoque da DPMFi em dezembro de 2004.

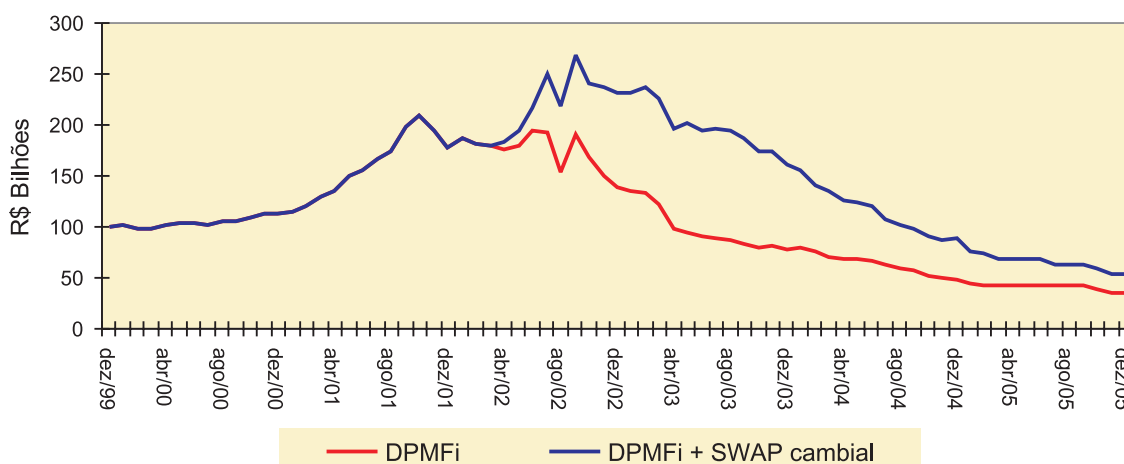
A redução acentuada da exposição da dívida pública ao câmbio, assim como a gradual queda da participação dos títulos indexados à Selic no conjunto da dívida reduzirão a sua sensibilidade a grandes choques em 2005 para aproximadamente 1/3 do valor observado em 2002. De fato, houvesse a estrutura da dívida vigente em 2002 sido mantida, uma pressão como a simulada no exercício aumentaria o valor da DPMFi em R\$ 131 bilhões (ou, seja, mais de 16% do seu valor). A estrutura esperada da dívida ao final de 2005 indica que um forte choque cambial acompanhado de um aperto monetário afetaria o valor da DPMFi em menos de 6% (R\$ 46 bilhões).

e swaps cambiais, que explicam a diminuição da sensibilidade da dívida pública a variações da taxa de câmbio.

Em 2002, 1% de depreciação cambial implicava aumentar a DLSP (incluindo o efeito dos swaps) em 0,36% do PIB. Ao final de 2004, uma variação de 1% no câmbio implicava em uma variação de apenas 0,13% no valor da dívida do referido indicador. Com a continuidade da política de resgate dos títulos e dos *swaps* cambiais que vencem, projeta-se que esta sensibilidade se reduzirá ainda mais em 2005, alcançando 0,11% até o final do ano.

Os gráficos 5 e 6, por seu lado, indicam o processo de contínua redução do estoque de títulos

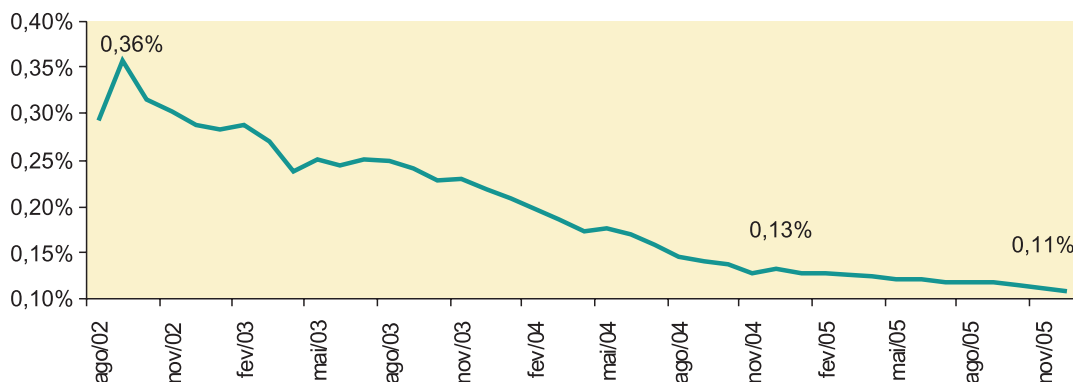
Gráfico 5 - Exposição Cambial - DPMFi e Swaps (estoque realizado e projetado)



Fonte: STN/COGEP

Obs1: Os números gerados a partir de jan/2005 consideram a hipótese de não rolagem de swaps cambiais, pelo Banco Central, e da DPMFi indexada ao câmbio, pelo Tesouro Nacional.

Gráfico 6 - Sensibilidade da Relação Dívida Líquida do Setor Público/PIB à Variação Cambial



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil. Elaboração STN/COGEP.

Obs1: O gráfico mostra o impacto na relação DLSP/ PIB, quando a taxa de câmbio sofre uma elevação de 1%.

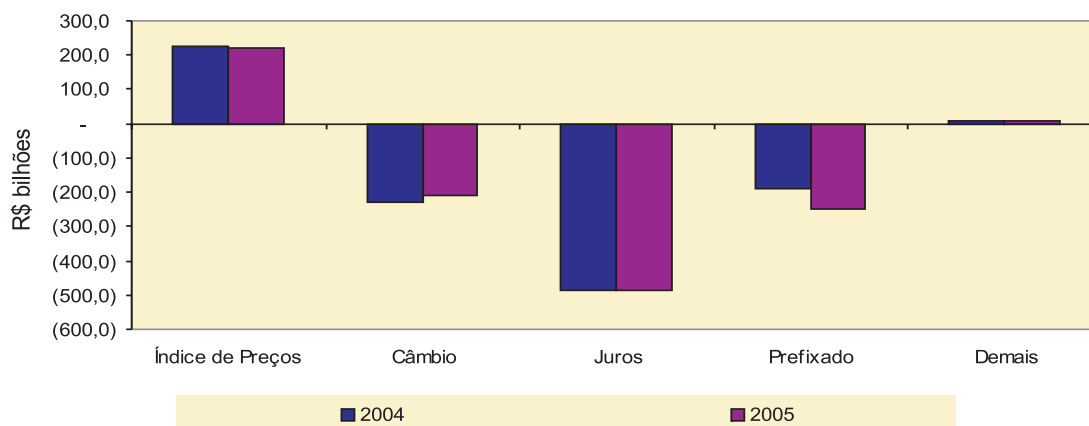
Obs2: Os números gerados a partir de jan/2005 consideram a hipótese de não rolagem de swaps cambiais, pelo Banco Central, e da DPMFi indexada ao câmbio, pelo Tesouro Nacional.

Obs3: Considerou-se a dívida externa líquida constante em dólares ao longo de 2005.

Há também a expectativa de que os descasamentos líquidos entre ativos e passivos do Governo Federal diminuam em 2005. No Gráfico 7, onde são considerados os pontos médios dos limites indicativos estabelecidos para 2005, fica evidente especialmente a redução dos descasa-

mentos passivos em câmbio e índices de preços. Percebe-se ainda a elevação no passivo líquido prefixado. Esses resultados corroboram a aplicação das diretrizes do PAF 2005, contribuindo para a menor vulnerabilidade da dívida a choques nos juros e câmbio.

Gráfico 7 - Descasamento de Ativos e Passivos



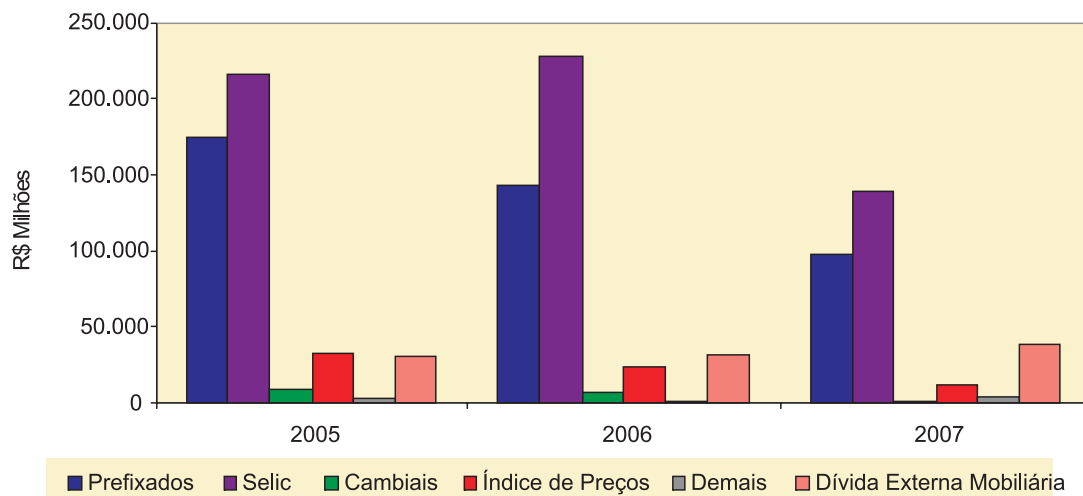
Fonte: STN/COGEP

Seção 4: Considerações Finais

Olhando-se para além de 2005, os frutos da estratégia adotada desde 2003 tornam-se muito evidentes. Mantida a tendência de evolução na composição da dívida pública observada em 2003 e

2004, a composição da dívida em 2006 e 2007 será bastante favorável. Esta modificação poderá se dar de forma natural, visto que quase três quartos do atual estoque de títulos indexados à Selic vencem nos próximos 36 meses (Gráfico 8).

Gráfico 8 - Maturação da DPF por Indexador



Fonte: STN/COGEP

A gradual transformação na composição da dívida deverá ser acompanhada pela extensão do prazo médio e pela queda do percentual vincendo em 12 meses.

A melhora do perfil da dívida brasileira, na esteira do fortalecimento da economia e do equilíbrio macroeconômico permite que o Tesouro Nacional amplie o escopo de sua atuação para o alargamento da base de investidores na DPF.

Este alargamento já tem se refletido na dívida interna pela atuação cada vez mais ativa dos fundos de pensão, em particular no segmento de títulos de longo prazo indexados a índices de preços. Além disso, o crescimento orgânico do Tesouro Direto, programa de investimento pessoal em títulos públicos através da internet, tem sido persistente. Finalmente, as reformas da tributação do setor financeiro estão reduzindo distorções que inibiam a participação mais direta dos poupadores nas decisões de administração de seus

recursos. Junto com o fortalecimento da governança dos fundos de investimentos promovida pela Comissão de Valores Mobiliários, em particular pela sua Instrução Normativa nº 409/2004, diversos fatores concorrem para pulverização da base de investidores.

Na dívida externa, também tem havido uma ampliação na base de investidores. Tomando-se, por exemplo, o número médio de investidores participando nas emissões efetuadas em 2002, nota-se que este número aumentou em mais de 400% nos anos mais recentes, alcançando várias centenas. Esta pulverização tem se refletido na diminuição da alocação média dada aos investidores, que hoje é de poucos milhões de dólares.

O aumento no número de investidores vem sendo acompanhado também pela sua diversificação. Além do sucesso na distribuição das emissões no mercado de varejo, em particular no chamado segmento *private*, a participação de inves-

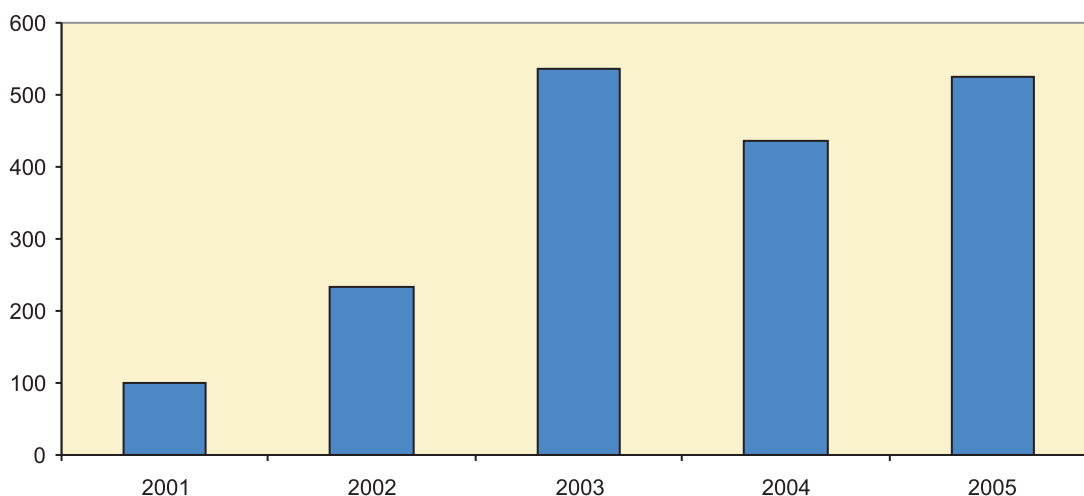
titulares institucionais com objetivos de longo prazo tem sido notável.

A transformação do perfil da dívida, assim como do mercado internacional de renda fixa, tem aberto novas oportunidades para a administração da dívida pública brasileira, que deverão ser exploradas com segurança e visando diminuição dos custos de transação.

Embora hoje os títulos da dívida interna brasileira não sejam negociados fora do Brasil, o mercado doméstico da dívida é cada vez mais maduro e vibrante. A infra-estrutura do mercado financeiro brasileiro é reconhecida internacionalmente como uma das melhores no mundo. O sistema de pagamentos em tempo real, instalado em 2002 traz um alto grau de segurança às operações financeiras. O funcionamento, há várias décadas, do Selic e da Cetip tem promovido segurança,

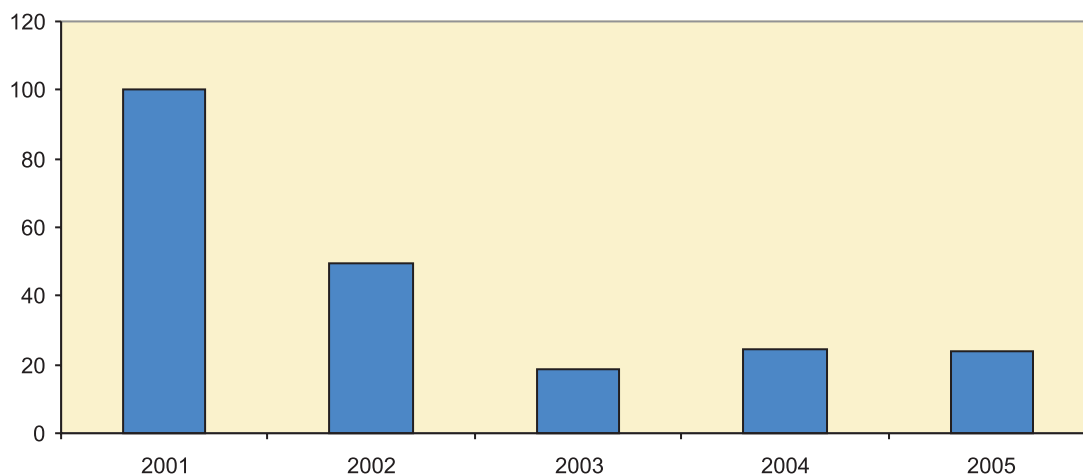
rapidez e transparência à liquidação, custódia e precificação dos títulos de renda fixa, aumentada ainda recentemente pela implementação do Sistema Eletrônico de Negociação de Títulos Públicos Federais, em setembro de 2004. Essa infra-estrutura que proporciona a execução rápida e segura das transações se vê complementada pela atividade da BMF, cujo número de contratos negociados por ano a coloca como 6ª maior bolsa de derivativos no ranking mundial. Enfim, há mais de dez anos que a maior parte das restrições à movimentação internacional de capitais foi drasticamente reduzida. Mais recentemente, o Banco Central tem indicado a intenção de voltar a aprimorar o mercado de câmbio, o que poderá ser produtivamente acompanhado pela harmonização das regras de liquidação do câmbio e outras operações financeiras, registro e custódia de títulos de não residentes e outras medidas eminentemente administrativas.

Gráfico 9 - Nº Médio de Investidores nas Emissões em US\$ Realizadas pela República do Brasil (2001 = 100)



Fonte: STN/COGEP

Gráfico 10 - Valor Médio da Alocação por Investidor nas Emissões em US\$ (2001 = 100)



Fonte: STN/COGEP

As diversas vertentes da estratégia econômica seguida pelo governo brasileiro deverão, portanto, reforçar a evolução favorável da composição da dívida, assim como de seu prazo, tornando a Dívida Pública Federal do Brasil menos sensível a choques adversos, trazendo maior segurança para toda a sociedade.