



Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2007

Número 7

**Brasília
2007**

MINISTRO DA FAZENDA

Guido Mantega

SECRETÁRIO-EXECUTIVO

Bernard Appy

SECRETÁRIO DO TESOIRO NACIONAL

Tarcísio José Massote de Godoy

CHEFE DE GABINETE

Márcio Leão Coelho

SECRETÁRIOS-ADJUNTOS

Líscio Fábio de Brasil Camargo

Paulo Fontoura Valle

Jorge Khalil Miski

Marcus Pereira Aucélio

EQUIPE TÉCNICA**Secretário-Adjunto**

Paulo Fontoura Valle

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Ronnie Gonzaga Tavares

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Otavio Ladeira de Medeiros

Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública

Antônio de Pádua Ferreira Passos

André de Araújo Melo

Artur Cleber Assunção do Vale

Bruno Nunes Sad

Claudio Araújo de F. Gago

Daniel Pereira da Silva

Edis Machado Canedo

Fabiano Maia Pereira

Frederico Schettini Batista

Geraldo Teodoro F. Gonçalves

Guilherme Binato Villela Pedras

Helena Mulim Venceslau

Janete Duarte

João Alberto Travassos Evangelista

Jônathas Delduque Júnior

Karla de Lima Rocha *

Leopoldo Araújo Rodrigues

Luiz Fernando Alves

Luiz Roberto Barreto

Marcelo Rocha Vitorino

Márcio Portal Longaray

Marcus Vinícius Socio Magalhães

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

Rosa Isabel Cavalcanti

Tácito Florentino Rodrigues

* 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 Federal: Plano Anual de Financiamento 2007 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 Federal: Plano Anual de Financiamento 2007. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2007, número 7.

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

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



A economia brasileira no ano de 2006 caracterizou-se mais uma vez pela estabilidade econômica. Foi um período de consolidação das conquistas obtidas nos últimos anos: a inflação encontra-se sob controle, a vulnerabilidade externa foi fortemente reduzida e a responsabilidade fiscal foi mantida como um dos principais pilares do equilíbrio macroeconômico, permitindo continuidade da redução gradual da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) em relação ao PIB. Tais conquistas têm permitido ao Governo Federal pavimentar o caminho para um crescimento permanente da economia, o que já se reflete em aumento da renda e do emprego e, ao mesmo tempo, em melhora na distribuição de renda do País. Sem dúvida, o Brasil reúne hoje condições macroeconômicas favoráveis para iniciar um novo período de rápido crescimento econômico.

Além dos aspectos macroeconômicos propícios ao crescimento, mudanças estruturais importantes devem fortalecer ainda mais o ambiente de investimentos no Brasil. Destaca-se que as reformas do mercado de crédito e a queda na taxa de juros permitirão ampliar ainda mais o volume de crédito na economia. Medidas de desoneração de tributos federais sobre capital, tais como o incentivo à depreciação acelerada dos gastos com investimentos, contribuirão para promover o aumento do investimento privado.

As perspectivas para 2007 apontam indubitavelmente para a manutenção da estabilidade econômica conquistada, baseada em políticas fiscal e monetária austeras e, também, na ampliação e aprimoramento do investimento público, expansão da capacidade de consumo da população, aumento do investimento privado, promoção das reformas estruturais necessárias e continuidade das principais políticas sociais do Brasil.

Para apoiar esse progresso da economia, tem sido fundamental o aperfeiçoamento da estrutura da Dívida Pública Federal - DPF ocorrida nos últimos anos. A redução contínua, desde 2002, da relação DLSP/PIB, permitindo antever o retorno a patamares próximos a 40% do PIB ainda nesta década, tem sido importante fator para a estabilidade econômica. Além disso, é notória a redução da exposição a riscos da dívida, por meio da diminuição da parcela da DPF sensível à taxa de juros de curto prazo e, principalmente, à variação cambial, consistente com a ampliação da participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços. Tais fatos, associados à forte melhora dos indicadores externos, levaram o País a observar recordes sucessivos de queda na taxa de juros pagas aos investidores por seus títulos no mercado internacional, sendo emblemático o rompimento, pela primeira vez, da barreira dos 200 pontos-base no EMBI.

É nesse contexto que tenho a satisfação de apresentar o Plano Anual de Financiamento – PAF 2007. Trata-se de um instrumento de gestão fiscal que deixa claro os objetivos e diretrizes da administração da Dívida Pública Federal. Por meio do PAF, o Tesouro Nacional expressa seu compromisso com a redução dos custos, o monitoramento dos riscos e o planejamento estratégico dessa dívida, contribuindo para aumentar a confiança dos investidores.

Mais uma vez, é importante reafirmar o compromisso com a responsabilidade fiscal e também com a transparência, princípios estes que permeiam todas as ações realizadas pelo governo nos últimos anos e que contribuem para o desenvolvimento de nossas instituições, além de aumentar a credibilidade do país, com indubitáveis efeitos positivos sobre o bem-estar social.

Guido Mantega
Ministro da Fazenda



Acompanhando a trajetória do endividamento do Governo Federal entre 2003 e 2006, é fácil perceber os avanços que o Tesouro Nacional tem conseguido realizar na gestão da Dívida Pública Federal - DPF. Partimos, em 2003, de uma relação dívida/PIB elevada, de uma dívida majoritariamente indexada ao câmbio e à taxa Selic e com vencimentos concentrados no curto prazo. Chegamos ao final de 2006 com uma relação dívida/PIB em trajetória descendente, com a soma das parcelas prefixada e remunerada a índices de preços superando a soma das parcelas indexadas ao câmbio e à taxa Selic e com o percentual da dívida vencendo em 12 meses em trajetória de queda.

Diversos indicadores sugerem que 2007 será um ano favorável para a continuidade do processo de melhora estrutural pelo qual a DPF vem passando. A inflação sob controle deve permitir o prosseguimento da redução da taxa Selic, reduzindo os custos de carregamento da dívida. O compromisso do governo reeleito com a manutenção da responsabilidade fiscal cria condições mais favoráveis para a continuidade da trajetória de queda da relação dívida/PIB. A relação dívida externa líquida/exportações se encontra no nível mais baixo desde que o indicador passou a ser calculado, ainda na década de 70, o que, em conjunto com os níveis historicamente elevados de reservas cambiais no Banco Central, torna o país mais resistente a possíveis choques externos. O resgate antecipado de dívidas oriundas de reestruturações (Plano Brady e Clube de Paris), a redução da dívida externa de curto prazo e a emissão de títulos da dívida externa referenciados em reais têm garantido ao Tesouro acesso ao crédito externo em condições cada dia mais favoráveis, permitindo a queda nos custos das emissões públicas e privadas.

É nesse contexto que o Plano Anual de Financiamento – PAF 2007 apresenta suas diretrizes, estratégias e metas para o financiamento da DPF ao longo de 2007. Seguindo a mesma linha dos últimos anos, a estratégia para 2007 prevê a substituição dos títulos indexados ao câmbio e à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços, o alongamento do prazo médio da dívida, a suavização do perfil de vencimentos, a redução do percentual da dívida que vence em 12 meses, a ampliação da base de investidores e o desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo.

Em particular, espera-se que a dívida prefixada se torne a mais representativa na DPF ao longo de 2007, evento observado pela última vez em 1997, embora em um contexto muito menos estável e com uma estrutura de dívida muito mais frágil, devido ao seu prazo bastante curto. No âmbito da Dívida Pública Mobiliária Federal Externa, o Brasil continuará a promover operações de natureza qualitativa, visando fortalecer pontos de referência (benchmark) e corrigir distorções na curva de juros brasileira, sempre respeitando as condições de mercado.

A novidade fica por conta do desenvolvimento de um modelo que sinalize a estrutura ótima para a dívida pública, assim entendida como aquela que minimiza custos e riscos da DLSP. Já utilizado em outros países, tal modelo é uma importante ferramenta para o planejamento estratégico da DPF. A necessidade do desenvolvimento de uma ferramenta mais sofisticada para análise de riscos e planejamento estratégico vem do reconhecimento de que, à medida que a estrutura da DPF melhora, os trade-offs se tornam mais sutis e os próximos passos devem ser dados sob uma análise mais minuciosa dos custos e riscos envolvidos em cada nova estratégia de emissão.

Apresento, assim, o PAF 2007 com a confiança de que os avanços conseguidos nos últimos anos serão estendidos em 2007 e de que o Tesouro Nacional dispõe dos recursos humanos e tecnológicos necessários para fazer face aos desafios que o futuro próximo desenha.

Tarcísio José Massote de Godoy
Secretário do Tesouro Nacional

Sumário Executivo	9
Introdução.....	13
Seção 1: Planejamento da Dívida Pública Federal	15
1.1. Objetivo e Diretrizes da DPF	15
1.2. Cenários	15
Seção 2: Plano Anual de Financiamento 2007	17
2.1. Pressupostos e Necessidade de Financiamento	17
2.2. Estratégia de Emissão	19
Dívida Interna	19
Títulos Prefixados	20
Títulos Remunerados por Índices de Preços	20
Títulos Remunerados pela Taxa Selic	20
Dívida Referenciada à Variação Cambial	21
Demais Atuações	21
Dívida Externa	22
2.3. Resultados Esperados	23
Estoque	24
Prazo Médio	24
Percentual Vincendo em 12 Meses	24
Composição da Dívida	24
Seção 3. Avaliação de Riscos	27
Risco de Refinanciamento	27
Risco de Mercado	29
Risco de Estratégia	34
Seção 4: Benchmark para a DPF	37
Princípios Teóricos	37
Aplicação do Modelo ao Caso Brasileiro	38
Considerações Finais	39
Gráficos e Tabelas	
Gráfico 1. Vencimentos da DPMFi por Tipo de Rentabilidade	18
Gráfico 2. Vencimentos da DPFe	18
Gráfico 3. Concentração de Vencimentos da DPF no Curto Prazo	28

Gráfico 4. Perfil de Vencimentos de Curto Prazo da DPF por Tipo de Rentabilidade	28
Gráfico 5. Cashflow-at-Risk Relativo da DPF	29
Gráfico 6. Composição da DPF	30
Gráfico 7. Cost-at-Risk Relativo da DPF	31
Gráfico 8. Exposição Cambial : DPF + Swap versus Reservas Internacionais	32
Gráfico 9. Custo e Prazo do Estoque de Títulos Prefixados	33
Gráfico 10. Risco de Taxa de Juros: Dívida Selic + Prefixados com Prazo Menor que 12 Meses	33
Gráfico 11. Descasamentos de Ativos e Passivos como Proporção do PIB	34
Gráfico 12. Composição das Emissões e Vencimentos da DPMFi	35
Gráfico 13. Simulação da Composição da DPMFi ao final de 2007	35
Tabela 1. Vencimentos da DPF	17
Tabela 2. Necessidade de Financiamento do Governo Federal	19
Tabela 3. Resultados da Dívida Pública Federal – DPF	23
Tabela 4. Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi	23
Tabela 5. Impacto de Stress para Juros e Câmbio	31

Sumário Executivo

A gestão da Dívida Pública Federal – DPF tem por objetivo **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**. Nesse sentido, as ações do Tesouro Nacional privilegiarão os seguintes aspectos, observando as condições de mercado: i) alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública; ii) redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses; iii) substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços; iv) emissões qualitativas de títulos em moeda estrangeira; v) incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais no mercado interno e externo; e vi) ampliação da base de investidores.

A estratégia de financiamento para 2007 foi elaborada a partir de diferentes possibilidades de emissão, resultantes da análise de cenários alternativos. A principal hipótese adotada na elaboração dos cenários foi a manutenção, em todos eles, das diretrizes atuais de política econômica e a consequente coerência das respostas aos choques considerados.

A necessidade de financiamento da DPF para 2007 é o primeiro fator analisado na formulação das estratégias de gestão da dívida. Os vencimentos da dívida do Governo Federal em mercado projetados para 2007 correspondem a cerca de R\$ 436,1 bilhões, sendo R\$ 320,6 bilhões em principal e R\$ 115,5 bilhões em juros. Desse total, R\$ 412,8 bilhões são relativos à Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi e R\$ 23,2 bilhões, à Dívida Pública Federal externa – DPFe. Somando-se os encargos dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central de R\$ 23,3 bilhões, os vencimentos da DPF atingem R\$ 459,4 bilhões. Considerando esse volume de vencimentos e descontada a disponibilidade de recursos orçamentários, no valor de R\$ 88,9 bilhões, conclui-se que a necessidade líquida de financiamento do Governo Federal para 2007 é de R\$ 370,5 bilhões.

A estratégia de financiamento da DPMFi para 2007 considera especificamente: i) emissão de 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; ii) ênfase na emissão de NTN-B, títulos referenciados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, sendo que não se contempla emissão de NTN-C, títulos referenciados ao Índice Geral de Preços Mercado – IGP-M; iii) resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic (LFT) e manutenção do seu prazo médio de emissão em níveis similares ao observado em 2006 (aproximadamente 44 meses); e iv) continuação da política adotada desde 2003 de não emitir NTN-D, títulos referenciados à variação cambial.

Em particular, destaca-se a iniciativa do Tesouro Nacional de padronizar o prazo das emissões dos títulos prefixados e das NTN-B, o que, dentre outros pontos positivos, auxiliará a consolidação da curva de médio e longo prazos. Em relação aos primeiros, as LTN apresentarão pontos de referência (*benchmark*) com prazos de 6, 12 e 24 meses e as NTN-F terão vencimentos de 3, 5 e 10 anos, adequando-os ao padrão praticado no mercado internacional. Em relação às NTN-B, a alteração das datas de vencimento já existentes poderá ocorrer à medida que seja factível a fixação de uma estrutura de emissão *benchmark*, considerando os prazos de 3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos.

No que diz respeito à gestão da DPFe, destaca-se que o Tesouro Nacional realizará operações de natureza qualitativa no mercado externo, com o objetivo de consolidar a curva de juros externa por

meio da construção e manutenção de pontos de referência (*benchmark*) nos principais mercados de títulos emergentes.

A estratégia do Tesouro Nacional deve se traduzir em resultados quantitativos ao final de 2007, expressos por meio de limites indicativos superiores e inferiores para as principais estatísticas da DPF e da DPMFi, de acordo com os quadros abaixo. Os intervalos projetados sinalizam a continuação da melhoria do conjunto de indicadores da dívida pública.

Resultados da Dívida Pública Federal – DPF

Indicadores	dez/06	PAF-2007	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	1237,0	1370	1450
Prazo Médio (meses)	36,6	37	42
% vincendo em 12 meses	33,3	27	31
Composição do Estoque da DPF			
Prefixado (%)	31,9	33	39
Índice de Preços (%)	19,9	20	24
Selic (%)	33,4	26	32
Câmbio (%)	12,7	10	12
TR e outros (%)	2,0	1	3

Fonte: STN/COGEP

Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi

Indicadores	dez/06	PAF-2007	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	1093,5	1230	1300
Prazo Médio (meses)	31,1	32	36
% vincendo em 12 meses	35,7	29	33
Composição do Estoque da DPMFi			
Prefixado (%)	36,1	37	43
Índice de Preços (%)	22,5	23	27
Selic (%)	37,8	29	36
Câmbio (%)	1,3	1	2
TR e outros (%)	2,2	2	4

Fonte: STN/COGEP

A administração da DPF também objetivará a redução de sua exposição a riscos. Neste contexto, a diminuição da proporção da dívida com vencimentos em 12 meses contribuirá consideravelmente para a **redução do risco de refinanciamento**. Tal redução será reforçada pela diminuição da volatilidade dos vencimentos, em virtude da melhor estrutura da dívida (tanto em termos de composição quanto de vencimentos de curto prazo); da manutenção de saldos confortáveis de liquidez (reservas do Tesouro Nacional disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF); e da compra antecipada de moeda estrangeira para o pagamento da Dívida Pública Federal externa - DPFe.

A melhora na composição da DPF, com a maior participação dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços contribuirá também para diminuir ainda mais a sensibilidade da DPF a variações cambiais e de taxas de juros de curto prazo — reduzindo, assim, o **risco de mercado** da dívida pública brasileira. Destaca-se também que as metas propostas para 2007 levarão a uma melhora na estrutura de ativos e passivos do Governo Federal, contribuindo para a redução da vulnerabilidade da dívida a choques nos principais indicadores macroeconômicos.

A última análise apresentada refere-se ao **risco de estratégia** — ou seja, o risco para o cumprimento dos limites, o qual mostra que as metas para a composição da DPMFi devem ser cumpridas de forma natural. A continuidade do padrão de emissões observado em 2006, que seria factível para o ano de 2007 sem causar pressões no mercado financeiro, levará todos os indicadores de composição da DPMFi a se situarem bem próximos do centro das bandas estipuladas.

Finalmente, o PAF apresenta considerações a respeito de um modelo, desenvolvido pelo Tesouro Nacional, que indica a estrutura ótima da dívida, assim entendida como aquela que minimiza custos e riscos da DLSP. Tal modelo norteará a estratégia de financiamento de curto e médio prazos e constituirá importante instrumento de planejamento estratégico, ao orientar o gestor nas decisões a serem tomadas para alcançar a estrutura de dívida que o governo gostaria de ter, com base em suas preferências entre riscos e custos.

Os primeiros resultados do modelo sinalizam que as diretrizes e metas apresentadas neste PAF são consistentes com a estrutura ótima esperada para a DPF. Nesse sentido, o modelo confirma que há espaço para aumentar a proporção de títulos referenciados a índices de preços, tendo em vista que a remuneração de tais títulos é altamente correlacionada com a evolução do PIB e, portanto, com as receitas do governo, reduzindo a exposição a riscos da DLSP. Também há espaço para ampliar a participação relativa dos títulos prefixados, já que esses títulos garantem maior previsibilidade em relação aos custos da DPF e, portanto, à evolução da DLSP.

A análise justifica ainda a redução do peso dos títulos remunerados pela taxa Selic no financiamento público, embora de maneira gradual. A esse respeito, é importante destacar que, não obstante a remuneração desses títulos seja mais volátil que a dos prefixados e dos remunerados por índices de preços, eles têm a vantagem de contribuir para a redução do custo da DPF em um processo de transição para um cenário de taxa de juros mais baixas, consistente com a maior estabilidade econômica. Com relação à dívida externa, o *benchmark* aponta para uma participação coerente com o estoque de reservas cambiais.

Introdução

O Plano Anual de Financiamento – PAF tem o propósito de trazer à sociedade informações sobre o planejamento da Dívida Pública Federal – DPF para o ano de 2007. Este documento dá continuidade à iniciativa de tornar mais transparente e previsível a gestão da DPF, garantindo maior previsibilidade quanto ao comportamento dos seus indicadores ao final do exercício.

O PAF 2007 está estruturado em quatro seções. Na Seção 1 apresenta-se os objetivos e diretrizes que orientam a gestão da DPF e os diferentes cenários macroeconômicos utilizados pelo Tesouro Nacional na elaboração da estratégia de financiamento para 2007.

Na Seção 2 descreve-se as Necessidades de Financiamento do Governo Federal para o exercício de 2007 e aborda-se a estratégia de financiamento, em linha com as diretrizes e objetivos estabelecidos anteriormente. Em seguida, apresenta-se os resultados esperados para os principais indicadores da DPF. Estes são expressos sob a forma de intervalos, dentro dos quais os principais parâmetros da dívida pública devem se encontrar no final do ano.

Na Seção 3 realiza-se análise dos riscos aos quais a DPF está exposta, bem como as principais ações tomadas para sua minimização. Esta análise inclui os riscos de refinanciamento e de mercado à luz das mudanças esperadas na estrutura da dívida pública apresentada na Seção 2. Destaca-se, ainda, a margem de risco associada ao cumprimento das metas do PAF.

Finalmente, na Seção 4 apresenta-se algumas considerações finais, evidenciando os avanços já alcançados na administração da DPF e as principais expectativas para o médio e longo prazos em relação à estrutura da dívida e a sua gestão pelo Tesouro Nacional.

Seção 1: Planejamento da Dívida Pública Federal

A elaboração do Plano Anual de Financiamento - PAF é um processo que conjuga 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

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.**

Nesse sentido, as diretrizes gerais que norteiam 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 vencendo 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 vencimentos da DPF;
- Emissões qualitativas de títulos em moeda estrangeira, observadas as condições de mercado;
- Incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais no mercado interno e externo; e
- Ampliação da base de investidores.

“... 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 2007 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 dos 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 se aproxima das expectativas de mercado para 2007¹ e é a

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

referência para a divulgação de estatísticas pontuais. Suas premissas consideram ausência de choques externos ou domésticos significativos, manutenção das diretrizes atuais de política econômica, isto é, responsabilidade fiscal e monetária, estabilidade cambial e aprimoramento estrutural da economia brasileira. O cenário apresenta queda gradual, embora não necessariamente contínua, da taxa de juros, e continuidade da trajetória favorável dos indicadores de solvência fiscal e externa.

Cenários alternativos consideram, por um lado, confluência de fatores positivos que ampliam o espaço para a queda da taxa de juros doméstica, com trajetória de crescimento sustentado e ausência de pressões inflacionárias e cambiais relevantes, observado, ainda, quadro externo benigno. Por outro lado, também foi considerado cenário que incorpora riscos negativos no âmbito externo que podem reduzir o ritmo de diminuição da taxa de juros e ampliar a incerteza entre os agentes econômicos. Cenários com fortes choques ou situações de *stress* não são incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição dos limites resultantes deste plano de financiamento.

Seção 2: Plano Anual de Financiamento 2007

Nesta seção serão detalhadas as estratégias de financiamento doméstica e externa, bem como os pressupostos que as determinam. Em seguida, serão explicitadas as metas quantitativas para a Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi² e para a Dívida Pública Federal – DPF³.

2.1. Pressupostos e Necessidade de Financiamento

O primeiro fator a ser considerado para a formulação da estratégia para 2007 foi a necessidade de financiamento da DPF para o citado exercício e reflete os vencimentos da dívida do Governo Federal em mercado projetados para 2007, que correspondem a cerca de R\$ 436,1 bilhões, distribuídos da seguinte forma: R\$ 412,8 bilhões relativos à Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi e R\$ 23,2 bilhões, à Dívida Pública Federal externa – DPFe (Tabela 1).

Tabela 1. Vencimentos da DPF

R\$ Milhões

Mês	DPMFi	DPFe	DPF
jan/07	57.637,95	3.278,04	60.915,99
fev/07	3.120,40	2.821,82	5.942,21
mar/07	35.553,62	1.340,82	36.894,44
abr/07	59.916,74	2.771,25	62.687,99
mai/07	17.426,89	779,22	18.206,11
jun/07	40.938,82	596,91	41.535,73
jul/07	76.844,20	4.749,65	81.593,85
ago/07	3.297,96	1.104,56	4.402,53
set/07	34.346,10	1.256,05	35.602,15
out/07	38.142,39	3.208,10	41.350,49
nov/07	8.240,27	769,96	9.010,22
dez/07	37.356,79	552,33	37.909,11
Total	412.822,13	23.228,71	436.050,84

Posição em 31/12/2006.

Fonte: STN/ CODIV

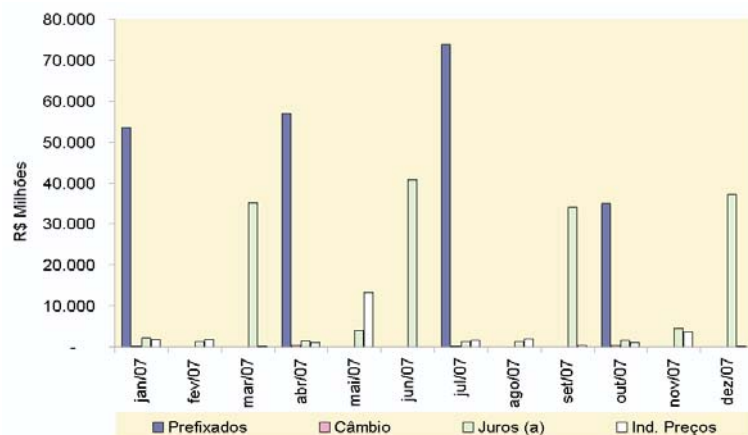
Do total de vencimentos da DPMFi em 2007 (R\$ 412,8 bilhões), R\$ 309,4 bilhões correspondem ao principal e os R\$ 103,4 bilhões restantes correspondem aos juros. Observa-se que 53,1% do total de vencimentos correspondem a títulos prefixados, que se concentram sempre no início de cada trimestre (Gráfico 1). O restante se divide em 39,9% correspondentes a títulos indexados a juros (Selic, TR e TJLP), 6,6% referentes a títulos remunerados por índices de preços e 0,3% correspondentes a títulos remunerados pela variação cambial. Os títulos remunerados por índices de preços apresentam vencimentos bem inferiores à sua participação no estoque da

2 A DPMFi inclui todos os títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, em circulação no mercado, emitidos pelo Tesouro Nacional.

3 A DPF corresponde à consolidação da DPMFi com a Dívida Pública Federal externa – DPFe, sendo esta última composta pela Dívida Mobiliária e Contratual.

dívida pública em razão de seu prazo médio de emissão ser razoavelmente maior que o prazo médio total da DPF.

Gráfico 1. Vencimentos da DPMFi por Tipo de Rentabilidade

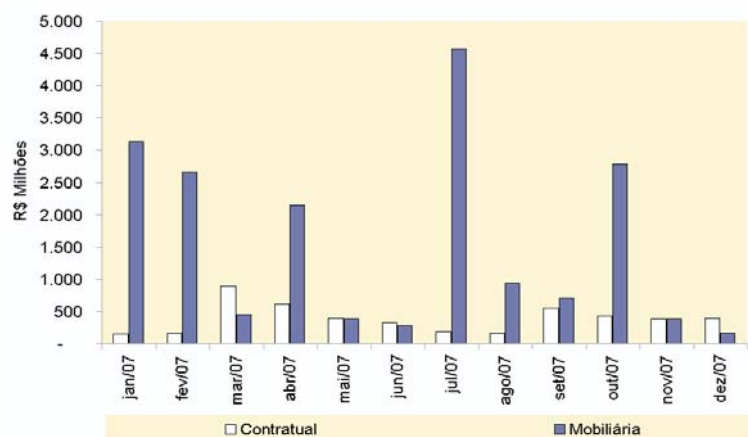


(a) Títulos remunerados à taxa Selic, TR e TJLP.

Fonte: STN/CODIV

Dentre os vencimentos da DPFfe, que correspondem a R\$ 23,2 bilhões (US\$ 10,6 bilhões), 80,0% são referentes à dívida mobiliária, estimados em R\$ 18,6 bilhões (US\$ 8,5 bilhões), dos quais R\$ 10,3 bilhões relativos a juros e R\$ 8,2 bilhões a principal. Os 20,0% restantes correspondem a pagamentos da dívida contratual, com valor estimado de R\$ 4,6 bilhões (US\$ 2,1 bilhões), dos quais R\$ 3,0 bilhões de principal e R\$ 1,6 bilhão de juros (Gráfico 2).

Gráfico 2. Vencimentos da DPFfe



Fonte: STN/CODIV

No que diz respeito aos vencimentos da DPFfe, é importante observar que o Tesouro já efetuou compra antecipada de dólares para seu pagamento, no montante de US\$ 3,5 bilhões, reduzindo a necessidade de aquisição de moeda estrangeira para aproximadamente US\$ 7,1 bilhões, os quais deverão ser adquiridos no mercado local de divisas ou, alternativamente, por meio de compra de reservas internacionais no Banco Central. Cabe destacar que,

devido à redução da necessidade de financiamento externo e à expectativa de condições favoráveis do balanço de pagamentos, as emissões no mercado externo, em 2007, não terão por objetivo captar recursos para o financiamento dos vencimentos do período.

Considerando o volume de vencimentos da DPF de R\$ 459,4 bilhões⁴ e descontada a projeção de recursos orçamentários para seu pagamento, no valor de R\$ 88,9 bilhões, verifica-se que a necessidade líquida de financiamento do Governo Federal é de R\$ 370,5 bilhões (Tabela 2).

Tabela 2. Necessidade de Financiamento do Governo Federal

R\$ Bilhões

A	Vencimentos Estimados		459,4
	Tesouro Nacional	<i>Dívida Interna em Mercado</i>	412,8
		<i>Encargos Banco Central</i>	23,3
		<i>Dívida Externa</i>	23,2
B	Recursos Orçamentários		88,9
C	Necessidade de Financiamento (A-B)		370,5

Fonte: STN/CODIV

2.2. Estratégia de Emissão

Dívida Interna

A estratégia de emissão atual busca o aumento na participação de títulos prefixados e remunerados por índices de preços, com redução na participação dos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial, para melhorar o perfil e a composição da dívida, seguindo as diretrizes adotadas com sucesso em anos anteriores.

Concomitantemente, a estratégia procura incentivar o desenvolvimento de curvas de juros prefixada e para títulos remunerados a índices de preços, fundamentais para nortear a evolução do mercado desses títulos, em particular, e do mercado de capitais, de forma mais ampla.

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 ampliar a base de investidores e a assegurar a mais adequada oferta de títulos públicos.

⁴ Dos R\$ 459,4 bilhões, R\$ 412,8 bilhões se referem aos vencimentos da DPMFi em poder do público, R\$ 23,2 bilhões aos vencimentos da DPFe e R\$ 23,3 bilhões aos encargos dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, que, por força da LRF, em seu artigo 39, não podem ser refinanciados junto ao Banco Central.

Títulos Prefixados

O Tesouro Nacional dará continuidade ao processo de adoção das novas regras de emissão de títulos públicos prefixados iniciado ao final de 2006, prosseguindo no esforço para aumentar o prazo médio de emissão desses títulos.

Ao longo de 2007, pretende-se consolidar a estrutura de emissão de títulos prefixados, que apresentará os pontos de referência (*benchmarks*) de LTN com prazos de 6, 12 e 24 meses e de NTN-F com vencimentos de 3, 5 e 10 anos. Esta medida tem por objetivo principal contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, além de adequar estes prazos de emissão aos observados no mercado internacional, em que títulos prefixados de médio e longo prazos apresentam pagamento intermediário de cupom de juros.

Ressalta-se que, para tornar os objetivos de composição e prazo alcançáveis de forma mais eficiente e rápida, o Tesouro Nacional deverá aumentar proporcionalmente o volume ofertado de títulos mais longos, tornando a NTN-F de 3 anos um título com volume de emissão suficiente para caracterizá-lo como instrumento relevante de financiamento.

Títulos Remunerados por Índices de Preços

As NTN-B, títulos referenciados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, deverão apresentar relevante participação nas emissões em 2007. Os prazos e datas de vencimento existentes ao final de 2006, de 3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos, deverão ser mantidos. Não obstante, poderão ser introduzidas novas datas de vencimento com o objetivo de auxiliar na criação de pontos adicionais na curva de juros de médio e longo prazos.

Nas ofertas públicas de NTN-B, deve ser mantida 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-ão a aceitar também, como forma de pagamento dos títulos remunerados a índices de preços, aqueles remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial, de forma a contribuir para a melhora na composição da DPF.

Em relação às NTN-C, títulos referenciados ao Índice Geral de Preços Mercado - IGP-M, a estratégia de financiamento para 2007 não contempla a sua emissão.

Títulos Remunerados pela Taxa Selic

Estão previstos resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic (LFT). O prazo médio de emissão desses títulos, por sua vez, deverá ser mantido em níveis similares ao observado em 2006 (aproximadamente 44 meses). Essa estratégia ajudará a reduzir o risco de refinanciamento do Tesouro Nacional no mercado doméstico e a melhorar a composição da DPF.

“... consolidar a estrutura de emissão de títulos prefixados, que apresentará os pontos de referência (*benchmarks*) de LTN com prazos de 6, 12 e 24 meses e de NTN-F com vencimentos de 3, 5 e 10 anos.”

“Os prazos e datas de vencimento das NTN-B existentes ao final de 2006, de 3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos, deverão ser mantidos sem que se exclua a possibilidade de introduzirem novos prazos de vencimento.”

Dívida Referenciada à Variação Cambial

A exemplo do que vem ocorrendo desde 2003, não haverá em 2007 emissão de NTN-D, títulos referenciados à variação cambial.

Demais Atuações

Seguindo a diretriz de 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 outros mais longos.

Adicionalmente, continuarão a ser realizadas operações de resgate antecipado de títulos de médio e longo prazos, assim como de cupons de juros de NTN-B, visando o aumento da liquidez no mercado secundário desses títulos.

Como já ocorrido em anos anteriores, 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.

Pretende-se, 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 no primeiro dia do mês de janeiro, exceto para o prazo *benchmark* de 3 anos que também poderá apresentar vencimento no mês de julho;
- 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. A exceção à regra acima descrita ocorre com a NTN-B de prazos mais curtos, que poderá apresentar vencimento de principal em novembro para os títulos com vencimento em anos ímpares;
- Títulos remunerados à taxa Selic:
 - ✓ LFT - vencimento no terceiro mês de cada trimestre.

O Tesouro Nacional continuará incentivando o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos, buscando a ampliação da base de investidores. Nesse sentido, atuará juntamente com instituições como Banco Central,

Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Secretaria de Previdência Complementar – SPC e Superintendência de Seguros Privados – Susep, dentre outros reguladores, que são instituições importantes neste processo. Destaca-se também a contínua aproximação com investidores domésticos, incluindo entidades de previdência complementar, fundos de investimento, bancos comerciais e de investimentos, seguradoras e empresas de capitalização, por meio das entidades representativas desses segmentos, tais como ABRAPP, ANAPP, FENASEG, ANDIMA e ANBID⁵.

O trabalho desenvolvido com o setor privado para a divulgação no exterior do mercado financeiro brasileiro, assim como para o seu aprimoramento, também deverá prosseguir no âmbito do programa *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 relevante.

Destaca-se, ainda, que a Gerência de Relacionamento Institucional continuará ampliando sua atuação, proporcionando mais informações e oferecendo um grau crescente de contato com diferentes classes de investidores.

Dívida Externa

A gestão da Dívida Pública Federal Externa – DPFe para o biênio 2007-2008 será de natureza qualitativa, com o objetivo de consolidar a curva de juros externa por meio da construção e manutenção de pontos de referência (*benchmarks*) nos principais mercados de títulos emergentes. Para isso, a estratégia para o biênio 2007-2008, divulgada pelo Tesouro Nacional em agosto de 2006, apresenta os seguintes pontos:

- Desenvolvimento da estrutura a termo da taxa de juros em reais no mercado externo;
- Criação e aperfeiçoamento de pontos de referência (*benchmarks*) na estrutura a termo da taxa de juros em dólares;
- Manutenção do programa de resgate antecipado de títulos, observadas as condições de mercado; e
- Manutenção da estratégia de correção de distorções na curva de juros externa.

A administração da DPFe continuará em 2007 a ser realizada sob 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.

⁵ Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), Associação Nacional de Previdência Privada (ANAPP), Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e Capitalização (FENASEG), Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA), e Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID).

2.3. Resultados Esperados

Os resultados projetados para 2007, a exemplo dos anos anteriores, são apresentados no formato de limites inferiores e superiores para as principais estatísticas da Dívida Pública Federal – DPF e da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi (Tabelas 3 e 4). Essa forma de apresentação visa fornecer um referencial claro da política de financiamento do Tesouro Nacional, sem prejuízo da manutenção de uma estratégia flexível.

Tabela 3. Resultados da Dívida Pública Federal – DPF

Indicadores	dez/06	PAF-2007	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	1237,0	1370	1450
Prazo Médio (meses)	36,6	37	42
% vincendo em 12 meses	33,3	27	31
Composição do Estoque da DPF			
Prefixado (%)	31,9	33	39
Índice de Preços (%)	19,9	20	24
Selic (%)	33,4	26	32
Câmbio (%)	12,7	10	12
TR e outros (%)	2,0	1	3

Fonte: STN/COGEP

Tabela 4. Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi

Indicadores	dez/06	PAF-2007	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	1093,5	1230	1300
Prazo Médio (meses)	31,1	32	36
% vincendo em 12 meses	35,7	29	33
Composição do Estoque da DPMFi			
Prefixado (%)	36,1	37	43
Índice de Preços (%)	22,5	23	27
Selic (%)	37,8	29	36
Câmbio (%)	1,3	1	2
TR e outros (%)	2,2	2	4

Fonte: STN/COGEP

Os resultados esperados para 2007 contemplam, ainda, a expectativa de securitização de passivos contingentes de até R\$ 16,0 bilhões⁶ em 2007, sendo grande parte desse montante em títulos CVS⁷. Também são considerados 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.

A exemplo dos anos anteriores, o comportamento positivo dos indicadores da DPF e da DPMFi projetados para o final de 2007 implicam em alongamen-

⁶ Valor previsto para o ano de 2007 na Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO, em seu anexo de riscos fiscais.

⁷ 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.

to do prazo médio da dívida, redução do percentual vincendo em 12 meses e ênfase no aumento da proporção de títulos prefixados e remunerados a índices de preços no estoque da dívida pública, com conseqüente redução da proporção dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial.

Estoque

Ao final de 2007, espera-se que o estoque da DPF situe-se entre R\$ 1,37 e R\$ 1,45 trilhão, após alcançar R\$ 1,24 trilhão em dezembro de 2006. Para a DPMFi, projeta-se estoque entre R\$ 1,23 trilhão e R\$ 1,30 trilhão, contra R\$ 1,09 trilhão ao final de 2006.

É importante destacar que o aumento projetado para o estoque de 2007 ocorre em virtude da expectativa de redução da liquidez em mercado por meio de emissões líquidas de títulos pelo Tesouro Nacional, levando à criação de reservas em moeda local e em divisas, sem, contudo, afetar a Dívida Líquida do Setor Público⁸.

Prazo Médio

Em dezembro de 2006, o prazo médio do estoque da DPF alcançou 36,6 meses. Espera-se que esse indicador situe-se entre 37 e 42 meses, ao final do ano. Em relação à DPMFi, observa-se que o prazo médio encerrou 2006 com o valor de 31,1 meses, sendo que projeta-se para o final de 2007 um valor entre 32 e 36 meses.

Percentual Vincendo em 12 Meses

O percentual vincendo em 12 meses da DPF, ao final de 2006, correspondia a 33,3% do estoque. Estima-se que, em dezembro de 2007, esse indicador varie entre 27% e 31%. Na DPMFi os limites projetados correspondem a 29% e 33%, sendo que ao final de 2006 esse indicador alcançou 35,7%. As projeções para 2007 citadas acima refletem esforços para a desconcentração de vencimentos no curto prazo, tanto para a DPF quanto para a DPMFi.

Composição da Dívida

De acordo com as diretrizes estabelecidas, a participação dos títulos prefixados no estoque da dívida deverá apresentar elevação, ficando entre 33% e 39% na DPF e 37% e 43% na DPMFi, em dezembro de 2007. A participação destes títulos na DPF observada em dezembro de 2006 foi de 31,9% e para a DPMFi, 36,1%.

Os títulos remunerados por índices de preços deverão apresentar aumento em sua participação na DPF, situando-se, ao final de 2007, entre 20% e 24%, contra 19,9% ao final de 2006. Para a DPMFi, projeta-se para o encerramento do ano valores entre 23% e 27%, após ter terminado 2006 em 22,5% do total.

⁸ Indicador utilizado como referência para o monitoramento da sustentabilidade da política fiscal.

De forma inversa ao observado para títulos prefixados e remunerados por índices de preços, a parcela dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial indicam trajetória declinante ao longo de 2007. Em relação aos primeiros observa-se que os limites propostos são de 26% e 32% da DPF e entre 29% e 36% da DPMFi, contra 33,4% e 37,8%, respectivamente, observados ao final de 2006.

Finalmente, a participação dos títulos remunerados pela variação cambial na DPF deverá se situar entre 10% e 12% ao final de 2007, contra 12,7% em 2006. Para a DPMFi, projeta-se valores entre 1% e 2%, em 2007, contra 1,3% observado em dezembro de 2006.

Seção 3. Avaliação de Riscos

Como já destacado anteriormente, o objetivo central da gestão da Dívida Pública Federal – DPF é minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco. Sendo assim, a avaliação e administração da exposição a riscos ocupa um papel fundamental no planejamento estratégico da dívida pública. Na esteira do cenário internacional favorável observado nos últimos anos e da melhora de outros indicadores macroeconômicos domésticos, o Tesouro Nacional vem proporcionando um reordenamento da DPF de modo a reduzir sua exposição a riscos. Abaixo estão descritos os principais riscos⁹ sob constante avaliação e para os quais o Tesouro Nacional desenvolve estratégias de mitigação.

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 tal. Este risco está associado ao perfil de vencimentos, descontadas as disponibilidades de recursos em caixa, e à sensibilidade dos vencimentos da dívida pública a choques nas variáveis econômicas que os determinam. A avaliação desse risco utiliza indicadores como o percentual vincendo em 12 meses e o prazo médio e medidas de volatilidade dos pagamentos esperados, capturadas pela técnica de *Cashflow-at-Risk* (CfaR).

O **risco de mercado**, por sua vez, associa-se a variações no custo de financiamento 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.

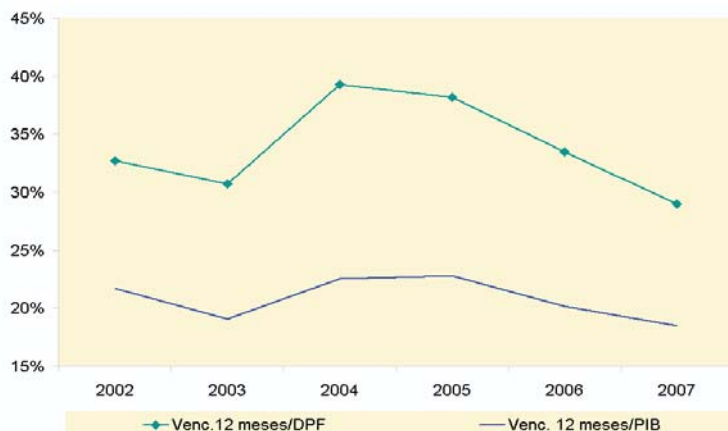
Por fim, o **risco de estratégia**, diz respeito à capacidade de cumprimento das metas apresentadas neste PAF.

Risco de Refinanciamento

Uma análise da concentração de vencimentos da DPF (Gráfico 3) mostra que entre 2005 e 2006 houve diminuição na dívida vincenda em 12 meses, tanto em proporção do PIB como em percentual do total da dívida. A redução na concentração de vencimentos no curto prazo contribui para a redução do risco de refinanciamento. A análise mostra ainda que a estratégia de financiamento prevista para 2007 segue a mesma linha e deve reduzir ainda mais o risco de refinanciamento¹⁰.

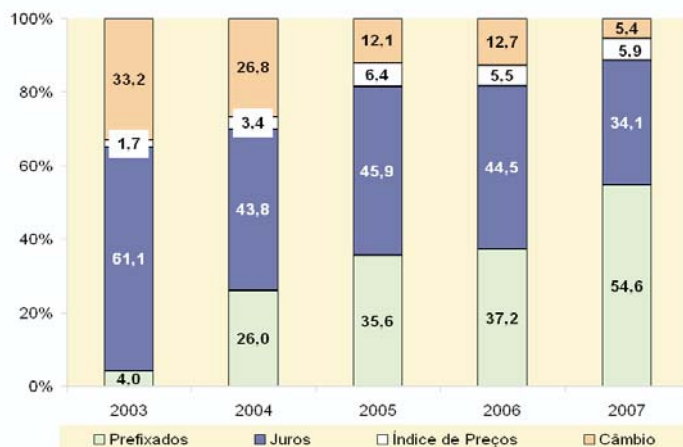
9 Dentre outros riscos relevantes podemos citar o risco operacional, risco legal e risco de crédito.

10 Neste capítulo, para fins de cálculo dos indicadores para 2007, considera-se o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

Gráfico 3. Concentração de Vencimentos da DPF no Curto Prazo


Fonte: STN/COGEP

Adicionalmente à redução da proporção da dívida com vencimento em 12 meses, a evolução no perfil dos vencimentos também está contribuindo para a redução de riscos. Nesse sentido, a maior prefixação da dívida e a redução das dívidas remuneradas pela taxa Selic e, principalmente, pela variação cambial, tem se refletido em menor volatilidade nos fluxos de dívida a vencer em 12 meses. Como se nota no Gráfico 4, em 2003, menos de 10% dos vencimentos de curto prazo da DPF correspondiam a títulos prefixados, proporção que em 2007 corresponde a aproximadamente 55%.

Gráfico 4. Perfil de Vencimentos de Curto Prazo da DPF por Tipo de Rentabilidade


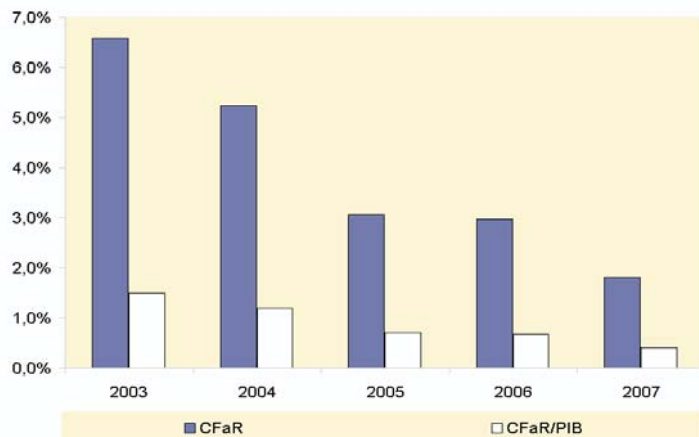
Fonte: STN/COGEP

A redução da volatilidade dos fluxos de vencimentos da DPF decorrente da modificação na composição desses fluxos pode ser mensurada por meio do *Cashflow-at-risk* (CfaR) relativo¹¹, apresentado no Gráfico 5. Trata-se de um

¹¹ Esse exercício consiste em simular, para cada hipótese de composição de vencimentos da DPF, a distribuição de probabilidades desses vencimentos ao final de cada mês de 2007, com base em cenários estocásticos para juros, câmbio e inflação. O total de vencimentos de referência é o montante atualmente projetado para vencer em 2007 (R\$ 436,1 bilhões), sem considerar a estratégia de refinanciamento para 2007. Os montantes de vencimentos de cada grupo de títulos (prefixados, remunerados por Selic, índices de preços ou variação cambial) são dados por sua participação nos vencimentos da DPF em cada ano (de 2003 a 2007, como exposto no Gráfico 4) e são distribuídos igualmente entre os 12 meses de 2007.

indicador da magnitude dos desvios no valor dos vencimentos esperados da dívida, decorrentes de choques estocásticos sobre juros, câmbio e inflação, associado a um determinado nível de significância estatística¹² de realização desses choques.

Gráfico 5. Cashflow-at-Risk Relativo da DPF



Fonte: STN/COGEP

O Gráfico 5 mostra que o CfaR relativo vem se reduzindo desde 2003 e, para 2007, seu valor corresponde a cerca de 27% do valor projetado sob a hipótese de uma composição de vencimentos igual à de 2003. Tal resultado é parte dos benefícios da maior participação relativa de títulos prefixados na DPF, que se traduz na redução superior a 2/3 na volatilidade dos vencimentos da DPF.

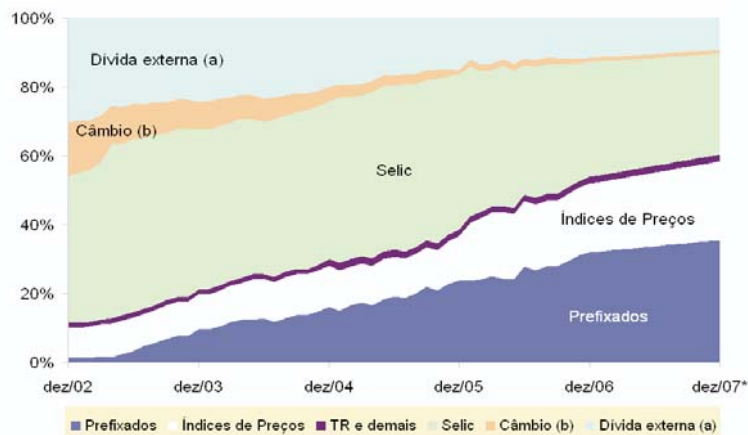
Outros fatores que têm contribuído para um menor risco de refinanciamento são a manutenção de saldos confortáveis de colchão de liquidez¹³ e o gerenciamento de passivos em moeda estrangeira. Particularmente em 2006, o Tesouro Nacional empreendeu um programa de resgate antecipado de parte da dívida externa com vencimento entre 2006 e 2012, suavizando o perfil de vencimentos da Dívida Pública Federal externa – DPFe. Além disso, novas emissões externas de títulos de longo prazo em reais contribuem para a consolidação da ponta longa da curva prefixada doméstica.

Risco de Mercado

O risco de mercado da dívida pública vem diminuindo substancialmente em função das mudanças na composição por indexadores da DPF, especialmente a redução das parcelas da dívida indexadas ao câmbio e à Selic. No fechamento de 2006, a soma das parcelas da DPF remunerada por índices de preços e prefixada ultrapassou os 50%. A previsão para o fechamento de 2007 é de que essa soma se situe em torno dos 60%.

¹² O CfaR relativo apresentado neste documento é definido como a razão entre o percentil 99% (nível de significância de 1%) e a média da distribuição simulada para o valor dos vencimentos da DPF ao longo de um ano.

¹³ Recursos orçamentários disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF.

Gráfico 6. Composição da DPF


* A composição projetada para 2007 leva em conta o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

(a) Dívida denominada em câmbio (não considera os títulos da dívida externa emitidos em reais, que estão incorporados à parcela prefixada)

(b) Dívida interna referenciada em câmbio

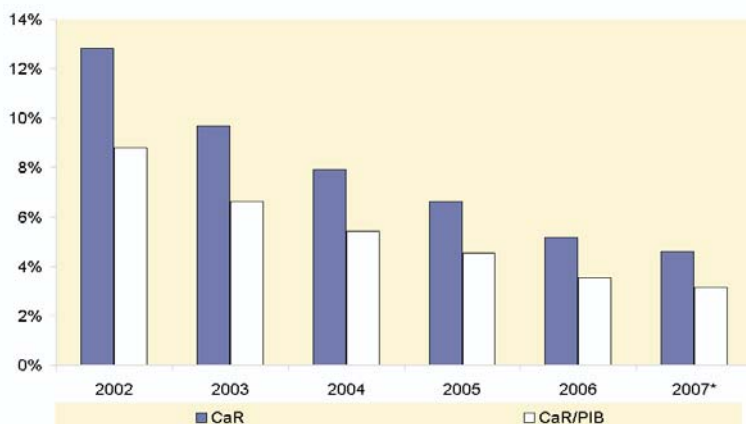
Fonte: STN/COGEP

A contínua mudança na composição da DPF nos últimos anos, sempre no sentido de um aumento na participação das parcelas prefixada e remuneradas por índices de preços, vem reduzindo a exposição da DPF ao risco de choques em indicadores financeiros.

O Gráfico 7 apresenta os resultados da estimação do *Cost-at-Risk* (CaR) relativo¹⁴, empregado aqui para mensurar a diminuição do risco de mercado decorrente da melhora observada na composição da DPF. O CaR relativo é um indicador da volatilidade do valor do estoque da DPF, que procura capturar o quanto o estoque da dívida pode exceder seu valor esperado em determinado exercício, com determinado nível de significância estatística¹⁵, devido a flutuações nas variáveis econômicas que determinam o custo dessa dívida.

¹⁴ Esse exercício consiste em simular, para cada hipótese de composição da DPF, a distribuição de probabilidades do valor do estoque dessa dívida ao final de 2007, com base em cenários estocásticos para juros, câmbio e inflação. O estoque inicial de cada grupo de títulos (prefixados, remunerados por Selic, índices de preços ou variação cambial) é dado por sua participação na DPF em cada ano (de 2002 a 2007 – utiliza-se o ponto médio dos limites indicativos do PAF para o ano de 2007). O estoque total de referência é o montante apurado ao final de 2006 (R\$ 1.237 bilhões).

¹⁵ O CaR relativo apresentado neste documento é definido como a razão entre o percentil 99% (nível de significância de 1%) e a média da distribuição simulada para o valor do estoque da DPF ao final de um ano.

Gráfico 7. Cost-at-Risk Relativo da DPF


* As estimativas para 2007 levam em conta o ponto médio dos limites indicativos deste PAF para a composição da DPF.

Fonte: STN/ COGEP

Como as simulações mostram, o CaR relativo vem caindo sistematicamente desde 2002 e, para o final de 2007, seu valor corresponde a cerca de 36% do que seria projetado se a composição da DPF fosse a mesma observada em 2002. Isso representa uma redução do risco de mercado dessa dívida em cerca de 2/3 em um horizonte de 5 anos, em função do maior peso dos títulos prefixados e dos referenciados a índices de preços na DPF.

A menor exposição a riscos é capturada também em análises mais conservadoras. O exercício apresentado na Tabela 5, denominado impacto de *stress*¹⁶, é uma simulação do impacto negativo de uma forte e persistente pressão sobre as taxas de juros reais e de câmbio real no valor da DPF. Essas pressões são transmitidas principalmente pela variação do custo dos títulos cambiais e remunerados pela taxa Selic, sendo proporcionais, portanto, à participação desses títulos na DPF.

Tabela 5. Impacto de Stress para Juros e Câmbio

Indexador	Participação no total da DPF (%)						Impacto de Stress (R\$ bilhões)					
	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Selic	42,4	46,5	45,7	43,9	33,4	29,0	52,7 (3,3%)	57,8 (3,6%)	56,8 (3,1%)	54,6 (2,8%)	41,5 (2,0%)	36,1 (1,6%)
Câmbio	45,8	32,4	24,2	17,6	12,7	11,0	299,4 (18,9%)	211,9 (13,3%)	158,2 (8,5%)	115,0 (5,9%)	83,0 (3,9%)	71,9 (3,1%)
Total	88,2	78,9	69,9	61,5	46,1	40,0	352,1 (22,2%)	269,7 (16,9%)	215,0 (11,6%)	169,6 (8,7%)	124,5 (5,9%)	108,0 (4,7%)

* A composição da DPF e da DPMFi para o ano de 2007 corresponde ao ponto médio dos limites indicativos do PAF/2007.

Fonte: STN/COGEP

¹⁶ *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 dez/06), aplicado sobre o estoque da DPF em dez/06 (R\$ 1.237,0 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.

Uma análise dos dados expostos na tabela acima deixa clara a substancial redução do impacto que grandes turbulências no mercado teriam no valor da dívida, tanto em valores nominais quanto em percentual do PIB. Dado o estoque da DPF ao final de 2006, o impacto de um cenário de *stress* nos juros e no câmbio seria de 22,2% do PIB caso a estrutura da dívida fosse a mesma de 2002, e de apenas 4,7% do PIB, considerando uma estrutura correspondente ao ponto médio dos limites indicativos do PAF 2007. Isso representa uma redução de quase 80% do impacto de situações de *stress* na DPF entre 2002 e 2007.

No caso da exposição da DPF aos choques de câmbio, a situação é ainda mais favorável do que o sugerido pelo exercício acima. O teste de *stress* não leva em conta o nível de reservas internacionais acumuladas pelo Banco Central. O gráfico 8 mostra a evolução da parcela da DPF indexada ao câmbio (incluindo os *swaps* cambiais) e das reservas internacionais.

Gráfico 8. Exposição Cambial : DPF + Swap versus Reservas Internacionais



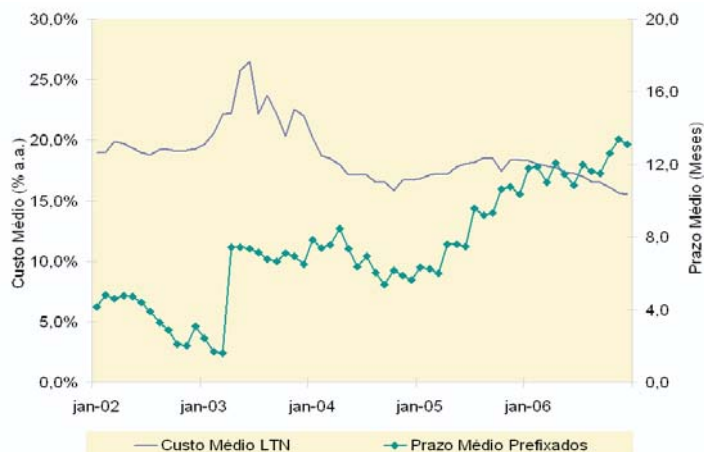
Fonte: STN/COGEP

O gráfico mostra que, desde meados de 2006, o nível de reservas internacionais excede a dívida total do Governo Federal vinculada ao câmbio. Com esse resultado pode-se inferir que choques no câmbio, apesar de provocarem um aumento no valor da DPF, seriam imunizados por um aumento de mesma proporção no valor, em reais, das reservas internacionais, eliminado seu efeito sobre a Dívida Líquida do Setor Público. As projeções para 2007 indicam uma manutenção desse cenário, com as reservas internacionais excedendo o valor da DPF remunerada pelo câmbio.

É importante ressaltar que as alterações na estrutura da dívida têm seus custos e, nesse contexto, o Tesouro Nacional deve estar atento ao melhor momento e à melhor forma de promover essa mudança. O aumento na prefixação da dívida é importante, mas há um *trade-off* entre composição, custo e prazo que deve ser observado para que o Tesouro cumpra os objetivos de gestão da dívida. O gráfico abaixo demonstra que o Tesouro Nacional teve sucesso em aproveitar a trajetória de queda da taxa básica de juros (Selic) para aumentar a prefixação da dívida sem aumentar o custo ou redu-

zir o prazo dessa parcela da dívida. As simulações indicam que em 2007 o terreno continuará fértil para que o Tesouro dê continuidade à sua estratégia de melhora gradual na composição da DPF.

Gráfico 9. Custo e Prazo do Estoque de Títulos Prefixados



Fonte: STN/COGEP

A redução da parcela da DPF remunerada pela taxa Selic representou redução do risco de taxa de juros, como mensurado pelo teste de *stress*. Além deste teste, se adotarmos o somatório da dívida remunerada pela taxa Selic e prefixada com prazo menor que um ano como um indicador conservador para o risco de flutuações na taxa de juros, observamos que a exposição do Tesouro tem diminuído desde o início de 2005, como se vê no Gráfico 10, mesmo nessa abordagem mais rigorosa de avaliação de risco. Tal resultado é consistente com a política de alongamento dos prazos médios de emissão e a consolidação de *benchmarks* no mercado de títulos prefixados.

Gráfico 10. Risco de Taxa de Juros: Dívida Selic + Prefixados com Prazo Menor que 12 Meses



Fonte: STN/COGEP

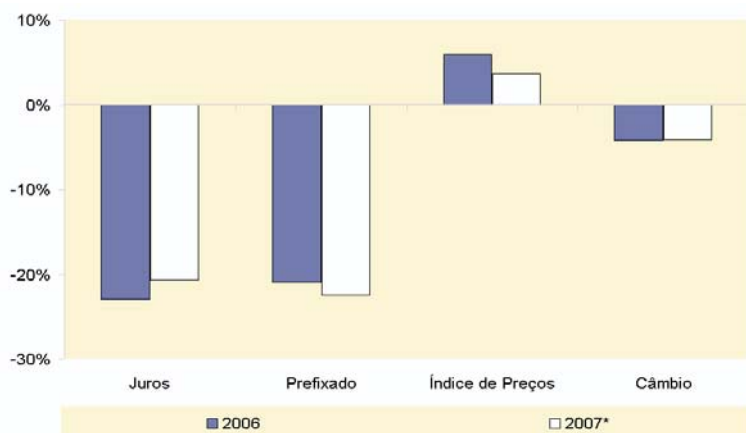
Ainda como ferramenta para o gerenciamento do risco de mercado, o Tesouro Nacional estuda a possibilidade do uso de derivativos. A Resolução do Senado

Federal nº 20/2004 autorizou o uso de derivativos em operações de crédito externas. Atualmente o Tesouro avalia quais instrumentos podem ser úteis para a implementação de suas estratégias de financiamento, além de desenvolver modelos de precificação e risco específicos para tais instrumentos.

Gerenciamento de Ativos e Passivos - GAP

As metas propostas no PAF 2007 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 projetam 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 11. Descasamentos de Ativos e Passivos como Proporção do PIB



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

* A composição projetada para 2007 leva em conta o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

Fonte: STN/COGEP

Risco de Estratégia

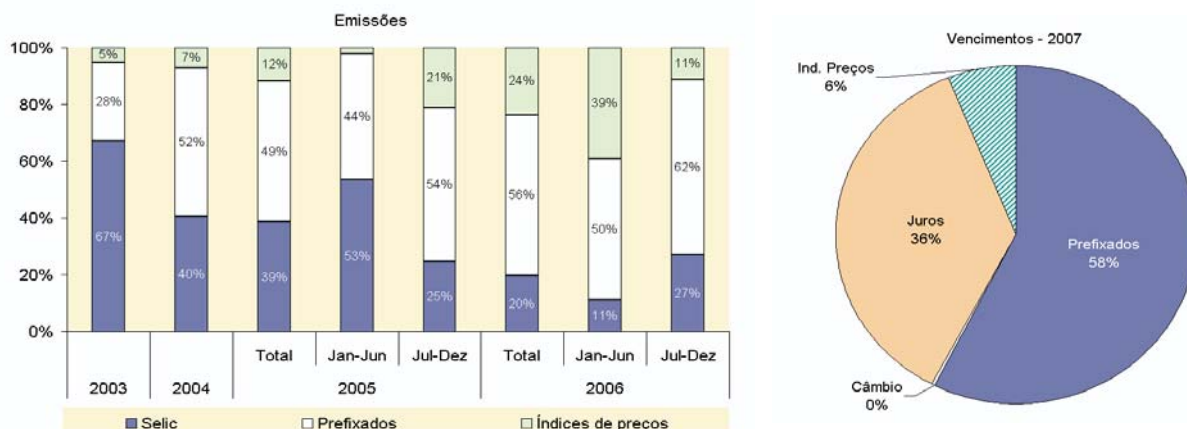
Anualmente, durante a elaboração das diretrizes de gerenciamento da dívida pública, o Tesouro Nacional avalia os riscos de que as metas estipuladas para o período seguinte não sejam cumpridas. Além da sensibilidade dos gestores da dívida e dos profissionais responsáveis pelo acompanhamento do mercado, são realizados alguns exercícios objetivos que ajudam a ponderar se a estratégia planejada poderá ser implementada e conduzirá os indicadores da dívida para as metas. Basicamente, esses testes consistem em avaliar se as estratégias necessárias para o atingimento das metas são consistentes com as emissões recentes do Tesouro.

Observa-se, por meio do Gráfico 12, que os títulos remunerados por índices de preços e prefixados responderam por cerca de 80% das emissões de títulos efetuadas em 2006 no âmbito da DPMFi¹⁷. Destaca-se que, no primei-

¹⁷ Tendo em vista que a DPMFi representa aproximadamente 90% da DPF, as análises de risco de estratégia podem ser extrapoladas para a DPF.

ro semestre de 2006, observamos uma expressiva proporção dos títulos remunerados por índices de preços no financiamento do Tesouro, atingindo quase 40% das emissões. Já no segundo semestre desse ano as emissões foram mais intensivas em prefixados.

Gráfico 12. Composição das Emissões e Vencimentos da DPMFi

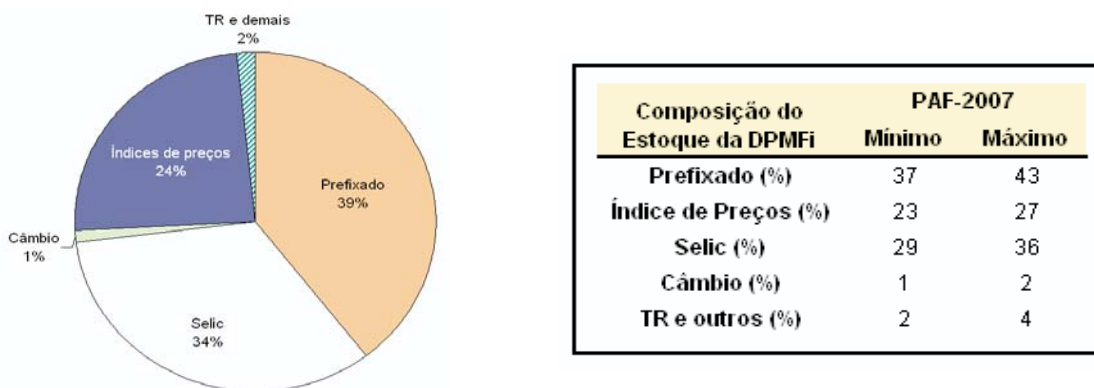


Nota: Inclui títulos emitidos e resgatados em operações de troca bem como aqueles cancelados em operações de resgate antecipado.

Fonte: STN/COGEP

Considerando-se o perfil dos vencimentos exposto no Gráfico 12 e a hipótese de composição das emissões similar ao padrão observado no segundo semestre de 2006, projeta-se que as metas para a composição da DPMFi devem ser cumpridas de forma natural. Note que, ao escolher esse período como referência para o perfil das emissões, adotamos como hipótese a troca do indexador para cerca de 10% dos vencimentos totais previstos para 2007, que mudariam de Selic ou taxa de câmbio para índices de preços ou prefixados. O resultado desse exercício hipotético se encontra no Gráfico 13.

Gráfico 13. Simulação da Composição da DPMFi ao final de 2007



Nota: Esse resultado reflete apenas a extrapolação da composição das emissões observadas no segundo semestre de 2006 e, portanto, não guarda relação direta com a estratégia de emissão do PAF 2007.

Fonte: STN/COGEP

Observa-se que a simples continuidade desse padrão de emissões, que seria factível para o ano de 2007 sem causar pressões no mercado de dívida, todos os indicadores de composição da DPMFi se situariam bem próximos do centro das bandas estipuladas. Esse exercício reforça a confiança de que não deve haver obstáculos consideráveis para a implementação da nova estratégia, do ponto de vista da composição da emissão.

Seção 4: Benchmark para a DPF

Os resultados obtidos na administração da dívida pública ao longo dos últimos anos, permitirão que o Tesouro Nacional dê continuidade, em 2007, à uma política proativa de gerenciamento da dívida pública visando a melhora de sua composição por indexadores, acompanhada pelo alongamento do prazo médio e queda do percentual vincendo em 12 meses.

As mudanças observadas, contudo, envolvem escolhas com relação ao balanço entre custos e riscos que determinada estrutura da dívida pública pode acarretar. Conseqüentemente, o Tesouro Nacional precisa definir qual o perfil desejado para seu passivo no longo prazo, de modo que o seu financiamento ocorra da maneira menos onerosa possível sem, no entanto, ocasionar elevada exposição a riscos.

Com essa preocupação, o Tesouro Nacional está avançando no desenvolvimento de um modelo de estrutura ótima de longo prazo (*benchmark*) para a dívida pública brasileira. Tal estudo é importante para orientar o gestor da dívida nas decisões tomadas visando alcançar a estrutura de dívida que o governo gostaria de ter, com base em suas preferências entre riscos e custos.

Diversos países já utilizam modelos de *benchmark* com esse fim, dentre eles Portugal, Suécia, Irlanda e Dinamarca. Além disso, organismos internacionais como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional recomendam que os gestores de dívida soberana adotem modelos de *benchmark* como ferramenta de gerenciamento de risco e planejamento estratégico¹⁸.

Princípios Teóricos

De maneira resumida, o *benchmark* é uma estrutura de dívida ótima de longo prazo que norteia a estratégia de financiamento de curto e médio prazos, e constitui importante instrumento de gerenciamento de risco e planejamento estratégico. Ele indica, para uma situação de estado estacionário¹⁹, quais as composições de dívida que são eficientes do ponto de vista do *trade-off* entre custo e risco. A partir das informações geradas pelo modelo de *benchmark*, o gestor da dívida é capaz de conduzir suas operações de financiamento, tanto as novas emissões quanto aquelas associadas exclusivamente com a administração de risco, de maneira que gradualmente a dívida seja conduzida para uma composição ótima do ponto de vista da solução do problema de minimização de custos condicionado à assunção de níveis prudentes de risco.

Do ponto de vista teórico, desenvolvimentos baseados na hipótese de “Equivalência Ricardiana” preconizavam a neutralidade do tamanho da dívida so-

¹⁸ Ver Guidelines for Public Debt Management (2001 e 2003), divulgado pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial.

¹⁹ O estado estacionário aqui é entendido como uma situação em que o perfil relativo de maturação da dívida é constante e as variáveis econômicas relevantes flutuam em torno de seus valores de equilíbrio de longo prazo.

bre a atividade econômica²⁰. Entretanto, hipóteses mais realistas conduziram a teorias que consideram relevante a gestão da dívida pública. Com o relaxamento das hipóteses que sustentam a “Equivalência Ricardiana”, a composição da dívida pública é importante não só pelas razões de minimização do custo esperado do serviço da dívida, mas também por razões de credibilidade e sinalização, de minimização da volatilidade orçamentária e aumento da liquidez ou da informação disponível no mercado²¹.

Na literatura sobre tributação ótima, em particular, a política do governo requer a definição de uma carga tributária constante ao longo do tempo (“*tax smoothing*”), o que garante a consistência intertemporal das decisões dos agentes econômicos. Aliado ao objetivo de taxa ótima, o governo deve estruturar sua dívida de modo a estabilizar a carga tributária ao longo do tempo e sob diferentes estados da natureza. Nesse sentido, os governos deveriam ter baixa tolerância a estruturas de passivo arriscadas e o objetivo primário do gestor da dívida seria obter uma estrutura de carteira que minimizasse o risco de flutuações no custo da dívida que ocasionem flutuações na tributação.

Aplicação do Modelo ao Caso Brasileiro

A idéia geral do modelo desenvolvido pelo Tesouro Nacional é simples. A evolução da economia é baseada em modelos estocásticos²² de finanças para as variáveis macroeconômicas relevantes (taxa de juros, câmbio, inflação e PIB). Tais modelos, apesar de serem estocásticos, são correlacionados para garantir a consistência macroeconômica entre si. As trajetórias simuladas para essas variáveis são utilizadas para estimar o custo de cada instrumento de financiamento do Tesouro, bem como a evolução da DPF e da DLSP/PIB, ao final do período de análise, que foi definido para 10 anos. Com essas informações, obtém-se uma fronteira eficiente de carteiras da dívida, em estado estacionário, no espaço risco-retorno²³ da DLSP/PIB²⁴. Cada carteira é diferente quanto à sua composição por indexadores (Prefixados, Selic, Índices de Preços e Cambiais) e, também, com relação ao prazo médio e ao percentual vincendo em 12 meses.

Os primeiros resultados do modelo sinalizam que as diretrizes e metas apresentadas neste PAF são consistentes com a estrutura ótima esperada para a

20 Há três condições sob as quais a Equivalência Ricardiana é válida: (1) Os agentes devem possuir um horizonte infinito de planejamento; (2) Existência de mercados completos e (3) Existência de impostos não distorcivos. A esse respeito, ver Barro, Robert J. (1974), “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Monetary Economics*, vol. 82, 1095-1118.

21 Ver a esse respeito Goldfajn, Ilan e Paula, Áureo de (1999), “Uma Nota sobre a Composição Ótima da Dívida Pública – Reflexões Para o Caso Brasileiro”, Texto para Discussão n° 411, PUC-Rio (dezembro).

22 Entende-se por modelos estocásticos aqueles gerados a partir de variáveis aleatórias, com distribuição de probabilidade.

23 Quanto menor for a média da distribuição de probabilidades da relação DLSP/ PIB ao final do período de análise (10 anos), maior o retorno que determinada carteira da dívida proporciona. O risco é mensurado por meio do percentil 99% da distribuição de probabilidades da DLSP/PIB ao final do período de análise.

24 A relação DLSP/PIB é considerada o indicador mais importante do grau de endividamento do setor público, sinalizando a capacidade de solvência do governo; por isso é usada para a definição da política fiscal.

DPF. Nesse sentido, o modelo confirma que há espaço para aumentar a proporção de títulos referenciados a índices de preços, tendo em vista que a remuneração de tais títulos é altamente correlacionada com a evolução do PIB e, portanto, com as receitas do governo, reduzindo a exposição a riscos da DLSP. Também há espaço para ampliar a participação relativa dos títulos prefixados, já que esses títulos garantem maior previsibilidade em relação aos custos da DPF e, portanto, à evolução da DLSP.

A análise justifica ainda a redução do peso dos títulos remunerados pela taxa Selic no financiamento público, embora de maneira gradual. A esse respeito, é importante destacar que, não obstante a remuneração desses títulos seja mais volátil que a dos prefixados e dos remunerados por índices de preços, eles têm a vantagem de contribuir para a redução do custo da DPF em um processo de transição para um cenário de taxa de juros mais baixas, consistente com a maior estabilidade econômica. Com relação à dívida externa, o *benchmark* aponta para uma participação coerente com o estoque de reservas cambiais.

Considerações Finais

Cabe lembrar que, embora a gestão do *trade-off* entre custo e risco sugira o uso de instrumentos tradicionais de análise financeira, há vários fatores peculiares ao governo que impedem o uso indiscriminado da teoria de finanças às análises de dívida pública. Nesse sentido, o governo pode ter objetivos mais complexos que simplesmente reduzir custos condicionado a níveis prudentes de risco. Indicadores relacionados a fluxo de caixa e impactos sobre o orçamento anual, por exemplo, têm implicações sobre a escolha da estrutura ótima da dívida. Além disso, o tamanho e a natureza das emissões de títulos públicos e a composição da dívida pública fazem com que o governo tenha forte influência sobre preços e, portanto, sobre o custo e o risco de suas estratégias de financiamento.

O Brasil, a exemplo da maior parte dos países, declara como objetivo do gerenciamento da dívida pública a minimização dos custos de longo prazo sujeita a níveis prudentes de risco. Não obstante, assume também preocupações com o aperfeiçoamento do mercado secundário de títulos públicos, ampliação da base de investidores e desenvolvimento da estrutura a termo das taxas de juros, que é referência para preços de títulos públicos e privados.

Considerando esses objetivos e diretrizes e os primeiros resultados do *benchmark* da DPF, pode-se afirmar que as metas apresentadas neste PAF são consistentes com movimentos graduais na direção de se atingir, no médio e longo prazos, uma composição ótima para a DPF.