



# **Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2006**

**Número 6**

**Brasília  
2006**

**MINISTRO DA FAZENDA**

Antonio Palocci Filho

**SECRETÁRIO-EXECUTIVO**

Murilo Portugal Filho

**SECRETÁRIO DO TESOIRO NACIONAL**

Joaquim Vieira Ferreira Levy

**CHEFE DE GABINETE**

Márcio Leão Coelho

**SECRETÁRIOS-ADJUNTOS**

Lísio Fábio de Brasil Camargo

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

André de Araújo Melo

Antônio Paulo Vogel de Medeiros

Bruno Nunes Sad

Carolina Avelino de Carvalho

Daniel Pereira da Silva

Edis Machado Canedo

Elton Menezes do Vale

Elvino de Carvalho Mendonça

Geraldo Teodoro F. Gonçalves

Guilherme Binato Villela Pedras

Janete Duarte

João Alberto Travassos Evangelista

Jônathas Delduque Júnior

Lena Oliveira de Carvalho

Leopoldo Araújo Rodrigues

Luanda Pereira Antunes

Luiz Fernando Alves \*

Márcia Fernanda Tapajós Tavares

Marcus Vinícius Socio Magalhães

Mário Augusto Gouvêa de Almeida

Otavio Ladeira de Medeiros

Paulo Guerra Teixeira Júnior

Pedro Ivo Ferreira de Souza Junior

Priscila de Souza C. de Castro

Roberto Beier Lobarinhas

Rodrigo Silveira Veiga Cabral

Rômulo Rodrigues

Ronnie Gonzaga Tavares

William Baghdassarian

William Lauriano

\* Coordenação Técnica.

**Informações:**

Tel: (61) 3412-3188; Fax: (61) 3412-1565

Secretaria do Tesouro Nacional

Edifício Sede 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 2006** 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 2006. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2006, número 6.

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

I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título.



*Já tive ocasião de expressar meu sentimento que o Brasil se tornou mais forte e mais seguro em 2005. O país está mais forte porque, há três anos, o Governo Federal tem mostrado que sua liderança pode dar condições para as empresas e os trabalhadores criarem um país que cresce com inflação baixa, contas públicas em ordem e um setor externo em expansão. Além disso, aprendemos que, se evitarmos resolver problemas políticos relaxando os critérios de condução da economia, o país ganha e os problemas vão sendo resolvidos na medida em que são tratados com desassombro e respeito aos processos institucionais.*

*O empenho do Governo Federal em sustentar a estabilidade econômica, por meio da política fiscal e da política monetária, assim como melhorar a qualidade do investimento público e ampliar o espaço fiscal disponível para que ele se desenvolva, têm gerado bons resultados. Neste contexto, o significativo crescimento do emprego, da renda e do crédito doméstico cria condições muito favoráveis ao crescimento em 2006. Noto ainda que, além do sucesso na redução da inflação e da abertura do País para o mundo, as expectativas dos mercados para o ano, em que o processo democrático se traduzirá mais uma vez em eleições gerais, são de continuada melhora das variáveis macroeconômicas e diminuição de sua volatilidade.*

*O progresso da economia tem sido acompanhado e apoiado pela transformação da dívida pública federal nos últimos três anos. A expressiva redução da exposição cambial, o crescimento da participação dos títulos prefixados e a própria redução da relação dívida/PIB são resultado evidentes de um trabalho persistente e uma estratégia bem escolhida. Assim, é com grande satisfação que mais uma vez apresento o Plano Anual de Financiamento – PAF 2006 do Tesouro Nacional.*

*O PAF 2006 é um importante instrumento de gestão fiscal e transparência, explicitando os objetivos e diretrizes a serem seguidos na administração da Dívida Pública Federal—DPF. Em particular, ele reflete a estratégia implementada pelo Tesouro Nacional nos últimos anos, de alterar a composição da dívida pública com energia, mas respeitando as condições de mercado. Dada a reconhecida importância da substituição dos títulos indexados aos juros de curto prazo por títulos prefixados e indexados a índices de preços, tenho certeza que o mercado tomará nota de que provavelmente a proporção de LFT na DPF estará abaixo de 40% ao final desse governo.*

*As iniciativas para aumentar a participação dos investidores estrangeiros na dívida denominada em reais, especialmente na dívida interna, dão bem a medida do progresso alcançado pelo País nos últimos anos. Na esteira da emissão inédita de um título soberano denominado em reais, considero como de grande interesse as medidas que o Tesouro Nacional vem tomando com outros órgãos do Ministério da Fazenda para facilitar o acesso desses investidores aos mercados domésticos e diminuir seus custos de transação. Acreditamos que essas iniciativas venham a acelerar o alongamento da dívida pública, aumentar a concorrência nos mercados desses títulos e, em última análise, reduzir os custos de financiamento da União.*

*Finalmente, é importante reafirmar que a Responsabilidade Fiscal, que timbrou a ação desse governo desde 2003, junto com a administração prudente e transparente da Dívida Pública Federal, certamente têm contribuído para aumentar a credibilidade do País e o bem-estar da sociedade.*

**Antonio Palocci Filho**  
**Ministro da Fazenda**



O ano de 2005 caracterizou-se como um período de consolidação da estabilidade econômica no Brasil. As metas fiscais foram mais uma vez cumpridas, a relação dívida consolidada do setor público/PIB corrente caiu pelo terceiro ano seguido e a relação entre a dívida externa e os fluxos de comércio e capital também melhorou. Esses progressos têm se refletido na queda do prêmio de risco da dívida externa e em uma melhora, ainda incipiente, na classificação de risco dessa dívida pelas agências especializadas. Têm também contribuído para a crescente demanda externa por títulos públicos brasileiros e a continuação da transformação da composição e perfil da Dívida Pública Mobiliária Federal interna—DPMFi.

O Plano Anual de Financiamento – PAF de 2006 apresenta as diretrizes e metas de gestão da dívida do Tesouro Nacional, desdobrando a estratégia que vem sendo adotada desde 2003. Para a Dívida Pública Federal – DPF, mantém-se o objetivo de aumentar a participação de títulos prefixados, que já subiu de 2% da DPMFi no começo de 2003 para 28% ao final de 2005, e remunerados por índices de preços, e, especialmente, diminuir a participação dos títulos remunerados pela Selic (LFT). Essa diminuição deve-se dar de maneira natural, compatível com a proporção relativamente alta de LFT vencendo em 2006 e a participação decrescente desses títulos nos leilões primários do Tesouro ao longo de 2005 (essa participação, por exemplo, foi de pouco mais de 3% do volume leiloadado em dezembro de 2005). A simples projeção dessas tendências já apontaria para uma importante evolução em 2006.

Mantém-se, ainda, a premissa de não emitir títulos domésticos atrelados ao câmbio, reforçando-se para o biênio 2006-2007 o objetivo de diminuir a exposição externa, através da redução do ritmo de rolagem da Dívida Pública Federal externa. Por outro lado, o Tesouro Nacional continuará desenvolvendo esforços para ampliar o acesso dos investidores estrangeiros ao mercado doméstico de títulos públicos, valendo-se da excelente regulamentação e infra-estrutura de transação já existente. Esse trabalho, desenvolvido também em cooperação com autarquias vinculadas ao Ministério da Fazenda e o setor privado, continuará a incluir atividades de divulgação no exterior.

Outro objetivo é o alongamento do prazo de vencimento da DPF e a redução da proporção dos vencimentos em 12 meses. Nesse sentido, o Tesouro também continuará a estimular, em parceria com o Banco Central, a adoção de índices de referência (benchmarks) para a gestão de ativos que reflitam a composição mais ampla da dívida pública. O diálogo com setores da indústria financeira, incluindo os fundos de pensão, deverá, por seu lado, continuar a ajudar a pavimentar a transição na estrutura da demanda doméstica por títulos públicos, que já se verifica em um ambiente de menor volatilidade macroeconômica e gradual redução das taxas de juros.

O sucesso do Tesouro em implementar as metas estabelecidas no PAF 2005, não obstante o esforço requerido da política monetária na passagem de 2004 para 2005, nos dá confiança no cumprimento das metas estabelecidas no PAF 2006, especialmente na esteira da queda da inflação observada na segunda metade de 2005. O cenário projetado pelo mercado para 2006 é de manutenção da política fiscal, bom desempenho do setor externo e baixa inflação, levando à projeção de continuidade da queda da curva de juros domésticos de médio prazo, ainda que com um gradualismo maior do que o talvez sugerido pela evolução do prêmio de risco da dívida soberana e a consolidação de um cenário de médio prazo que reflete uma constelação de elementos de política econômica e indicadores de desempenho da economia bastante benigna.

*O Programa do Tesouro Direto continuará a ser uma prioridade do Tesouro Nacional, mantida, de modo geral, a política de crescimento orgânico, sem uso de campanhas de publicitárias comerciais. O crescimento tendencial dos últimos seis meses sugere que se alcance mais de 70.000 investidores e um volume de vendas acumuladas próximo a R\$ 2,0 bilhões até o final de 2006.*

*Em suma, o Tesouro Nacional continuará a manter seu compromisso de transparência e previsibilidade na administração da dívida pública, incorporando as melhores técnicas de gerência de risco e mantendo um padrão de prudência inerente ao seu objetivo de assegurar o menor custo de financiamento no longo prazo. Para isso, a contribuição de um quadro de técnicos qualificados e devotados, com uma liderança experimentada, firme e segura continuará sendo um dos melhores ativos do Tesouro Nacional a serviço da sociedade.*

*Joaquim Vieira Ferreira Levy*  
**Secretário do Tesouro Nacional**

**Índice**

Introdução .....	15
Seção 1: Planejamento da Dívida Pública .....	16
1.1. Objetivo e Diretrizes da DPF .....	16
1.2. Cenários .....	16
Seção 2: Plano de Financiamento 2006 .....	18
2.1. Pressupostos e Necessidade de Financiamento .....	18
2.2. Estratégia de Emissão .....	20
Dívida Interna .....	20
Títulos Prefixados .....	21
Títulos Remunerados a Índices de Preços .....	21
Títulos Remunerados pela Taxa Selic .....	21
Dívida Referenciada à Variação Cambial .....	22
Demais Atuações .....	22
Dívida Externa .....	23
2.3. Resultados Esperados .....	24
Estoque .....	25
Prazo Médio e Vida Média .....	25
Percentual Vincendo em 12 Meses .....	26
Composição da Dívida .....	26
Seção 3. Avaliação de Risco .....	27
Risco de Refinanciamento .....	27
Risco de Mercado .....	29
Risco de Estratégia .....	31
Seção 4: Considerações Finais .....	35
 <b>Gráficos e Tabelas</b>	
Gráfico 1. Vencimentos da DPMFi por Tipo de Rentabilidade .....	19
Gráfico 2. Vencimentos de Principal e Juros da DPFe .....	19
Gráfico 3. Concentração de Vencimento da DPF no Curto Prazo .....	27
Gráfico 4. Perfil de Vencimentos da DPF por Tipo de Rentabilidade .....	28
Gráfico 5. <i>Cashflow-at-risk</i> em 2005 e 2006 .....	29

Gráfico 6. Composição da DPF .....	29
Gráfico 7. Probabilidade de Aumento do Estoque da DPF e da DPMFi em 3% e 5% do PIB, Decorrente de Choques nos Juros e na Taxa de Câmbio .....	31
Gráfico 8. Descasamentos de Ativos e Passivos como Proporção do PIB .....	31
Gráfico 9. Prazo Médio das Emissões de Títulos Prefixados e Remunerados pela Taxa Selic ...	32
Gráfico 10. Estrutura de Vencimentos da DPMFi em Dezembro de 2005 .....	32
Gráfico 11. Composição das Emissões e dos Vencimentos da DPMFi .....	33
Gráfico 12. Simulação da Composição da DPMFi ao Final de 2006 .....	34
Gráfico 13. Captações Externas Brasileiras .....	34
Tabela 1. Vencimentos da DPF .....	18
Tabela 2. Necessidade de Financiamento do Governo Federal .....	20
Tabela 3. Vencimentos da DPFe em 2006/ 2007 .....	23
Tabela 4. Resultados da Dívida Pública Federal - DPF .....	24
Tabela 5. Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi .....	25
Tabela 6. <i>Stress test</i> para Juros e Câmbio .....	30
Tabela 7. Expectativas de Mercado Coletadas pela Pesquisa FOCUS .....	36

## Sumário Executivo

O objetivo da gestão da Dívida Pública Federal – DPF é **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 isso, em consonância com as condições de mercado, essa gestão observa as seguintes diretrizes gerais: alongamento do prazo médio da DPF e redução do percentual da DPF vencendo em 12 meses; substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada e vinculada a índices de preços; suavização do perfil do endividamento público externo; incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo; e ampliação da base de investidores domésticos e externos.

A estratégia de financiamento para 2006 admite diferentes possibilidades 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 a consequente coerência das respostas aos choques considerados.

O cenário básico é próximo das expectativas de mercado para 2006<sup>1</sup> e é a referência para a divulgação de estatísticas pontuais. Suas premissas são a ausência de choques externos ou domésticos significativos, com a manutenção das tendências atuais relativas à economia brasileira: crescimento da atividade econômica e expansão do setor externo, amparados na responsabilidade fiscal e inflação próxima a 4,5% ao ano, que abrem espaço para a queda da taxa de juros e a manutenção da trajetória favorável dos indicadores de solvência fiscal e externa. Cenários mais otimistas são também admitidos em vista dos prêmios de risco tipicamente incorporados nas projeções de juros domésticos futuros no horizonte de 12-36 meses ainda serem relativamente altos, quando comparados à convergência das expectativas de mercado na direção da manutenção do superávit primário, bom desempenho das contas externas, e baixa inflação; e da própria redução do prêmio na dívida externa para 300 pontos bases.

Outro elemento chave para a formulação das estratégias de gestão da dívida é o levantamento das necessidades de financiamento da DPF para o exercício de 2006. Os vencimentos da dívida do Governo Federal em mercado projetados para 2006<sup>2</sup> correspondem a cerca de R\$ 481,5 bilhões. Desse total, R\$ 451,4 bilhões são relativos à Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi e R\$ 30,1 bilhões, à Dívida Pública Federal externa – DPF<sub>e</sub>. Considerando esse volume de vencimentos e a disponibilidade de recursos orçamentários no valor de R\$ 62,1 bilhões, conclui-se que a necessidade líquida de financiamento do Governo Federal para 2006 é de R\$ 419,4 bilhões<sup>3</sup>.

1 De acordo com o Relatório de Mercado, divulgado pelo Banco Central.

2 Posição em 31/12/2005.

3 Se desconsiderarmos os vencimentos estimados de responsabilidade do Banco Central (R\$ 6,5 bilhões), apuramos a Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional, de R\$ 412,9 bilhões.

**Necessidade de Financiamento do Governo Federal**

		R\$ Bilhões
A	Vencimentos Estimados	<b>481.5</b>
	Tesouro Nacional	444.9
	<i>Dívida Interna</i>	
	<i>Dívida Externa</i>	30.1
	Banco Central	6.5
B	Recursos Orçamentários	<b>62.1</b>
C	Necessidade de Financiamento (A-B)	<b>419.4</b>

Posição em 31/12/2005.  
Fonte: STN/ CODIV

Além disso, a abertura do mercado da DPMFi a investidores estrangeiros tem se acelerado, com a expectativa de facilitar o alongamento dos prazos da dívida e reduzir a necessidade de emissão de títulos soberanos nos próximos períodos. O adiantado estado do programa de financiamento externo para 2006-2007, anunciado na segunda metade de 2005, por seu lado, sugere pouca dificuldade em se garantir rapidamente o completo financiamento dos compromissos externos de 2006 e antecipação de parte daqueles de 2007.

A luz desses fatores e em consonância com as diretrizes para a gestão da dívida pública, a estratégia de financiamento da DPMFi considera especificamente:

- Emitir títulos prefixados (LTN e NTN-F) em volumes e prazos que permitam aumentar a participação destes títulos na composição da dívida pública e o alongamento gradual do seu prazo médio de emissão.
- Aumentar o volume de emissão dos títulos referenciados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA (NTN-B), em resposta à reestruturação da demanda por títulos públicos que vem se esboçando.
- Efetuar resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic (LFT), com aumento dos seus prazos médios de emissão.
- Continuar a política adotada desde de 2003 de não emitir NTN-D.

A programação de financiamento da DPFe para o biênio 2006-2007 prevê a emissão de até US\$ 9,0 bilhões em títulos, que correspondem a cerca de 76% dos vencimentos de principal dos *Bradies* e Globais (emitidos a partir de 1995) e a dívida contratual com o Clube de Paris. Deste montante, o Tesouro já havia captado até o final de 2005 US\$ 3,5 bilhões, por meio de emissões soberanas, e comprado cerca de US\$ 5,65 bilhões em mercado. O total de US\$ 9,15 bilhões assim levantado representa cerca de 70% dos vencimentos de principal e encargos durante o ano de 2006, ou aproximadamente todo o vencimento de dívida externa até outubro.

A estratégia do Tesouro Nacional deve se traduzir em resultados quantitativos ao final de 2006, expressos por meio de limites indicativos superiores e inferiores para as principais estatísticas da DPF e da DPMFi, de acordo com os quadros a seguir, respectivamente. Por oportuno, cabe assinalar a incorporação de um novo indicador para a dívida pública, a **vida média**, como forma de facilitar

a comparação internacional, já que grande parte dos países utilizam esse conceito para expressar o risco de refinanciamento de suas dívidas. Ele difere do tradicional e mais conservador **prazo médio** utilizado pelo Tesouro Nacional, pelo fato de só considerar o pagamento do principal dos títulos e não dos seus cupons de juros.

#### Resultados da Dívida Pública Federal – DPF

Indicadores	dez/05	PAF-2006	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	1157,1	1280	1360
Prazo Médio (meses)	32,9	35	41
Vida Média (meses)*	56,3	60	70
% vincendo em 12 meses	38,2	28	33
<b>Composição do Estoque da DPF</b>			
Prefixado (%)	23,6	25	33
Índice de Preços (%)	13,1	16	22
Selic (%)	43,9	35	43
Câmbio (%)	17,6	11	15
TR e outros (%)	1,8	1	3

\* Essa estatística permite a comparação com os indicadores dos demais países, por ser calculada com a metodologia comumente empregada internacionalmente para tal índice.<sup>4</sup>

Fonte: STN/COGEP

#### Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi

Indicadores	dez/05	PAF-2006	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	979,7	1130	1200
Prazo Médio (meses)	27,4	30	35
Vida Média (meses)*	40,3	44	52
% vincendo em 12 meses	41,6	31	36
<b>Composição do Estoque da DPMFi</b>			
Prefixado (%)	27,9	28	37
Índice de Preços (%)	15,5	18	24
Selic (%)	51,8	39	48
Câmbio (%)	2,7	1	3
TR e outros (%)	2,2	2	4

\* Essa estatística permite a comparação com os indicadores dos demais países, por ser calculada com a metodologia comumente empregada internacionalmente para tal índice.

Fonte: STN/COGEP

Os intervalos projetados sinalizam a continuação da melhoria do conjunto de indicadores da DPF e da DPMFi, tanto no que toca à composição da dívida, quanto no que concerne aos seus prazos.

**A participação conjunta dos títulos prefixados e indexados a preços deverá superar os 50% da DPMFi e os 45% na DPF. Por outro lado, a participação dos títulos remunerados pela taxa Selic ao final de 2006 deverá ser inferior a 45% do estoque da DPMFi e abaixo de 40% da DPF, alterando de forma estrutural o balanço de risco da dívida pública brasileira. De fato, a tendência da**

<sup>4</sup> O prazo médio apresentado no PAF 2006 se aproxima do conceito de duration, pois esse indicador considera o valor presente de todos os fluxos de caixa (cupom de juros e principal). Já a vida média considera apenas os fluxos de principal.

estrutura de emissões da dívida pública na segunda metade de 2005 sugere que provavelmente a participação de títulos indexados à Selic deverá ser inferior a 40% da DPMFi ao final de 2006 (a emissão de LFT na segunda metade de 2005 correspondeu a apenas 25% do total das emissões da DPMFi no período). Finalmente, a participação de títulos ligados ao câmbio continuará diminuindo de forma gradual em 2006. Ao final do ano, ela representará apenas 2% da DPMFi e, considerando-se a DPFe, apenas 1/3 da sua participação na DPF em relação ao final de 2003.

A maior participação dos títulos prefixados e indexados a índices de preços diminuirá ainda mais a sensibilidade da DPF a variações cambiais e a taxas de juros de curto prazo—**reduzindo, assim, o risco de mercado da dívida pública brasileira**. Segundo a chamada “análise de *stress*”, um choque de proporções extremas e substancial persistência (i.e., pelo menos um ano) naquelas variáveis elevaria o estoque da DPF existente em dezembro de 2005 em R\$ 113,03 bilhões, considerando uma composição da DPF equivalente ao ponto médio dos limites indicativos no PAF-2006. Por outro lado, se a estrutura da dívida fosse aquela existente ao final de 2002, esse impacto seria R\$ 331,83 bilhões, ou seja, mais de três vezes maior. A redução da sensibilidade da DPF a cenários de *stress* reduziu-se, portanto, em quase 65%. A sensibilidade da DPMFi reduziu-se, por seu lado, em mais de 75%, tendo o impacto de um cenário de *stress* caído de R\$ 161,1 bilhões para R\$ 36,9 bilhões. Ambas reduções tendem a se traduzir em uma diminuição no prêmio de risco associado ao estoque da DPF e ao custo de emissão dessa dívida.

#### Teste de *Stress* para Juros e Câmbio

Indexador	Participação no total da DPF (%)					Impacto <i>Stress</i> (R\$ Bilhões)				
	2002	2003	2004	2005	2006*	2002	2003	2004	2005	2006
Selic	42,4	46,5	45,7	43,9	39,0	29,63	32,49	31,91	30,68	27,25
Câmbio	45,8	32,4	24,2	17,6	13,0	302,20	213,92	159,67	116,13	85,78
<b>Total</b>	<b>88,2</b>	<b>78,9</b>	<b>69,9</b>	<b>61,5</b>	<b>52,0</b>	<b>331,83</b>	<b>246,40</b>	<b>191,59</b>	<b>146,81</b>	<b>113,03</b>

Indexador	Participação no total da DPMFi (%)					Impacto <i>Stress</i> (R\$ Bilhões)				
	2002	2003	2004	2005	2006*	2002	2003	2004	2005	2006
Selic	60,8	61,4	57,2	51,8	43,5	35,97	36,32	33,86	30,68	25,74
Câmbio	22,4	10,8	5,1	2,7	2,0	125,13	60,11	28,71	15,08	11,17
<b>Total</b>	<b>83,2</b>	<b>72,2</b>	<b>62,4</b>	<b>54,5</b>	<b>45,5</b>	<b>161,11</b>	<b>96,43</b>	<b>62,57</b>	<b>45,76</b>	<b>36,91</b>

\* A composição da DPF e da DPMFi para o ano de 2006 corresponde ao ponto médio dos limites indicativos do PAF/2006.  
Fonte: STN/COGEP.

A extensão do prazo e da vida média da DPF implicará, por seu lado, na **redução do risco de refinanciamento**, com diminuição do percentual da dívida vencendo em 12 meses. Especificamente, o percentual da DPMFi vencendo em 12 meses poderá se reduzir para até 31% do seu estoque. Concorrerão, ainda, para a diminuição do risco de financiamento, a melhora da composição da dívida, que diminui a volatilidade dos vencimentos; a manutenção de saldos confortáveis de liquidez (reservas do Tesouro Nacional disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF); e a continuidade da prática de se realizarem resgates antecipados ou de trocas de títulos de curto por outros de prazos maiores. A análise do *Cashflow-at-risk* - CfaR<sup>5</sup>, por exemplo, aponta para redução da volatilidade dos fluxos de caixa, principalmente devido ao aumento da participação de títulos prefixados (LTN e NTN-F) no estoque da DPF.

5 O Cash-flow at risk - CfaR mede, com base em modelos estocásticos, o máximo desvio de determinado fluxo de caixa, dado um certo nível de risco e em função da composição da dívida e parâmetros de variáveis macroeconômicas.

Finalmente, o PAF pela primeira vez apresenta uma análise do **risco de estratégia**—ou seja o risco para o cumprimento das metas, **que se mostra pequeno**. Isso é ilustrado, por exemplo, pela observação de que a desejada redução da participação das LFT na dívida pública deve se dar de forma natural, considerando-se, como já assinalado no PAF-2005, o volume desses títulos vencendo em 2006, assim como o padrão de emissões observado em 2005. De fato, a redução da oferta de LFT nos leilões primários na segunda metade de 2005 (e.g., 54% das emissões no período julho-dezembro 2005 corresponderam a LTN, enquanto a proporção de LFT no volume de títulos públicos federais leiloados em dezembro de 2005 foi de pouco mais de 3%), resulta em que a simples projeção desse padrão de emissões para 2006 implicaria em reduzir de forma “mecânica” a proporção das LFT no estoque da DPMFi para 45% até o final desse ano. A perspectiva de uma evolução favorável das condições financeiras em 2006 sugere que essa transformação pela redução da participação das LFT na DPMFi, poderá ter, com razoável probabilidade, uma amplitude ainda maior, dando plena expressão ao desdobramento natural da estratégia que vem sendo anunciada e implementada pelo Tesouro Nacional desde 2003.

## **Introdução**

O Plano Anual de Financiamento – PAF - do Tesouro Nacional consolidou-se como o principal instrumento para a divulgação das metas, premissas e prioridades da administração da Dívida Pública Federal - DPF. Este documento traz à sociedade informações sobre o planejamento de curto, médio e longo prazos para o gerenciamento do endividamento público, garantindo maior previsibilidade quanto ao comportamento dos seus indicadores.

O PAF 2006 apresenta a estratégia de financiamento e, também, os resultados esperados para os principais indicadores da DPF ao final do ano. Destaca-se ainda a apresentação de uma análise dos riscos aos quais a DPF está exposta, bem como das principais ações tomadas para sua minimização.

Este documento é composto por 4 seções, além desta introdução. A Seção 1 expõe os objetivos e diretrizes que orientam a gestão da DPF e apresenta os diferentes cenários macroeconômicos utilizados pelo Tesouro Nacional na elaboração da estratégia de financiamento para 2006.

A Seção 2 apresenta, em primeiro lugar, as Necessidades de Financiamento do Governo Federal para o exercício de 2006. Em seguida, aborda a estratégia de emissão, em linha com as diretrizes e objetivos estabelecidos no próprio PAF. Por fim, apresentam-se os resultados esperados para os principais indicadores da DPF. Estes são expressos na forma de intervalos dentro dos quais os principais parâmetros da dívida pública devem se encontrar no final do ano.

A Seção 3 realiza uma avaliação da evolução esperada dos riscos associados à DPF, incluindo a análise dos riscos de refinanciamento e financeiro à luz das mudanças esperadas na composição da dívida pública e de seus vencimentos apresentadas na Seção 2. A Seção 3 demonstra ainda a margem de risco associada ao cumprimento das metas do PAF, que são hoje bastante confortáveis, visto refletirem o desdobramento da estratégia que vem sendo desenvolvida pelo Tesouro Nacional desde 2003.

A Seção 4 apresenta algumas considerações finais, inclusive como o PAF-2006 se insere no âmbito do ano eleitoral, e os contrastes entre as expectativas e o quadro macroeconômico no corrente ano e em 2002.

## Seção 1: Planejamento da Dívida Pública

O Plano Anual de Financiamento - PAF baseia-se em um amplo conjunto de informações que norteiam o planejamento estratégico da Dívida Pública Federal – DPF, à luz dos objetivos e diretrizes para a condução do endividamento público brasileiro. Essas informações permitem o delineamento de cenários prospectivos e a elaboração das correspondentes alternativas para a estratégia de financiamento nos mercados doméstico e internacional.

### 1.1. Objetivo e Diretrizes da DPF

O objetivo da gestão da Dívida Pública Federal – DPF, nela consideradas as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal, é **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.**

As diretrizes que norteiam a gestão da DPF, em consonância com 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, o que contribui para reduzir o risco de refinanciamento;
- substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços, que, entre outros aspectos, diminui a volatilidade dos volumes de vencimento;
- suavização do perfil do endividamento público externo;
- incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo; e
- ampliação da base de investidores domésticos e externos.

“... minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco ...”

### 1.2. Cenários

A formulação da estratégia de financiamento para 2006 incorpora diferentes possibilidades de emissão, desenvolvidas a partir da análise de cenários alternativos, que sugerem os limites superiores e inferiores para os indicadores da dívida. A principal hipótese adotada na elaboração desses cenários foi a manutenção, em todos os cenários, das diretrizes atuais de política econômica, com as correspondentes implicações para respostas a distintos choques.

O cenário básico é próximo das expectativas de mercado para 2006<sup>6</sup> e é a referência para a divulgação de estatísticas pontuais. Suas premissas são a

<sup>6</sup> De acordo com o Relatório de Mercado divulgado pelo Banco Central do Brasil.

ausência de choques externos ou domésticos significativos, com a manutenção das tendências atuais relativas à economia brasileira, i.e., continuação do desenvolvimento econômico e expansão do setor externo, manutenção da política fiscal e convergência da trajetória da inflação a uma meta oficial mais baixa, queda gradual, embora não necessariamente contínua, da taxa de juros, e manutenção da trajetória favorável dos indicadores de solvência fiscal e externa.

As projeções de mercado apontam, em particular, para a expectativa do prosseguimento da redução da relação dívida líquida do setor público consolidado/PIB, compatível com a queda dessa relação para menos de 40% até 2010. Além disso, as expectativas de mercado convergem de maneira muito segura para taxas de inflação abaixo de 5% nos próximos anos. De fato, o desvio padrão do conjunto das expectativas divulgadas pelo Banco Central é de menos de 0,5%, compatível com uma grande convergência de expectativas. A curva de juros futuros, assim como as expectativas coletadas, também apontam para um declínio da Selic.

Esse conjunto de fatores respalda alguns cenários mais otimistas, que consideram hipóteses envolvendo uma maior amplitude na trajetória de queda da taxa de juros domésticos, observado ainda um quadro externo benigno, uma trajetória de crescimento sustentado com ausência de pressões inflacionárias, e a invariável confirmação das políticas econômicas no horizonte de médio prazo. Por outro lado, também foram considerados cenários incorporando riscos negativos no cenário externo que podem afetar o volume de liquidez internacional e, por conseguinte, o fluxo de capitais para o país, assim como especificidades que emergem em um ano eleitoral. Os limites indicativos para as estatísticas da dívida em 2006 não consideram, contudo, cenários com fortes choques ou situações de *stress*.

## Seção 2: Plano de Financiamento 2006

Nessa seção, apresentam-se metas quantitativas para a Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi<sup>7</sup> e a Dívida Pública Federal – DPF<sup>8</sup>, decorrentes das estratégias de financiamento doméstico e externo, e dos pressupostos que as determinam.

### 2.1. Pressupostos e Necessidade de Financiamento

As necessidades de financiamento da DPF para o exercício de 2006 refletem, em primeiro lugar, os vencimentos da dívida do Governo Federal em mercado projetados para 2006. Esses vencimentos correspondem a cerca de R\$ 481,5 bilhões (Tabela 1). Desse total, R\$ 451,4 bilhões são relativos à Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi e R\$ 30,1 bilhões, à Dívida Pública Federal externa – DPFe. Assinale-se que aproximadamente R\$ 6,5 bilhões dos vencimentos da DPMFi são de responsabilidade do Banco Central (exclusivamente NBCE)<sup>9</sup>.

**Tabela 1. Vencimentos da DPF**

R\$ Milhões

Mês	DPMFi	DPFe	DPF
jan/06	56.236,50	5.334,23	61.570,73
fev/06	14.366,63	1.616,36	15.983,00
mar/06	27.607,05	2.382,58	29.989,63
abr/06	62.512,06	3.843,28	66.355,34
mai/06	41.578,02	783,48	42.361,49
jun/06	42.627,79	2.649,61	45.277,40
jul/06	49.753,40	1.821,79	51.575,19
ago/06	17.818,74	1.203,27	19.022,01
set/06	14.904,91	1.503,00	16.407,91
out/06	51.711,45	3.166,68	54.878,13
nov/06	44.938,10	3.020,57	47.958,67
dez/06	27.393,66	2.763,30	30.156,97
<b>Total</b>	<b>451.448,31</b>	<b>30.088,16</b>	<b>481.536,47</b>

Posição em 31/12/2005.

Fonte: STN/ CODIV

Aproximadamente 35% dos vencimentos da DPMFi em 2006 correspondem a títulos prefixados, que se realizam sempre no começo dos trimestres (Gráfico 1). O restante se divide em 58% correspondentes a títulos indexados a juros (Selic, TR e TJLP), 3% referentes a títulos remunerados pela variação

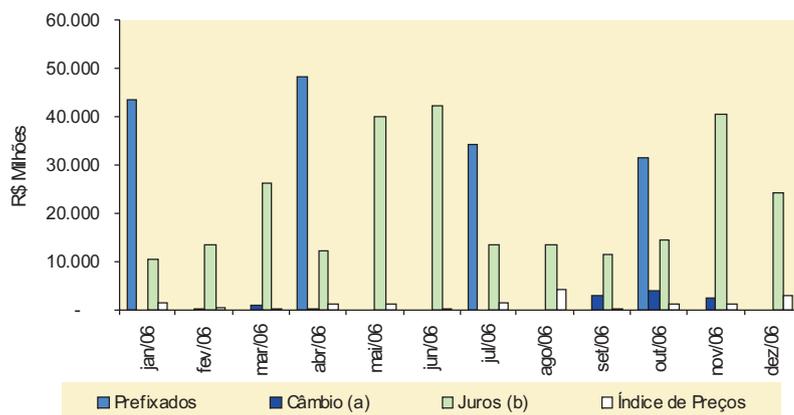
7 A DPMFi inclui todos os títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, em circulação no mercado, emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central (NBCE).

8 A DPF corresponde à consolidação da DPMFi com a Dívida Pública Federal externa – DPFe. Essa última é composta pelas dívidas mobiliárias reestruturada (Bradies), pelos novos bônus (Globais e Euros, dentre outros) e pela Dívida Contratual Externa (BID/BIRD, Clube de Paris e Agências Governamentais).

9 Essas NBC-E, que vencem todas em 2006, representam o estoque remanescente dos títulos do Banco Central em mercado, emitidas anteriormente a maio de 2002 quando, por determinação da Lei de Responsabilidade Fiscal, o Banco Central foi proibido de emitir títulos de sua responsabilidade em mercado.

cambial e 4% correspondentes a títulos remunerados por índices de preços que, devido ao prazo médio de emissão mais longo, tendem a ter vencimentos inferiores à sua participação no estoque da dívida pública.

**Gráfico 1. Vencimentos da DPMFi por Tipo de Rentabilidade**



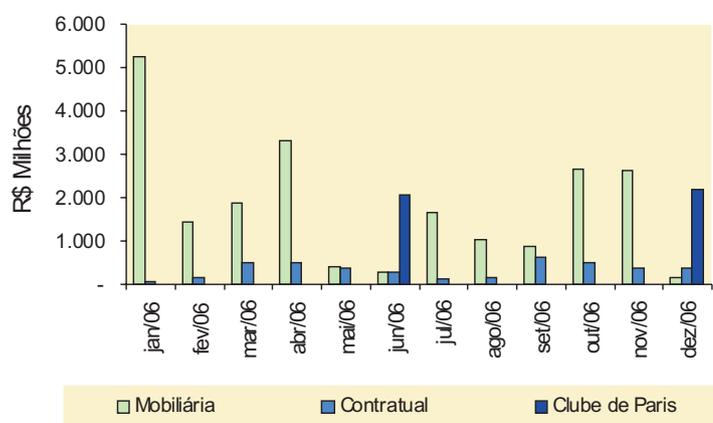
(a) Títulos de Emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central (NBCE)

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

Fonte: STN/CODIV

Os vencimentos da dívida externa correspondem principalmente aos US\$ 9,37 bilhões referentes à dívida mobiliária, estimados em R\$ 21,71 bilhões, dos quais R\$ 8,95 bilhões relativos a principal e R\$ 12,76 bilhões a juros. Outros US\$ 3,56 bilhões correspondem aos pagamentos da dívida contratual (incluindo US\$ 1,81 bilhão no âmbito do Clube de Paris), com valor estimado de R\$ 8,38 bilhões, dos quais R\$ 6,83 bilhões de principal e R\$ 1,54 bilhão de juros. A maior parte desses vencimentos ocorre no primeiro semestre (Gráfico 2).

**Gráfico 2. Vencimentos de Principal e Juros da DPFe**



Fonte: STN/CODIV

Ressalte-se que, do total de vencimentos da DPFe, o Tesouro já efetuou a compra antecipada de dólares no montante de US\$ 5,65 bilhões, além de ter realizado captações, por meio de emissões soberanas, no valor de US\$ 3,5 bilhões, a título de pré-financiamento do biênio 2006/07. O total de US\$ 9,15 bilhões assim levantado representa cerca de 70% dos vencimentos de prin-

cial e encargos durante o ano de 2006, ou aproximadamente todo o vencimento de dívida externa até outubro.

Para fazer face aos vencimentos da DPF, projeta-se a utilização de recursos provenientes de fontes orçamentárias no valor de R\$ 62,1 bilhões, resultando na necessidade líquida de financiamento do Governo Federal de R\$ 419,4 bilhões (Tabela 2), aí incluídos os R\$ 6,5 bilhões de títulos remanescentes do Banco Central.

**Tabela 2. Necessidade de Financiamento do Governo Federal**

		R\$ Bilhões
A	Vencimentos Estimados	<b>481.5</b>
	Tesouro Nacional <i>Dívida Interna</i>	444.9
	<i>Dívida Externa</i>	30.1
	Banco Central	6.5
B	Recursos Orçamentários	<b>62.1</b>
C	Necessidade de Financiamento (A-B)	<b>419.4</b>

Posição em 31/12/2005.  
Fonte: STN/CODIV

A evolução do estoque e composição da dívida em 2006 considera, ainda, a expectativa de securitização de até R\$ 13,0 bilhões<sup>10</sup> em passivos contingentes, compostos basicamente por CVS<sup>11</sup>. Também são levados em conta os possíveis impactos nas estatísticas da DPF oriundos das ações do Banco Central no âmbito das políticas monetária e cambial, em operações de mercado aberto e na compra de moeda estrangeira para a administração das reservas internacionais.

## 2.2. Estratégia de Emissão

### Dívida Interna

A estratégia de emissão visa o aumento da participação de títulos prefixados e remunerados a índices de preços, com correspondente redução da participação dos títulos remunerados pela SELIC e pelo câmbio.

Paralelamente, a estratégia procura incentivar o desenvolvimento de curvas de juros prefixada e de índices de preços, fundamentais para o desenvolvimento do mercado desses títulos, em particular, e do mercado de capitais, de forma mais geral. Nesse sentido, o Tesouro Nacional poderá atuar, em momentos de volatilidade mais acentuada, por meio de operações de compra e venda simultânea de títulos públicos, com o objetivo primordial de propiciar parâmetros de preços ao mercado de renda fixa.

<sup>10</sup> Valor previsto para o ano de 2006 na Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO, em seu anexo de riscos fiscais.

<sup>11</sup> 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.

O Tesouro Nacional também dará continuidade ao processo de interlocução com os diversos segmentos representativos do mercado financeiro e a outras iniciativas com vistas à ampliação da base de investidores e a assegurar a mais adequada oferta de títulos públicos.

### **Títulos Prefixados**

As emissões de títulos prefixados (LTN e NTN-F) visarão aumentar a participação destes títulos na composição da dívida pública e alongar seu prazo médio. Para tanto, o Tesouro Nacional deverá aumentar o volume proporcional ofertado de títulos mais longos (incluindo NTN-F).

Atualmente, o Tesouro Nacional vem ofertando LTN com prazos de 6, 18 e 30 meses, sempre em processo de reoferta. Ao longo de 2006, espera-se consolidar os principais pontos de referência (benchmark) entre 6 meses e três anos. Para prazos mais longos, permanecerão as ofertas de NTN F, que continuam tendo papel importante no aumento do prazo médio de emissão dos títulos prefixados, mantendo-se inicialmente os vencimentos de 2010 e 2012, porém, abrindo-se a possibilidade de criação de novos pontos ao longo do ano, à medida que a LTN mais longa tenha duração próxima àquela verificada na NTN-F mais curta.

### **Títulos Remunerados a Índices de Preços**

Em tandem com a consolidação das perspectivas benignas para as curvas de juros de médio e longo prazo, os títulos referenciados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA deverão ter maior volume de emissão em 2006. Devem-se, em princípio, manter os prazos e datas de vencimento existentes ao final de 2005, sem que se exclua liminarmente a hipótese de se introduzirem novos prazos de vencimento, na medida que se mostrarem importantes para auxiliar a consolidação da curva de juros de médio e longo prazos.

Deve-se, também, manter a 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. Continuar-se-á a aceitar também, 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 DPF.

### **Títulos Remunerados pela Taxa Selic**

Estão previstos resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic (LFT), a par com o aumento dos prazos médios de emissão desses títulos. Essa estratégia ajudará a reduzir o risco de refinanciamento do Tesouro Nacional no mercado doméstico e a composição da DPF.

“... títulos referenciados ao IPCA deverão ter maior volume de emissão...”

“... resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic...”

### **Dívida Referenciada à Variação Cambial**

A exemplo do que vem ocorrendo desde 2003, não se contempla a emissão de NTN-D pelo Tesouro Nacional em 2006. Não obstante, o Banco Central, no âmbito das políticas monetária e cambial, continuará a poder utilizar os instrumentos de derivativos cambiais autorizados, de acordo com as necessidades de mercado.

### **Demais Atuações**

Para reduzir a concentração de vencimentos, o Tesouro Nacional prevê a continuação das operações de resgate antecipado de títulos de curto prazo, bem como operações de permuta de títulos de curto prazo por papéis mais longos.

Continuarão a ser realizados resgates antecipados de NTN-B e NTN-C, assim como de cupons de juros de NTN-B, com o objetivo de aumentar a liquidez no mercado secundário desses títulos. Além disso, continuarão a ser realizadas operações de permuta de NTN-F por LTN com a mesma data de vencimento.

O Tesouro Nacional pretende, ainda, dar continuidade à política de organização das datas de vencimentos dos novos títulos, obedecendo às seguintes regras:

- títulos prefixados:
  - LTN - vencimento no dia primeiro dos meses de janeiro, abril, julho e outubro (primeiro mês de cada trimestre);
  - NTN-F - vencimento somente no primeiro dia do ano;
- títulos remunerados por índices de preços - NTN-B: vencimento de principal no mês de maio para os títulos com vencimento em anos ímpares, com pagamentos de cupom em maio e novembro; vencimento de principal no mês de agosto para aqueles com vencimento em anos pares, com pagamentos de cupom em fevereiro e agosto. Essa combinação possibilita um fluxo trimestral de pagamentos, pela associação de NTN-B com vencimentos em anos pares e ímpares;
- títulos remunerados à taxa Selic – LFT: vencimento no terceiro mês de cada trimestre, com prazos mínimos de vencimento em 2009.

O Tesouro Nacional continuará também agindo no campo institucional, com o objetivo de ampliar a base de investidores e a liquidez do mercado secundário da dívida pública. Nesse sentido, o Tesouro continuará, por exemplo, contando com a parceria do Banco Central para a ampliação do uso, por parte dos fundos de investimento dos índices de referência (*benchmarks*) desenvolvidos pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro – ANDIMA. Espera-se também o aprofundamento do diálogo com os fundos de pensão para acelerar a disseminação do uso dos referidos índices por esse setor.

O trabalho desenvolvido com o setor privado para a divulgação no exterior do mercado financeiro doméstico brasileiro, assim como para o seu aprimoramento, também deverá prosseguir no âmbito do *Brazil Excellence in Securities Transactions* - BEST e de outras iniciativas institucionais. A coordenação com agências do Governo, com vistas a facilitar e diminuir os custos da participação de investidores estrangeiros no mercado doméstico de títulos públicos deverá se tornar cada vez mais proeminente. Além disso, as atividades da Gerência de Relacionamento com Investidores — considerado por instituições internacionais<sup>12</sup> como fator importante para classificar o Brasil como o País emergente com a relação mais transparente com o mercado — deverão ser ampliadas e o acesso aos seus quadros ainda mais facilitado.

### Dívida Externa

Nesse segundo ano de administração integrada da dívida interna e externa pelo Tesouro Nacional, continuar-se-á a aproveitar as sinergias decorrentes da gestão integrada de ativos e passivos do Governo Federal. Nesse sentido, além das diretrizes gerais para a DPF, a gestão da Dívida Pública Federal Externa – DPFe observa algumas diretrizes específicas, apresentadas a seguir:

- criação de títulos de referência líquidos (*benchmarks*) nos principais mercados de títulos emergentes;
- manutenção de relacionamento transparente com a comunidade financeira internacional; e
- redução da exposição externa da República, em linha com a programação de emissões para 2006-2007.

A programação de financiamento externo para o biênio 2006-2007 prevê a emissão de até US\$ 9,0 bilhões em títulos, o que significa refinanciamento de aproximadamente 76% dos vencimentos de principal de *Bradies*, novos bônus e da dívida contratual com o Clube de Paris, os quais totalizam US\$ 11,8 bilhões (Tabela 3).

“...gestão integrada de ativos e passivos do Governo Federal.”

**Tabela 3. Vencimentos da DPFe em 2006/ 2007**

		US\$ Bilhões		
		2006	2007	Total
Bradies/ Novas Emissões/	<b>Principal</b>	5,8	6,0	11,8
	<b>Juros</b>	6,3	6,1	12,4
	<b>Total</b>	12,1	12,1	24,2
Dívida Externa Total	<b>Principal</b>	6,8	7,2	14,0
	<b>Juros</b>	6,8	6,7	13,5
	<b>Total</b>	13,6	13,9	27,5

Fonte: STN/CODIV

<sup>12</sup> Segundo o estudo “*Investor Relations: An Approach to Effective Communication and Enhanced Transparency – 2005 Assessment of Key Borrowing Countries*”, publicado em novembro de 2005, pelo *Institute of International Finance - IIF*.

A administração da DPFe continuará em 2006 a ser realizada ao amparo da Resolução nº 20/2004, do Senado Federal. Esta Resolução autoriza operações de resgate antecipado, de permuta de títulos e utilização de derivativos para o gerenciamento da DPFe.

### 2.3. Resultados Esperados

A exemplo dos anos anteriores, os resultados esperados estão expressos por limites inferiores e superiores para as principais estatísticas da Dívida Pública Federal – DPF e da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi (Tabelas 4 e 5). No entendimento do Tesouro Nacional, essa forma de apresentação é superior à simples apresentação de estimativas pontuais, porque fornece um referencial da extensão das respostas do Tesouro Nacional a eventuais choques ou mudanças de mercado. Obtem-se assim um equilíbrio entre transparência e flexibilidade de reação, que é crucial para a gestão eficiente da dívida pública brasileira.

**Tabela 4. Resultados da Dívida Pública Federal - DPF**

Indicadores	dez/05	PAF-2006	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	1157,1	1280	1360
Prazo Médio (meses)	32,9	35	41
Vida Média (meses) *	56,3	60	70
% vincendo em 12 meses	38,2	28	33
<b>Composição do Estoque da DPF</b>			
Prefixado (%)	23,6	25	33
Índice de Preços (%)	13,1	16	22
Selic (%)	43,9	35	43
Câmbio (%)	17,6	11	15
TR e outros (%)	1,8	1	3

\* Essa estatística permite a comparação com os indicadores dos demais países, por ser calculada com a metodologia comumente empregada internacionalmente para tais índices.<sup>13</sup>

Fonte: STN/COGEP

<sup>13</sup> O prazo médio apresentado no PAF 2006 se aproxima do conceito de *duration*, pois esse indicador considera o valor presente de todos os fluxos de caixa (cupom de juros e principal). Já a vida média considera apenas os fluxos de principal.

**Tabela 5. Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi**

Indicadores	dez/05	PAF-2006	
		Mínimo	Máximo
<b>Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)</b>	979,7	1130	1200
<b>Prazo Médio (meses)</b>	27,4	30	35
<b>Vida Média (meses)*</b>	40,3	44	52
<b>% vincendo em 12 meses</b>	41,6	31	36
<b>Composição do Estoque da DPMFi</b>			
<b>Prefixado (%)</b>	27,9	28	37
<b>Índice de Preços (%)</b>	15,5	18	24
<b>Selic (%)</b>	51,8	39	48
<b>Câmbio (%)</b>	2,7	1	3
<b>TR e outros (%)</b>	2,2	2	4

\* Essa estatística permite a comparação com os indicadores dos demais países, por ser calculada com a metodologia comumente empregada internacionalmente para tais índices.

Fonte: STN/COGEP

Os intervalos projetados implicam em melhoras em todos os indicadores da DPF e da DPMFi. Projeta-se alongamento do prazo médio da dívida e redução do percentual vincendo em 12 meses. Além disso, a proporção de títulos prefixados e dos remunerados a índices de preços no total da dívida deve continuar aumentando, com queda na proporção dos títulos remunerados à taxa Selic e ao câmbio.

### Estoque

O estoque da DPF deve situar-se entre R\$ 1,28 e R\$ 1,36 trilhão, após alcançar R\$ 1,16 trilhão em dezembro de 2005. Para a DPMFi, o valor projetado situa-se entre R\$ 1,13 trilhão e R\$ 1,20 trilhão, contra R\$ 979,7 bilhões ao final de 2005.

O crescimento projetado para o estoque de 2006 excede a simples necessidade de financiamento, refletindo a criação de reservas em moeda local e em divisas pelo Tesouro, assim como a transformação da liquidez de mercado, inclusive por operações de venda definitiva de títulos do Tesouro Nacional pelo Banco Central.

### Prazo Médio e Vida Média

O prazo médio do estoque da DPF situava-se em 32,9 meses em dezembro de 2005. Em 2006, deverá haver aumento nesse indicador, passando para valores entre 35 e 41 meses, ao final do ano. Na DPMFi, busca-se o alongamento desse indicador para um valor entre 30 e 35 meses ao final de 2006, contra um prazo médio de 27,4 meses ao final de 2005.

O impacto da emissão de títulos de longo prazo indexados ao nível de preços é particularmente forte na estatística de vida média, onde são computados apenas os vencimentos de principal, visto que os cupons de juros nesses

“...melhoras em todos os indicadores da DPF e da DPMFi.”

títulos são significativos. A vida média da DPF deve se alongar para uma faixa entre 60 e 70 meses ao final de 2006. A estatística equivalente para a DPMFi seria de 44 e 52 meses.

### **Percentual Vencendo em 12 Meses**

As projeções para 2006 em relação ao percentual vencendo em 12 meses refletem esforços para a desconcentração de vencimentos do curtíssimo prazo, tanto para a DPF quanto para a DPMFi. O limite superior para essa meta aponta para uma queda da proporção da dívida vencendo em 12 meses ao longo do ano. Especificamente, o percentual da DPF vencendo em 12 meses deve se reduzir de 38,2% em dezembro de 2005, para um número entre 28% e 33% no final de 2006, enquanto o mesmo percentual para a DPMFi deverá cair de 41,6% para uma faixa entre 31% e 36% no final de 2006.

A expectativa de elevação do prazo médio da dívida e de redução do percentual de vencimentos em 12 meses conta parcialmente com a consolidação de diversas medidas que buscam o desenvolvimento do mercado de títulos públicos de longo prazo, como a diversificação na base de investidores, a abertura do mercado de capitais aos não-residentes e a consolidação de pontos de referência (*benchmarks*) para a curva de prefixados.

### **Composição da Dívida**

Na DPF, a participação dos prefixados na dívida deve ficar entre 25% e 33% em dezembro de 2006, contra uma participação de 23,6% ao final de 2005. Na DPMFi, a faixa situa-se entre 28% e 37% do total dessa dívida, contra os 27,9% observados em dezembro de 2005 e de 16,1% observados ao final de 2004.

A participação dos títulos remunerados a índices de preços na DPF deverá situar-se, ao final de 2006, entre 16% e 22%, contra 13,1% ao final de 2005. A participação relativa desses títulos na DPMFi, deverá se situar entre 18% e 24%, após fechar 2005 em 15,5% do total.

A parcela de dívida com variação cambial deverá se situar entre 11% e 15% da DPF e entre 1% e 3% da DPMFi, contra 17,6% e 2,7%, respectivamente, no final de 2005. A proporção de títulos referenciados à variação cambial na DPMFi vem sendo sistematicamente reduzida, após ter atingido 28,6% em dezembro de 2001<sup>14</sup>.

Vencida a questão da dívida cambial, o Tesouro Nacional intensificará a redução dos títulos remunerados pela taxa Selic. A participação desses títulos deve ficar entre 35% e 43% da DPF e entre 39% e 48% da DPMFi, contra 43,9% da DPF e 51,8% da DPMFi em dezembro de 2005.

“...o Tesouro Nacional intensificará a redução dos títulos remunerados pela taxa Selic.”

<sup>14</sup> Em 2002, o aumento da exposição cambial do Governo Federal deu-se principalmente através dos swaps do Banco Central.

### Seção 3. Avaliação de Risco

A administração da exposição a riscos é uma preocupação central no planejamento estratégico da dívida pública. As metas estabelecidas no PAF 2006 sinalizam melhoras nos indicadores de risco de refinanciamento e financeiro associados à DPF.

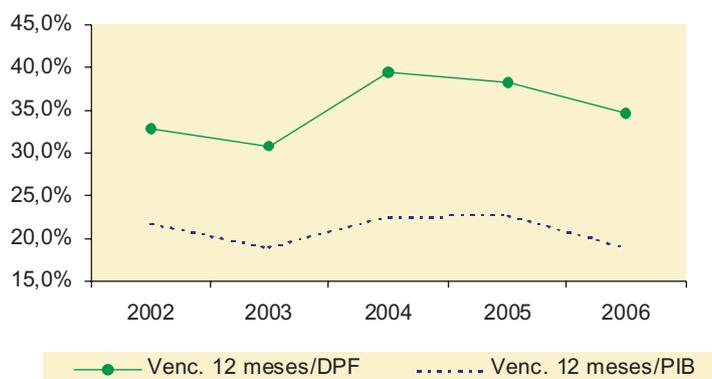
O **risco de refinanciamento** se relaciona com a possibilidade de o Tesouro Nacional ter que suportar elevados custos para se financiar no curto prazo ou, no limite, não conseguir captar os recursos necessários para honrar os vencimentos de sua dívida. Tal risco está associado ao perfil de vencimentos, descontadas as disponibilidades de recursos em caixa, e com a sensibilidade dos fluxos financeiros da dívida pública a choques nas variáveis econômicas que os determinam. A avaliação desse risco utiliza indicadores como o percentual vincendo e medidas de volatilidade dos pagamentos esperados, capturadas, por exemplo, pela técnica de *Cashflow-at-risk* (CfaR).

O **risco de mercado**, por sua vez, associa-se a variações no preço dos títulos públicos em função das mudanças nas taxas de juros de curto prazo, de câmbio, de inflação ou na estrutura a termo das taxas de juros. Como cada tipo de título do Tesouro Nacional reage a variações nesses fatores de uma maneira particular, a composição da dívida pública revela-se um dos parâmetros mais relevantes para a administração do risco de mercado.

#### Risco de Refinanciamento

Após ter aumentado em 2004, a proporção da DPF vencendo em 12 meses caiu em 2005. Essa proporção está prevista para continuar caindo em 2006, assim como o volume de vencimentos como proporção do PIB (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Concentração de Vencimento da DPF no Curto Prazo**



Fonte: STN/COGEP

A manutenção de saldos confortáveis de colchão de liquidez<sup>15</sup> é um importante fator de redução do risco de refinanciamento. As práticas de resgates antecipados e de trocas de títulos de curto por outros de prazos maiores

<sup>15</sup> Recursos orçamentários disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF.

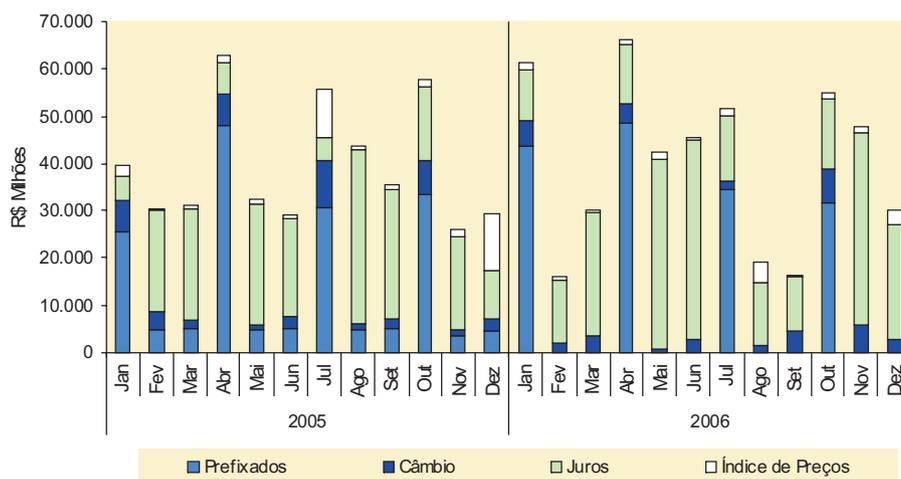
reduzem o montante a ser resgatado em meses com elevado vencimento de títulos, suavizando os pagamentos devidos pelo Tesouro e o correspondente risco de refinanciamento.

O risco de refinanciamento da Dívida Pública Federal externa - DPFe também deve cair em 2006, na esteira do pré-financiamento de parte substancial dos compromissos externos de 2006.<sup>16</sup> Além disso, o processo de recomposição de reservas internacionais pelo Banco Central, que permitiu que se triplicasse o valor de reservas líquidas próprias (i.e., excluindo os montantes emprestados do FMI), também vem mitigando esse risco.

A volatilidade do valor dos vencimentos também vem diminuindo gradualmente. Este resultado é capturado pela estatística de *Cashflow-at-risk* - CfaR, que mede a magnitude dos desvios no valor dos vencimentos da dívida, decorrentes de choques estocásticos sobre juros, câmbio e inflação, associada a um determinado nível de risco de realização desses choques.<sup>17</sup> Verifica-se que a evolução do perfil (incluindo composição) dos vencimentos da DPF de 2005 para 2006 (Gráfico 4) resulta na queda desses desvios, ou seja na volatilidade média dos fluxos de pagamento da DPF (Gráfico 5).

“...pré-financiamento de parte substancial dos compromissos externos de 2006.”

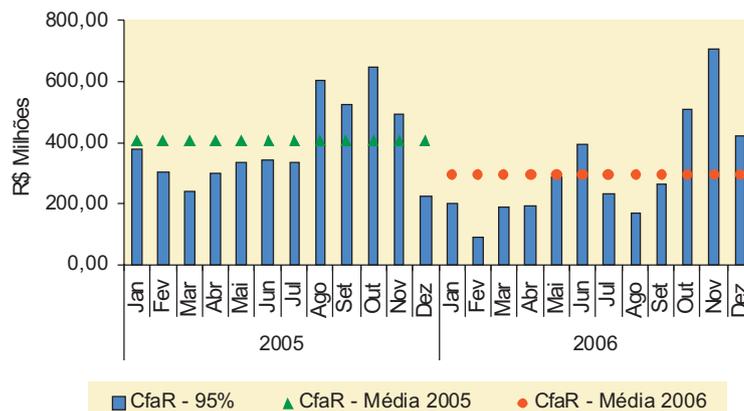
**Gráfico 4. Perfil de Vencimentos da DPF por Tipo de Rentabilidade**



Fonte: STN/COGEP

<sup>16</sup> Como observado anteriormente, o Tesouro Nacional emitiu em 2005 US\$ 3,5 bilhões por conta do programa de captações 2006/2007, além de já haver efetuado compra antecipada de dólares para amortização de vencimentos da DPFe em 2006 no montante de US\$ 5,6 bilhões.

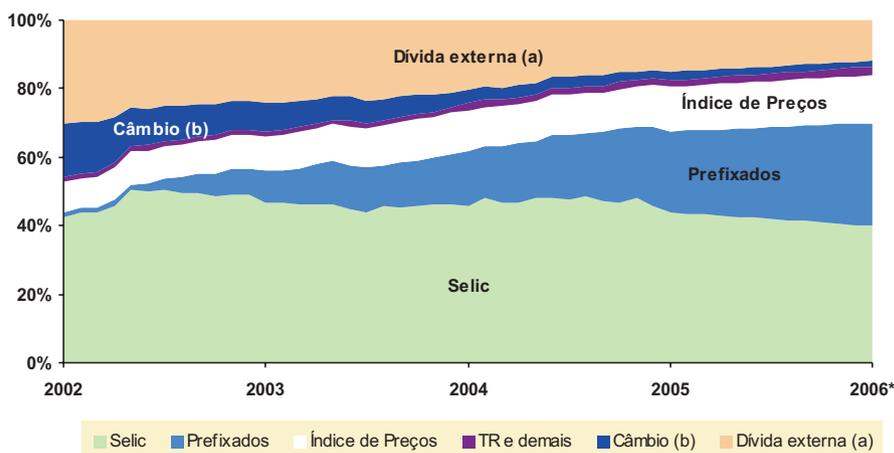
<sup>17</sup> O Cash-flow at Risk – CfaR captura o risco de pagamento de um fluxo de caixa, dados os parâmetros estocásticos dos indexadores que o remuneram e um determinado nível de erro. Esse indicador corresponde ao acréscimo máximo que os vencimentos mensais da DPF podem sofrer, com uma probabilidade de 95%, relativamente ao valor esperado desses vencimentos.

**Gráfico 5. Cashflow-at-risk em 2005 e 2006**


\* O CfaR corresponde ao acréscimo máximo que os vencimentos da DPF podem sofrer a cada mês, com uma probabilidade de 95%, relativamente ao valor esperado dos vencimentos.  
 Fonte: STN/COGEP

### Risco de Mercado

O risco de mercado reflete variações no valor do estoque da DPF decorrentes de variações nas condições de mercado, tais como variações nas taxas de juros, na inflação e no câmbio. Esse risco vem diminuindo substancialmente em função das mudanças na composição por indexadores da DPF, especialmente a redução da dívida cambial. Em 2006, a redução projetada da participação de LFT na DPF (Gráfico 6) deve contribuir de maneira mais evidente para a continuação da queda do risco de mercado.

**Gráfico 6. Composição da DPF**


\* A composição projetada para 2006 leva em conta o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.  
 (a) Dívida denominada em câmbio  
 (b) Dívida interna referenciada em câmbio  
 Fonte: STN/COGEP

Os benefícios da nova composição da DPF, especialmente a maior participação dos prefixados, são particularmente notáveis em situações extremas de tensão financeira. O exercício apresentado na Tabela 6, denominado *stress test*, é uma simulação do impacto negativo de uma forte e persistente pres-

são sobre as taxas de juros reais<sup>18</sup> e de câmbio no valor da DPF. Essas pressões são transmitidas principalmente pela variação do valor dos títulos cambiais e remunerados pela Selic, sendo proporcionais, portanto, à participação desses títulos na DPF.

**Tabela 6. Stress test para Juros e Câmbio**

Indexador	Participação no total da DPF (%)					Impacto Stress (R\$ Bilhões)				
	2002	2003	2004	2005	2006*	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Selic</b>	42,4	46,5	45,7	43,9	39,0	29,63	32,49	31,91	30,68	27,25
<b>Câmbio</b>	45,8	32,4	24,2	17,6	13,0	302,20	213,92	159,67	116,13	85,78
<b>Total</b>	88,2	78,9	69,9	61,5	52,0	331,83	246,40	191,59	146,81	113,03

Indexador	Participação no total da DPMFi (%)					Impacto Stress (R\$ Bilhões)				
	2002	2003	2004	2005	2006*	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Selic</b>	60,8	61,4	57,2	51,8	43,5	35,97	36,32	33,86	30,68	25,74
<b>Câmbio</b>	22,4	10,8	5,1	2,7	2,0	125,13	60,11	28,71	15,08	11,17
<b>Total</b>	83,2	72,2	62,4	54,5	45,5	161,11	96,43	62,57	45,76	36,91

\* A composição da DPF e da DPMFi para o ano de 2006 corresponde ao ponto médio dos limites indicativos do PAF/2006.  
Fonte: STN/COGEP.

A tabela mostra a redução proporcionada pela mudança da composição da dívida ao risco de aumento do estoque da DPF ou da DPMFi em decorrência a grandes e persistentes turbulências no mercado financeiro. Dado o estoque da DPF ao final de 2005, o impacto de um cenário de *stress* nos juros e no câmbio seria de R\$ 331,8 bilhões, caso a estrutura da dívida fosse a mesma de 2002, e de R\$ 113,0 bilhões, considerando uma estrutura correspondente ao ponto médio dos limites indicativos do PAF-2006. Isso representa uma redução em mais de 65% do impacto de situações de *stress* na DPF. Para a DPMFi, também com base no estoque ao final de 2005, o risco de *stress* foi reduzido em mais de 75%, como se vê na comparação entre o impacto estimado com as estruturas da DPMFi em 2002 (R\$ 161,1 milhões) e em 2006 (R\$ 36,9 bilhões).

“...redução em mais de 65% do impacto de situações de *stress* na DPF.”

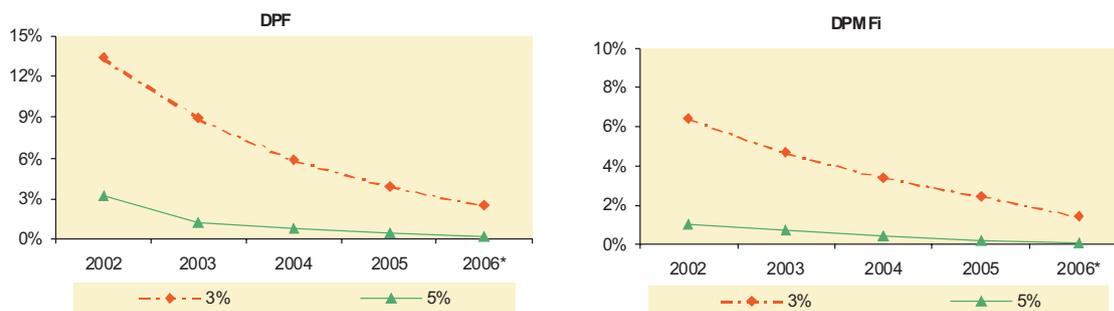
Outra forma de se estimar a diminuição do risco de mercado da DPF e DPMFi é calcular a probabilidade do valor desses estoques aumentarem em 3% e 5% do PIB, como ilustrado nos Gráfico 7<sup>19</sup>. Um aumento do estoque da dívida equivalente a 5% do PIB representa, hoje, a ordem de grandeza do impacto de um cenário de *stress*, como ilustrado acima.

18 *Stress* representa um choque de 3 desvios-padrão sobre a média da taxa SELIC real e da desvalorização cambial real acumuladas em 12 meses (entre jan/00 e out/05), aplicado sobre o estoque da DPF em dez/05 (R\$ 1.157,1 bilhões). Aplica-se o cenário de *stress* para o período de 1 ano sobre a dívida em SELIC e, instantaneamente, para a correção da dívida cambial.

19 Esse exercício consiste em simular, para cada hipótese de composição da DPF ou da DPMFi, a distribuição de probabilidades do valor do estoque de títulos remunerados por Selic e pela variação cambial ao final de 2006, com base em cenários estocásticos para juros, câmbio e inflação. O estoque inicial desses títulos é dado por sua participação na DPF ou na DPMFi em cada ano, de 2002 a 2006 - utiliza-se o ponto médio dos limites indicativos do PAF para o ano de 2006. O estoque total de referência é o montante apurado ao final de 2005 (R\$ 1.157,1 bilhões e R\$ 979,7 bilhões para a DPF e DPMFi, respectivamente).

A probabilidade de um aumento de 3% no estoque da DPF era, ao final de 2005, aproximadamente 30% da estimada para 2002. Essa redução será ainda mais significativa ao final de 2006—quando essa probabilidade equivalerá a menos de 20% do que ela era em 2002. A redução no caso de choques de maior amplitude (5% do PIB) é também significativa, sendo da ordem de 85% nos três anos desde 2002, devendo alcançar 93% ao fim de 2006.

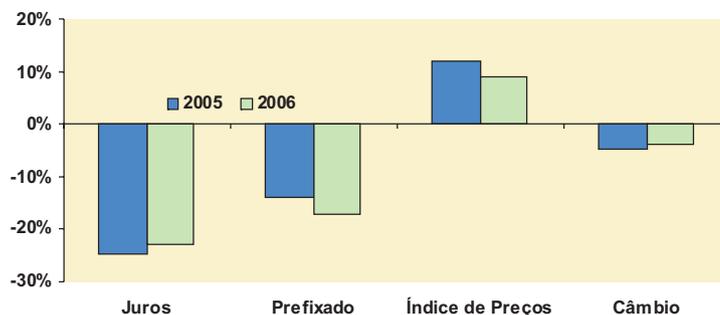
**Gráfico 7. Probabilidade de Aumento do Estoque da DPF e da DPMFi em 3% e 5% do PIB, Decorrente de Choques nos Juros e na Taxa de Câmbio**



\* As estimativas para 2006 levam em conta o ponto médio dos limites indicativos deste PAF para a composição da DPF e da DPMFi.  
Fonte: STN/COGEP.

As metas propostas no PAF 2006 também implicarão em uma melhora na estrutura de ativos e passivos do Governo Federal, o que também contribui para diminuir a vulnerabilidade da dívida a choques macroeconômicos. Considerando-se os pontos médios dos limites indicativos deste PAF, as metas de composição da DPF projeta um aumento do passivo prefixado e redução dos passivos líquidos em juros e câmbio, além da redução dos ativos líquidos em índices de preços.

**Gráfico 8. Descasamentos de Ativos e Passivos como Proporção do PIB**



Fonte: STN/COGEP.

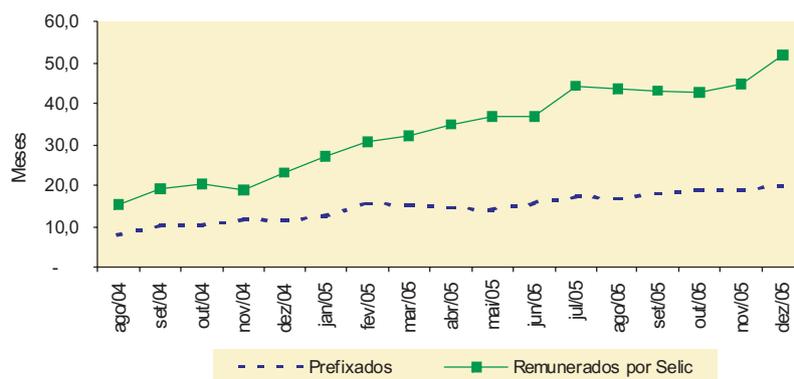
“...melhora na estrutura de ativos e passivos...”

## Risco de Estratégia

O risco de estratégia, pela primeira vez tratado no âmbito do PAF, diz respeito à capacidade de cumprimento das metas apresentadas neste PAF. Esse risco é avaliado como sendo reduzido, pelo fato das metas propostas para 2006 refletirem, no fundo, um desdobramento da atual estratégia, que vem sendo cumprida sem sobressaltos.

A projeção de alongamento do prazo médio da DPMFi e a diminuição do seu percentual vincendo em 12 meses, por exemplo, é compatível com o prazo médio de emissões de títulos prefixados (LTN e NTN-F) e remunerados pela taxa Selic (LFT) nos últimos meses, os quais alcançaram 20 meses e 52 meses, respectivamente (Gráfico 9). Além disso, o prazo de emissão de títulos remunerados por índices de preços nos últimos meses de 2005 foi de cerca de 37 meses.

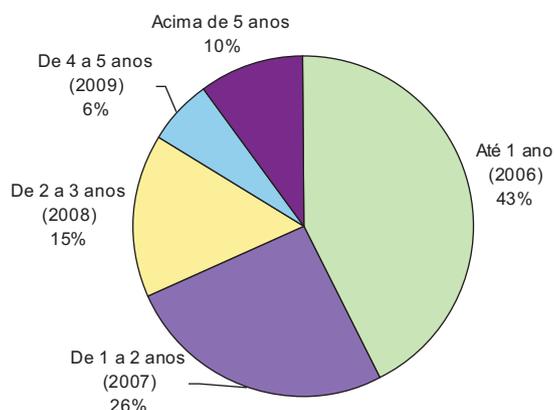
**Gráfico 9. Prazo Médio das Emissões de Títulos Prefixados e Remunerados pela Taxa Selic**



Fonte: STN/COGEP.

A projetada redução do percentual vincendo em 12 meses reflete a expectativa da emissão de um volume relativamente pequeno de títulos com vencimento em 2007, levando, portanto, a uma pequena variação do percentual vincendo em 2007, comparado com o valor desse percentual verificado no final de 2005. Em dezembro de 2005, apenas 26% da DPMFi estava prevista vencer em 2007 (Gráfico 10). O aumento essencialmente marginal das emissões ao longo de 2006 facilita, portanto, a redução do percentual vincendo em 12 meses para um valor entre 31% a 36%, sugerindo que esse objetivo não comporte maior dificuldade em ser alcançado.

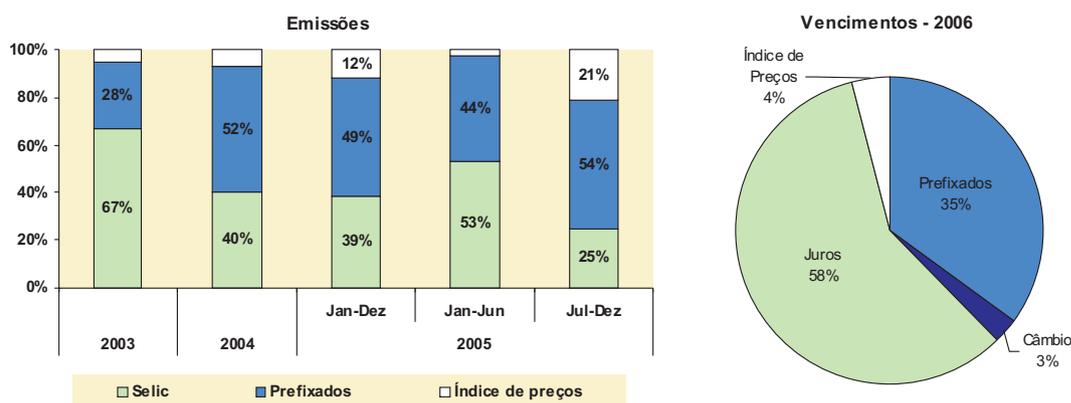
**Gráfico 10. Estrutura de Vencimentos da DPMFi em Dezembro de 2005**



Fonte: STN/COGEP.

A evolução projetada da composição da DPMFi—tema de crescente proeminência entre analistas de mercado e investidores—também se insere na estratégia que vem sendo seguida desde 2003. Como indicado no PAF 2005, o estoque de LFT com vencimento em 2006 é significativo, o que oferece espaço para, de forma natural, se prosseguir reduzindo o peso desses títulos no total da dívida. Considerando que as emissões de títulos prefixados e indexados a preços somaram cerca de 60% do total emitido nos dois últimos anos e que aproximadamente 58% dos vencimentos da DPMFi em 2006 corresponderão a LFT (Gráfico 11), há condições bastante confortáveis de se continuar o trabalho de resgates líquidos dos títulos remunerados pela Selic.<sup>20</sup>

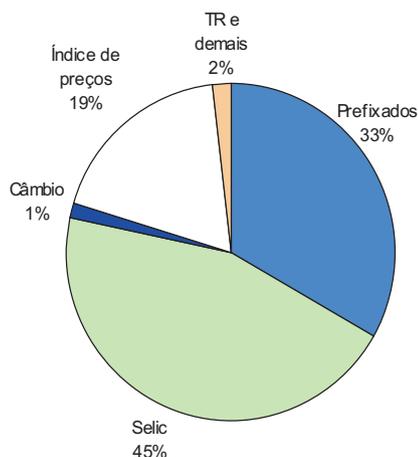
**Gráfico 11. Composição das Emissões e dos Vencimentos da DPMFi**



Fonte: STN/COGEP.

Por exemplo, projetando-se para 2006 o mesmo padrão de emissões observado em 2005, percebe-se que a composição da DPMFi ao final de 2006 estaria muito próxima dos valores médios das metas propostas no PAF-2006 (Gráfico 12). A participação de títulos prefixados, por exemplo, seria projetada em 33%, valor inteiramente compatível com a faixa de 28% - 37% proposta neste PAF. No que tange às LFT, a estratégia estabelecida em 2005 levaria – de forma “mecânica” – a uma participação de 45% na DPMFi, o que aponta para a significativa probabilidade de se cumprir a meta de reduzir a participação das LFT na DPMFi para uma faixa entre 39% e 48% até o final de 2006.

<sup>20</sup> No biênio 2004/2005 as emissões de títulos com remuneração pela Selic somaram R\$ 276,0 bilhões, contra resgates de R\$ 358,5 bilhões.

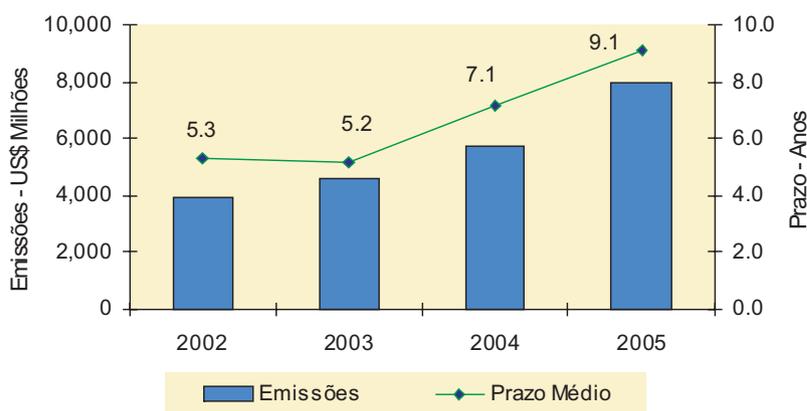
**Gráfico 12. Simulação da Composição da DPMFi ao Final de 2006**


Composição do Estoque da DPMFi	PAF-2006	
	Mínimo	Máximo
Prefixado (%)	28	37
Índice de Preços (%)	18	24
Selic (%)	39	48
Câmbio (%)	1	3
TR e outros (%)	2	4

Nota: Esse resultado reflete apenas a extrapolação da composição das emissões observadas em 2005 e, portanto, não guarda relação direta com a estratégia de emissão do PAF 2006.

Fonte: STN/COGEP

O cumprimento das metas de financiamento externo também não apresenta maiores problemas em vista do que já foi alcançado nos últimos meses, além do conforto adicional proporcionado pelo aumento das reservas internacionais. Essa expectativa se estende também à contribuição da DPFe às metas de prazo médio para o conjunto da DPF. O prazo médio de emissão da DPFe, por exemplo, tem tido um gradual aumento nos últimos anos, refletindo em parte as condições favoráveis dos mercados internacionais (Gráfico 13). Além disso, considerando-se que já foram emitidos US\$ 3,5 bilhões referente aos US\$ 9 bilhões programados para o período 2006-2007, os US\$ 5,5 bilhões restantes representam valor de emissão historicamente confortável para o Tesouro Nacional.

**Gráfico 13. Captações Externas Brasileiras**


Fonte: STN/COGEP

## Seção 4: Considerações Finais

As metas estabelecidas no PAF 2006 refletem o desdobramento da estratégia anunciada a partir do PAF 2003, em consonância com o fortalecimento fiscal e das condições macroeconômicas gerais que vem orientando a ação do Governo nos últimos anos.

O sucesso na redução da exposição cambial da dívida pública vem se traduzindo no reforço da queda do prêmio de risco da dívida soberana (que caiu de 2400 bp na época do lançamento do PAF 2003, para menos de 300 bp em janeiro de 2006), assim como na incipiente melhora da classificação dessa dívida pelas agências especializadas na avaliação de risco de crédito. O processo de substituição dos títulos atrelados à Selic, também anunciado nos PAF de anos anteriores, acelerou-se em 2005. Mesmo durante o primeiro semestre do ano, quando a taxa Selic aumentou, houve avanço na participação dos títulos prefixados às expensas da LFT. Na segunda metade do ano, a redução das emissões de LFT se acelerou, também por força da maior venda de NTN-B.

A continuação do processo de resgate líquido das LFT em 2006 permitirá que se reduza a participação das LFT até o final de 2006 para, provavelmente, menos de 40% da DPF. Assinale-se que, em contraste com a situação em meados da década de 1990, o perfil da dívida deverá se beneficiar não só de uma participação muito substancial de títulos prefixados, mas do fato de esses títulos terem agora um prazo consideravelmente maior do que naquela época. Esse aumento de *duration* (medido pelo indicador de DV01 - que é o impacto no mercado do aumento de 1 bp dos juros de curto prazo) tem, entre outros méritos, a capacidade de aumentar a potência da política monetária, permitindo-se responder a flutuações da inflação com movimentos menos drásticos da taxa Selic.

A consistência das políticas do governo e a evolução das variáveis macroeconômicas, inclusive no que tange ao setor externo, permitem que o País se aproxime das eleições presidenciais do último trimestre de 2006 com perspectivas para a administração da DPF substancialmente diferentes daquelas desenhadas no começo de 2002. Especificamente, o mercado projeta hoje taxas de inflação, de juros, e de variação cambial doze meses avante bem menores que no início de 2002 (Tabela 7). Além disso, há maior confiança no compromisso fiscal e no desempenho do setor externo, refletida, inter alia, na diminuição do desvio-padrão do conjunto de projeções de mercado coletados pela pesquisa FOCUS.

Sucesso na estratégia de melhorar o perfil da dívida pública.

**Tabela 7. Expectativas de Mercado Coletadas pela Pesquisa FOCUS**

Indicadores Macroeconômicos (%)	2002*		2006**		Cenário 2006
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	
<b>IPCA</b>	4,81	0,58	4,49	0,24	+
<b>IGP-M</b>	6,33	1,36	4,50	0,52	+
<b>SELIC fim período</b>	16,71	0,97	15,10	0,58	+
<b>Desvalorização cambial</b>	12,07	-	4,94	-	+
<b>Dívida Líquida/PIB</b>	54,56	2,38	50,61	0,77	+
<b>Primário/PIB</b>	3,46	0,16	4,34	0,12	+
<b>PIB</b>	2,28	0,52	3,44	0,35	+

\* Expectativas para o ano de 2002, em 02/01/2002

\*\* Expectativas para o ano de 2006, em 06/01/2006

+ indica posição mais favorável em 2006

Fonte: Banco Central.

Adicione-se a esses indicadores os progressos já alcançados e projetados para a ampliação da base de investidores e, em particular, da participação dos investidores estrangeiros no mercado da DPMFi. A experiência na maior parte dos países emergentes tem sido que — mantidas políticas econômicas sólidas e previsíveis — essa participação facilitou o alongamento do prazo da dívida pública e reduziu os custos de financiamento do Tesouro. A crescente demanda externa por títulos em reais augura um processo semelhante em 2006, na medida em que as condições de oferta desses títulos também evoluírem.