

O ano de 2003 tem sido favorável para o alcance de avanços significativos no gerenciamento da dívida pública. Decisões políticas tomadas pelo novo governo no sentido de uma postura fiscal firme e duradoura bem como um rígido controle sobre pressões inflacionárias têm permitido um ambiente de maior confiança, dando espaço para um cenário de estabilidade crescente e melhorias significativas nas práticas de administração da dívida pública.

Este documento resume os principais avanços e realizações no que diz respeito à administração da dívida pública brasileira em 2003. O objetivo é mostrar, de forma consolidada, as medidas que foram tomadas no sentido de fomentar o desenvolvimento do mercado de dívida pública objetivando, dentre outros, o aumento da liquidez, a redução nos custos, a melhoria no perfil da dívida e a diversificação da base de investidores.

O texto é organizado em três seções. A primeira seção apresenta uma breve avaliação de alguns impactos da política econômica do novo governo, com ênfase nos ganhos financeiros obtidos devido a melhorias macroeconômicas. A segunda seção descreve as medidas estratégicas adotadas pelo Tesouro Nacional no sentido de desenvolver o mercado de dívida pública. A seção três lista os avanços nos indicadores de dívida, enquanto a última parte do texto apresenta algumas observações finais.

1. Impactos da Política Econômica Austera do Novo Governo:

- Redução expressiva no prêmio de risco brasileiro (o EMBI Brasil era 2.443 bps em setembro de 2002 e alcançou 601 bps em outubro de 2003) - Gráfico I;
- Aumento na credibilidade, permitindo a retomada de emissões nos mercados internacionais: Global 2007, Global 2011, Global 2013, Global 2024-B, e Global 2010 - todos com Cláusulas de Ações Coletivas - CACs. O montante emitido totaliza até o momento US\$ 4,6 bilhões;
- Redução significativa nas expectativas inflacionárias com um impacto direto nas taxas do mercado futuro (Gráfico II), criando melhores condições para a **redução no prêmio cobrado para as novas emissões**;

- **Descontos menores para os títulos pós-fixados** permitiram uma redução no custo de refinanciamento da dívida de aproximadamente **R\$ 595 milhões**, enquanto para os **títulos prefixados** essas reduções possibilitaram ganhos em torno de **R\$ 1,1 bilhão**, desde o começo de 2003;
- Constante redução na taxa Selic e apreciação da taxa de câmbio foram também traduzidas em ganhos financeiros para a dívida pública. Foram obtidos resultados positivos tanto para o estoque como para o fluxo de pagamentos. O ganho total obtido desde o início de 2003 é de aproximadamente **R\$ 110 bilhões** (veja Tabela I)
 - Com relação à **taxa Selic**, a tendência consistente de queda até o final de 2003 e os ganhos já obtidos desde junho, quando esta taxa começou a diminuir, indicam que, ao término de 2003, os resultados tanto no estoque quanto no fluxo de pagamentos serão positivos;
 - O impacto da **apreciação do Real frente ao Dólar** permitiu um ganho financeiro de aproximadamente **R\$ 12 bilhões no fluxo de pagamento da dívida**, além de uma expressiva redução, em torno de **R\$ 65 bilhões, no estoque da dívida** (R\$ 48 bilhões na dívida externa e R\$ 17 bilhões na dívida doméstica);
 - Relativamente **às operações de swap**, o ganho financeiro foi de **R\$ 31 bilhões**. Embora estas operações não impactem a dívida pública federal diretamente, o lucro é refletido no resultado do Governo Central (Tesouro Nacional + Banco Central) e por conseguinte na Dívida Líquida do Setor Público;
 - Finalmente, o **impacto total** decorrente da melhora nos indicadores macroeconômicos, de janeiro a outubro de 2003, sobre as expectativas ao término de 2002, é bastante positivo. Este se traduz em aproximadamente **R\$ 54 bilhões para a dívida pública externa e R\$ 25 bilhões para a dívida pública doméstica**. Considerando o impacto indireto das operações de swap sobre as contas do Governo Central e da Dívida Líquida do Setor Público, o ganho é ainda maior (como anteriormente mencionado, em torno de R\$110 bilhões).

TABELA 1

RS1000,00

| | |
|--|-----------------------|
| Impactos sobre a DPMFi ¹⁾ | |
| Redução no custo de emissão - sobre a parcela em Selic | 594.619,01 |
| Redução no custo de emissão -sobre a parcela prefixada | 1.117.916,63 |
| Sobre o fluxo de pagamentos em Selic | (12.644,34) |
| Sobre o estoque em Selic | (320.219,30) |
| Sobre o fluxo de pagamentos em Câmbio (dívida interna) | 6.045.073,23 |
| Sobre o estoque em Câmbio (dívida interna) | 17.336.791,24 |
| Ganho financeiro total sobre a DPMFi | 24.761.536,47 |
| Impactos sobre a DPFe ²⁾ | |
| Sobre o fluxo de pagamentos em Câmbio (dívida externa) | 5.937.999,94 |
| Sobre o estoque em Câmbio (dívida externa) | 47.809.916,87 |
| Ganho financeiro total sobre a DPFe | 53.747.916,81 |
| Impactos sobre os swaps | |
| Sobre o fluxo de pagamentos de <i>swaps</i> Cambiais | 9.671.873,62 |
| Sobre o estoque de <i>swaps</i> Cambiais | 21.508.884,33 |
| Impacto total sobre os Swaps | 31.180.757,95 |
| Ganho financeiro total | 109.690.211,23 |

1) DPMFi - Dívida Pública Mobiliária Federal interna

2) DPFe - Dívida Pública Federal externa

Fonte: Informe Mensal/ Outubro de 2003 - Gerência de Risco/

Coordenação de Planejamento Estratégico da Dívida Pública/ Tesouro Nacional

2. Avanços nas Medidas Estratégicas de Gerenciamento da Dívida Pública & Desenvolvimento do Mercado de Dívida

2.1. Medidas estratégicas - Lado da Oferta

Bons fundamentos macroeconômicos permitiram a adoção de medidas estratégicas pelo Tesouro Nacional, as quais visam melhorar o perfil de dívida pública e desenvolver o mercado de títulos públicos.

Os itens seguintes descrevem algumas medidas implementadas.

- Criação de *benchmarks*
 - Títulos prefixados - concentração de vencimentos por meio de reofertas para estimular liquidez. Além disso, para aumentar a demanda e a liquidez desses títulos eles são colocados em datas de vencimento coincidentes às datas de vencimento de contratos no mercado futuro;
 - Títulos pós-fixados - concentração de emissão com prazos mais longos e em meses diferentes daqueles estabelecidos para os títulos prefixados;

- Controle do risco de refinanciamento
 - Condução de leilões de troca (todas as sextas-feiras) de títulos de curto prazo por longo prazo - Gráfico III;
 - Melhorando o saldo de caixa - Desde o início de 2003, o Tesouro Nacional tem emitido mais que sua necessidade de financiamento recompondo seu “colchão” de liquidez (posição atual equivalente a mais de 3 meses de pagamentos futuros);
- Implementação de um novo sistema de *dealers*. Agora formado por dois grupos específicos:
 - *Dealers* Primários - voltados às ofertas primárias e operações de *money market*, com até 12 instituições;
 - *Dealers* Especialistas - voltados às operações no mercado secundário, com até 10 instituições;
A introdução deste grupo criou incentivos para as transações no mercado secundário. Um novo arranjo de obrigações e benefícios para os *dealers* aumentou a eficiência do novo sistema comparativamente ao anterior;
- Auxílio para a melhora no ambiente de negociação – além da implementação de uma *clearing*, o desenvolvimento de uma plataforma para negociação eletrônica para os títulos públicos a ser implementada pela Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) no primeiro trimestre de 2004, os quais contribuirão para melhorar a eficiência e auxiliar no desenvolvimento do mercado secundário;
- Introdução de um programa de recompra de títulos indexados a índice de preços - essa medida foi adotada após uma série de encontros e debates com investidores de longo prazo. Ela visa reduzir os custos de transação dos investimentos de longo prazo devido à liquidez ainda limitada desses títulos. Criando a possibilidade de reduzir custos eventuais a que os investidores estejam expostos no ajuste de suas necessidades de caixa, o Tesouro está, concomitantemente, estimulando a demanda pelos títulos de longo prazo e estimulando o desenvolvimento de um mercado secundário mais líquido. À medida que o mercado desenvolva, esse tipo de programa será desnecessário.

2.2. Medidas estratégicas - Lado da Demanda

A experiência tem mostrado que medidas pelo lado da oferta, apesar de extremamente importantes são insuficientes para atingir, em uma base sustentável, todos os objetivos de administração da dívida pública. Melhorias estruturais no perfil da dívida precisam ser acompanhadas pelo

desenvolvimento do mercado de dívida, reduzindo o risco de mudanças abruptas nas políticas de refinanciamento do Tesouro em momentos de volatilidade do mercado. Nesse sentido, a diversificação da base de investidores tem um papel fundamental. Os detentores da dívida ainda estão concentrados em poucos tipos de investidores (principalmente bancos e fundos mútuos) - Gráfico IV.

As medidas listadas abaixo representam algumas das ações principais que o Tesouro tem buscado para lidar com os fatores limitantes pelo lado da demanda.

- Introdução de um programa que busca uma relação mais próxima com os fundos de pensão, os quais são investidores naturais de instrumentos de longo prazo. Depois de várias reuniões entre funcionários do Tesouro e administradores de fundos de pensão, surgiu um conjunto de possíveis medidas para estimular os investimentos em títulos de longo prazo, em linha com os objetivos de ALM dos fundos de pensão e com os objetivos de gerenciamento da dívida. A partir destas discussões, um programa de emissão de NTN-B - títulos indexados ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) - foi implementado com sucesso em setembro de 2003, com perspectivas excelentes para 2004 e os anos seguintes.
- Tesouro Direto - o programa de vendas de títulos públicos pela Internet foi ampliado com o lançamento de uma campanha publicitária a partir de setembro de 2003. Seu impacto foi extremamente positivo: as vendas aumentaram 84.4% em setembro comparativamente a agosto, enquanto o número de investidores cadastrados no programa aumentou 23.0% no mesmo mês, como observado na tabela II a seguir - (veja Gráfico V em Anexo);

TABELA II

| Mês | Vendas Mensais (R\$) | Investidores Cadastrados (Por mês) |
|--------------|-----------------------|------------------------------------|
| jan/02 | 4.644.684,87 | 2.390 |
| fev/02 | 7.725.164,04 | 610 |
| mar/02 | 5.875.562,73 | 353 |
| abr/02 | 4.341.606,17 | 218 |
| mai/02 | 3.118.590,94 | 217 |
| jun/02 | 2.389.846,14 | 223 |
| jul/02 | 3.738.220,63 | 429 |
| ago/02 | 5.198.533,13 | 129 |
| set/02 | 6.173.725,22 | 192 |
| out/02 | 10.935.406,94 | 254 |
| nov/02 | 9.801.661,16 | 282 |
| dez/02 | 12.141.017,47 | 323 |
| jan/03 | 17.352.987,10 | 399 |
| fev/03 | 11.828.570,46 | 569 |
| mar/03 | 11.406.446,83 | 440 |
| abr/03 | 26.114.990,11 | 1.295 |
| mai/03 | 20.195.794,90 | 1.458 |
| jun/03 | 20.154.920,46 | 1.102 |
| jul/03 | 17.327.478,53 | 1.109 |
| ago/03 | 18.200.769,55 | 1.259 |
| set/03 | 33.562.344,17 | 3.040 |
| Total | 252.228.321,55 | 16.291,00 |

- Implementação da Conta Investimento. Essa medida, ainda em discussão no âmbito do Tesouro Nacional, Banco Central e Secretaria da Receita Federal, isenta da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF - as transferências de recursos entre os fundos de investimento, e tem os objetivos de: (i) oferecer tratamento semelhante para a indústria de investimento como o que é dado hoje aos fundos de investimento exclusivos que são isentos de CPMF; e (ii) aumentar a competição na indústria de investimento bem como o volume negociado no mercado secundário.

3. Melhora nos Indicadores de Dívida

Como consequência dos avanços no ambiente macroeconômico e da adoção de medidas no que tange ao gerenciamento de dívida pública, os indicadores de dívida apresentaram resultados positivos bastante significativos ao longo de 2003.

- Aumento gradual no prazo de emissão dos títulos - Gráficos VI (LFT - títulos pós-fixados); VII (LTN - títulos prefixados - o prazo mais longo é julho de 2005); VIII (NTN-C - indexado a IGP-M), bem como redução dos prêmios exigidos pelo mercado - Gráficos IX e X;
- A retomada do processo de alongamento dos prazos diminuiu significativamente o percentual da dívida vencendo em 12 meses (de 40,2% em janeiro de 2003 para 32,1% em outubro do mesmo ano) - Gráfico XI;
- Aumento expressivo na participação de instrumentos prefixados, passando de apenas 1,9% em janeiro de 2003 para 9,9% em outubro. O montante mensal emitido desses títulos se tornou o mais representativo entre os diferentes instrumentos usados pelo Tesouro para refinaranciar sua dívida. - Gráficos XII e XIII;
- Menor exposição ao risco cambial. Considerando a parcela de títulos atrelados ao dólar no total da dívida interna, a queda foi de 22,4% em dezembro de 2002 para 11,4% em outubro de 2003, enquanto incluindo as operações de swap a parcela em câmbio diminuiu significativamente de 37,0% para 24,7% no mesmo período - Gráficos XIV, XV e XVI;
- O volume de títulos do governo negociados no mercado secundário aumentou significativamente em 2003 (aproximadamente 71,2%, de R\$5,2 bilhões em janeiro para R\$ 8,9 bilhões em outubro), com os contratos de DI futuro aumentando de 578 mil em janeiro para 1,4 milhões em outubro de 2003 (aumento de 134%). Esses acontecimentos são em

grande parte conseqüência dos bons fundamentos macroeconômicos aliados às medidas adotadas pelo Tesouro, acima mencionadas, no sentido de aumentar liquidez no mercado de títulos públicos.

Observações Finais

O Tesouro Nacional claramente estabeleceu seus objetivos de gerenciamento de dívida focando em minimizar o custo da dívida e, ao mesmo tempo, considerando níveis prudentes de risco. Dado o perfil de dívida atual, isso se dará, especialmente, por meio da redução do percentual da dívida vencendo no curto prazo e do alcance de uma melhor composição da dívida com menor exposição a choques adversos na taxa de juros ou no câmbio.

Não obstante, se reconhece que as precondições para efetivas práticas de gerenciamento de dívida são um ambiente macroeconômico sólido e um mercado de dívida desenvolvido. A experiência prévia no Brasil tem mostrado que a falta de um mercado desenvolvido pode afetar severamente a estratégia de refinanciamento adotada pelo Tesouro no caso de turbulência no mercado.

Medidas rígidas e transparentes em ambas as frentes de política fiscal e monetária auxiliaram no restabelecimento de um ambiente favorável para os gestores de dívida do Tesouro conduzirem ações visando desenvolver o mercado de dívida. Essas ações englobam não só mudanças chave na maneira como estratégias de gerenciamento de dívida têm sido conduzidas, como também consideram medidas no sentido de promover uma maior liquidez e diversificar a base de investidores. Esse documento revela que ganhos substanciais já foram alcançados com excelentes perspectivas para os próximos anos.

Para maiores informações, favor acessar o site do Tesouro Nacional:

www.tesouro.fazenda.gov.br

Ou contactar a Gerência de Relacionamento Institucional:

stndivida@fazenda.gov.br

ANEXO

Gráfico I

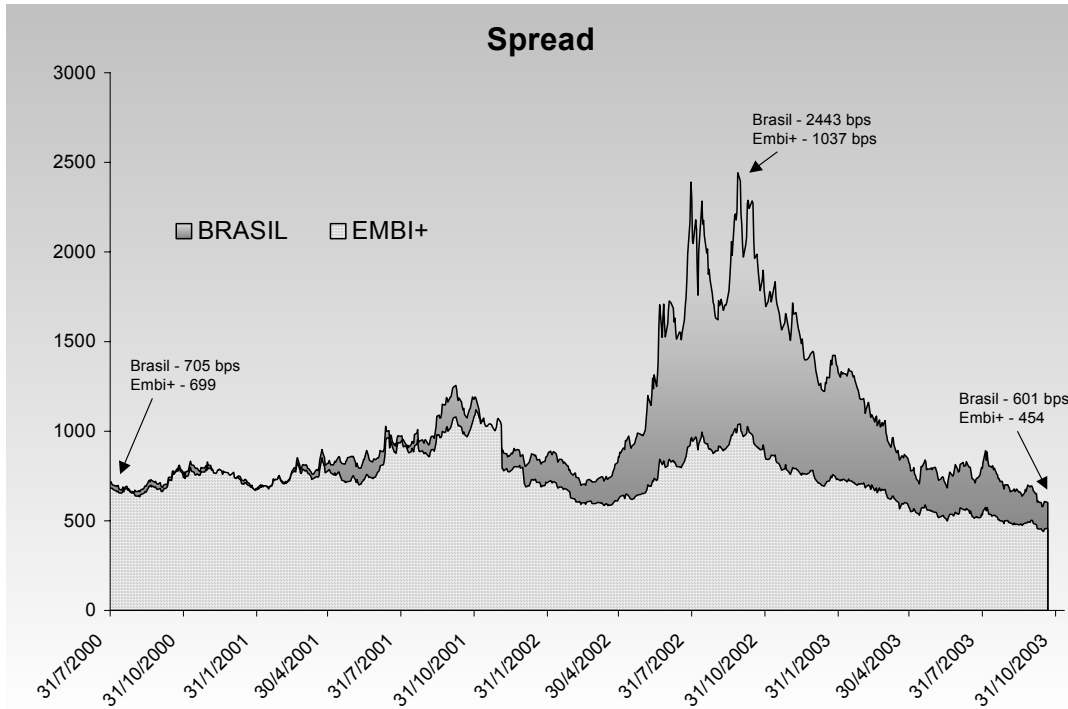


Gráfico II

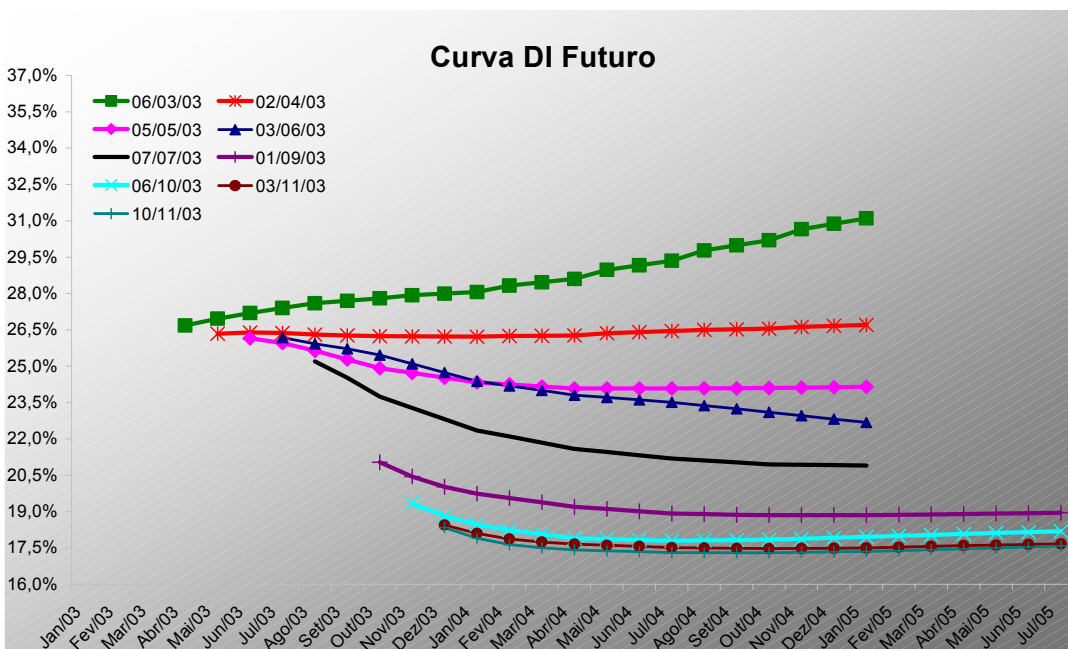


Gráfico III

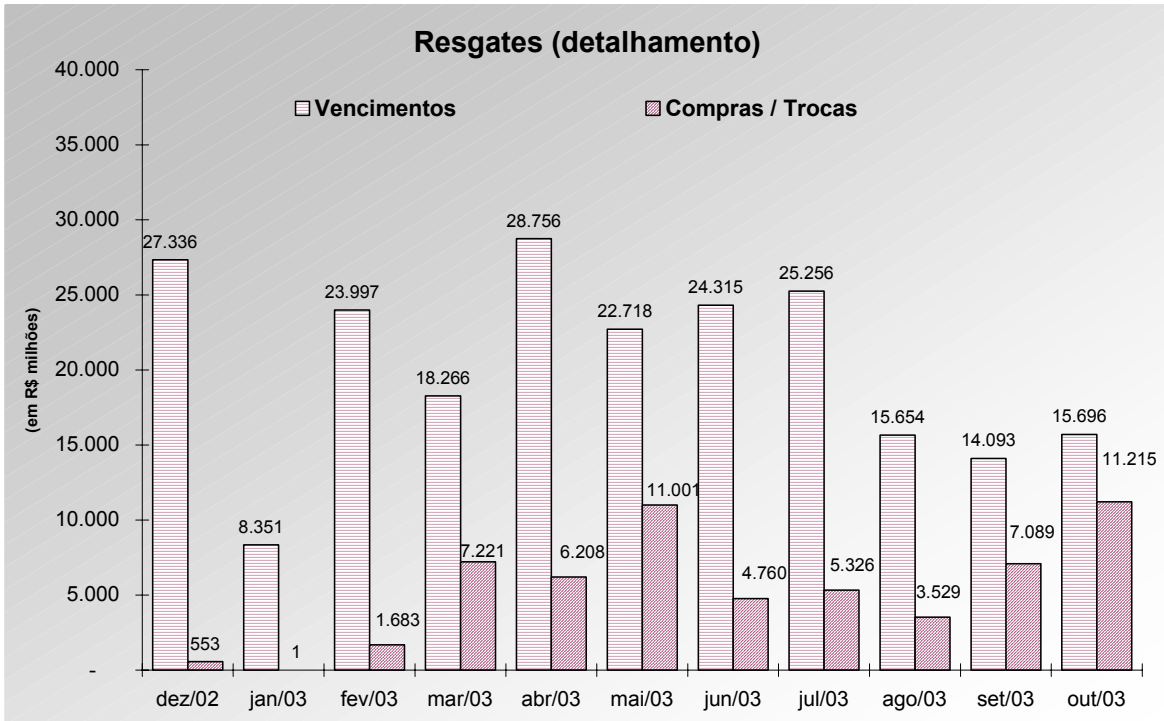


Gráfico IV

Detentores dos Títulos Públicos

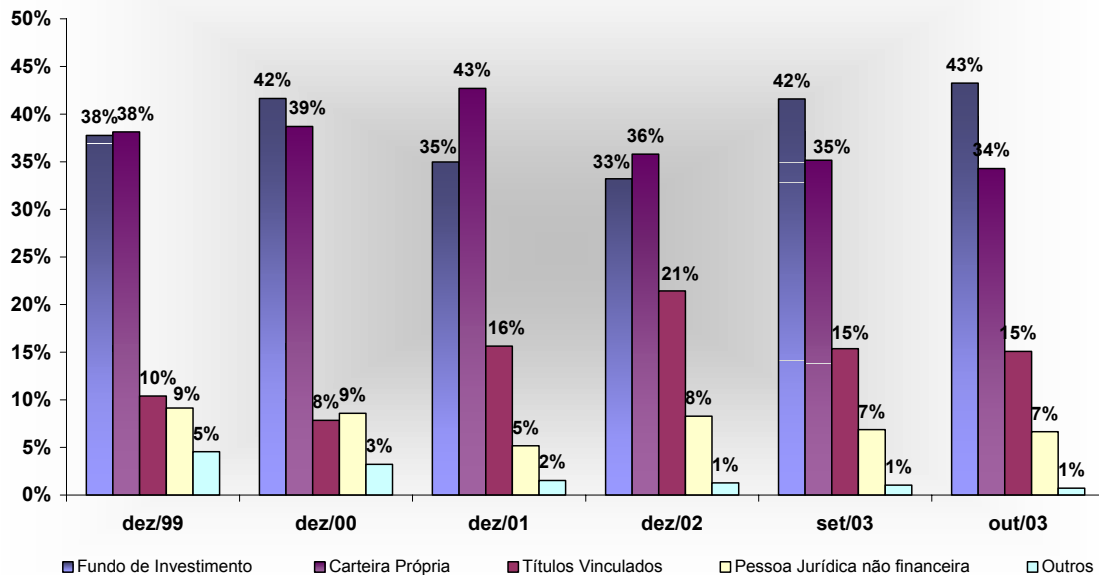


Gráfico V

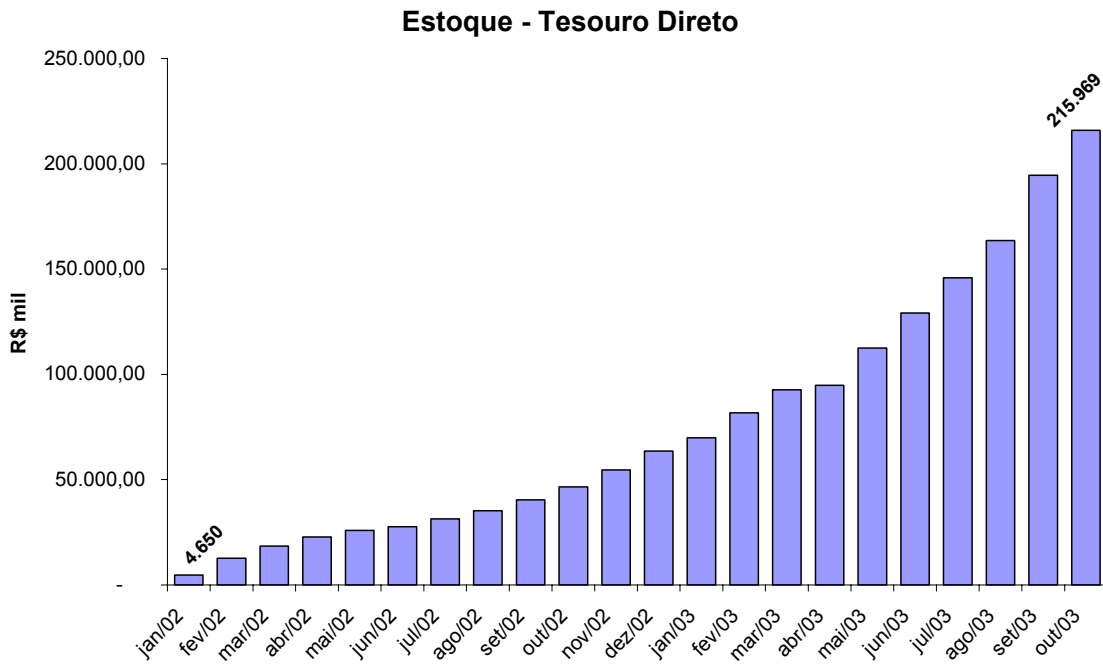


Gráfico VI

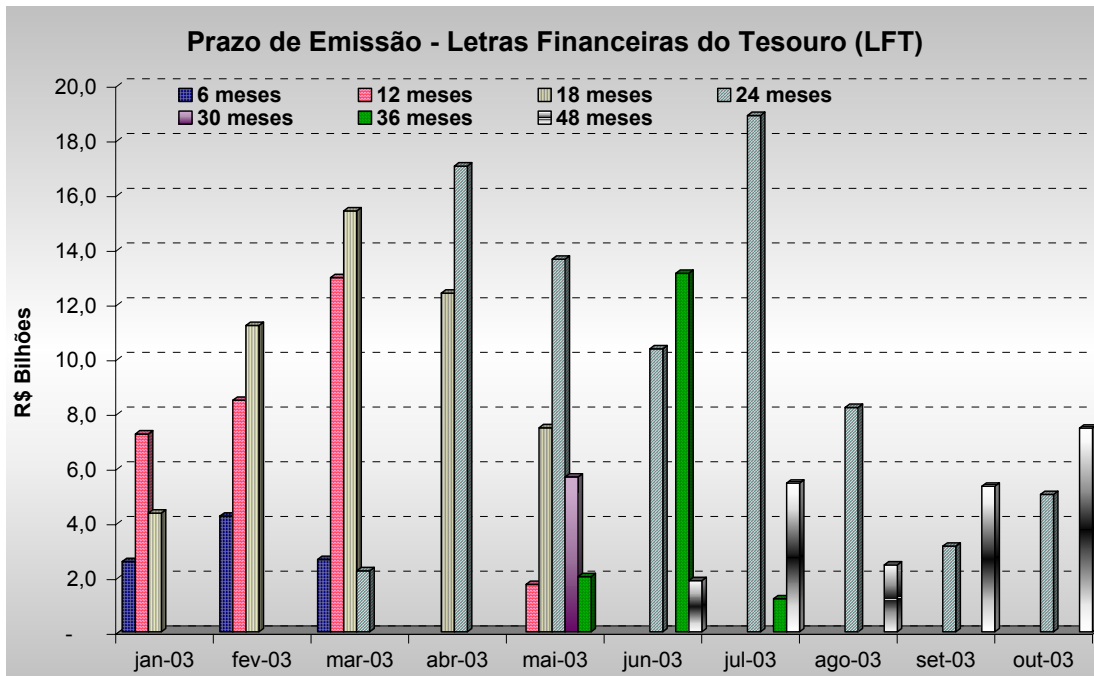


Gráfico VII

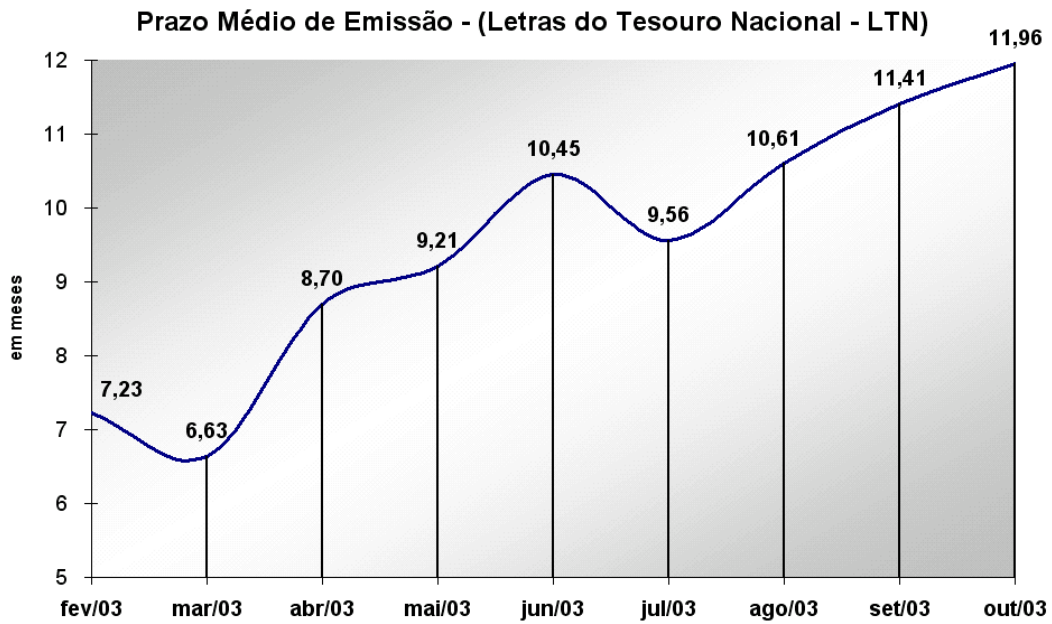


Gráfico VIII

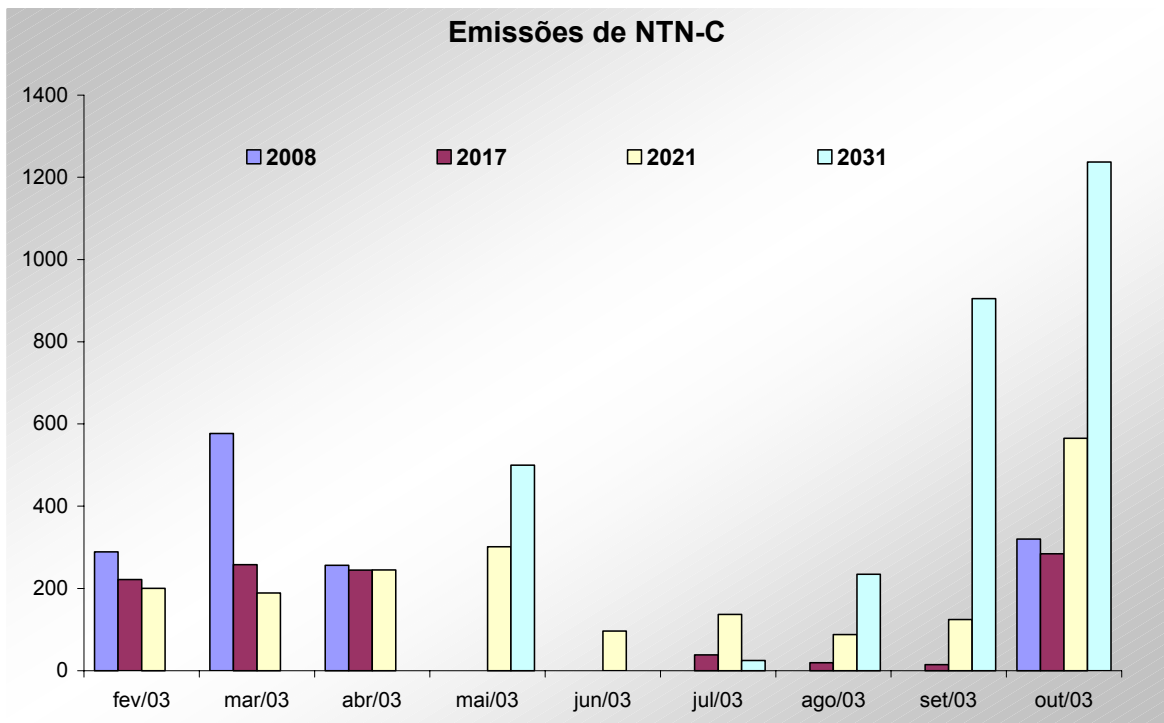


Gráfico IX

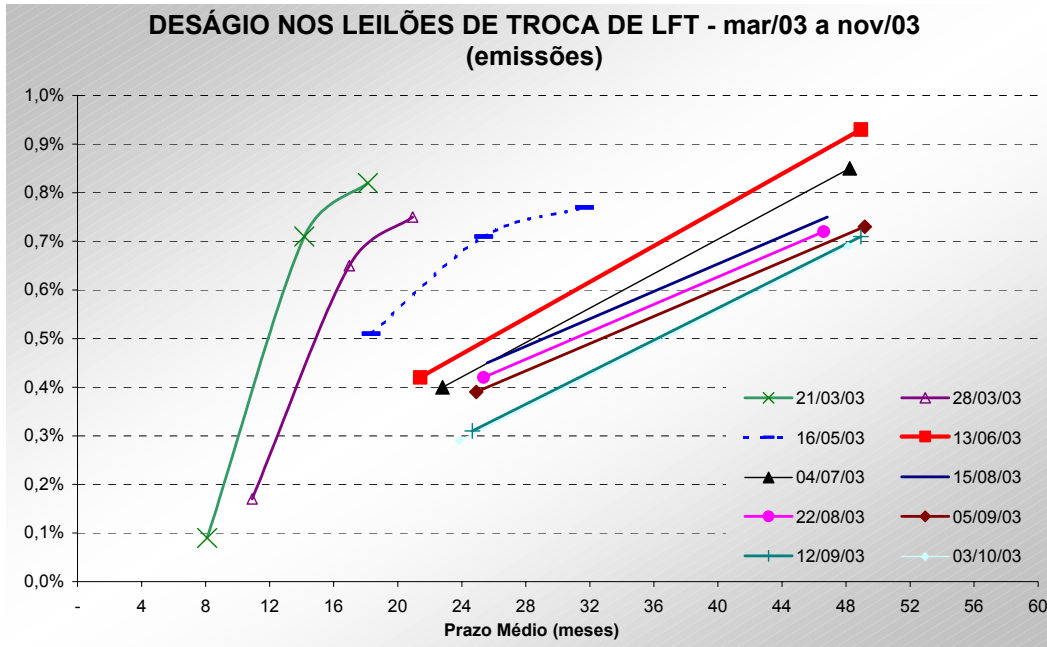


Gráfico X

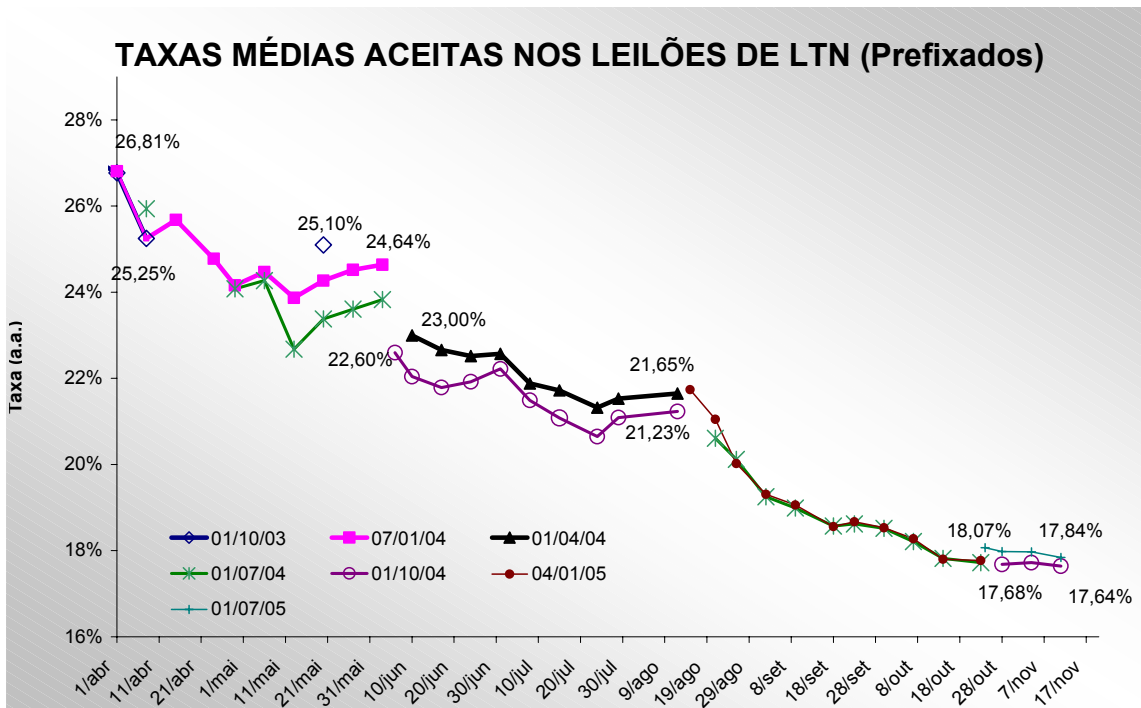


Gráfico XI

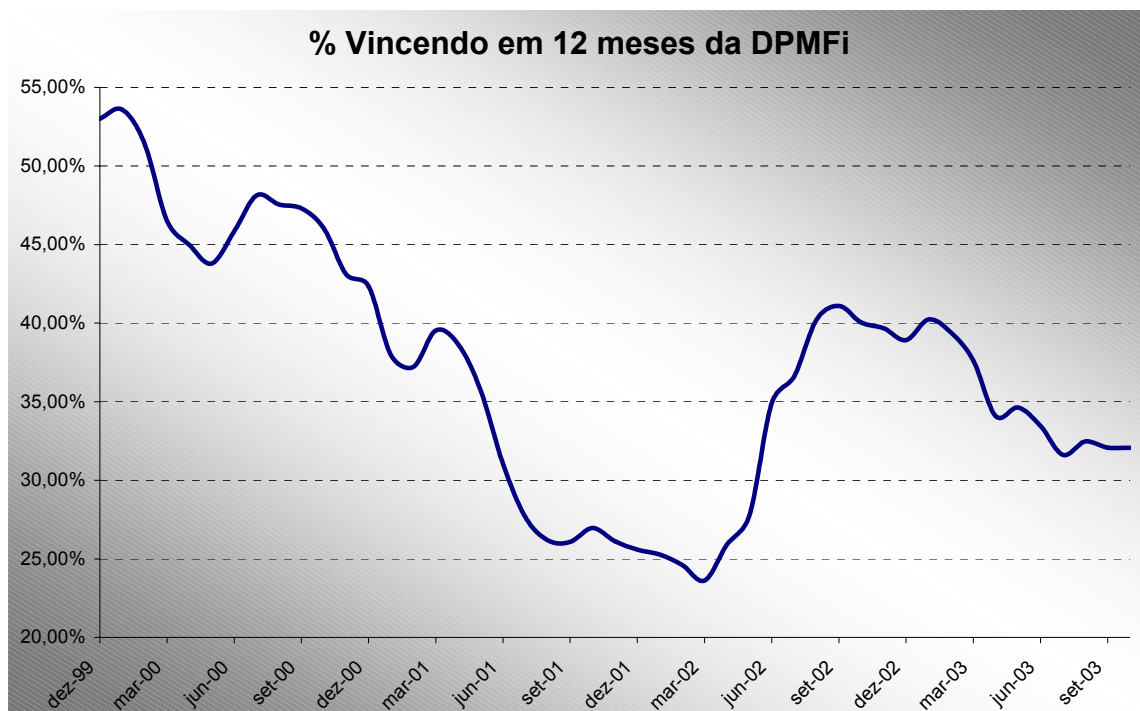


Gráfico XII

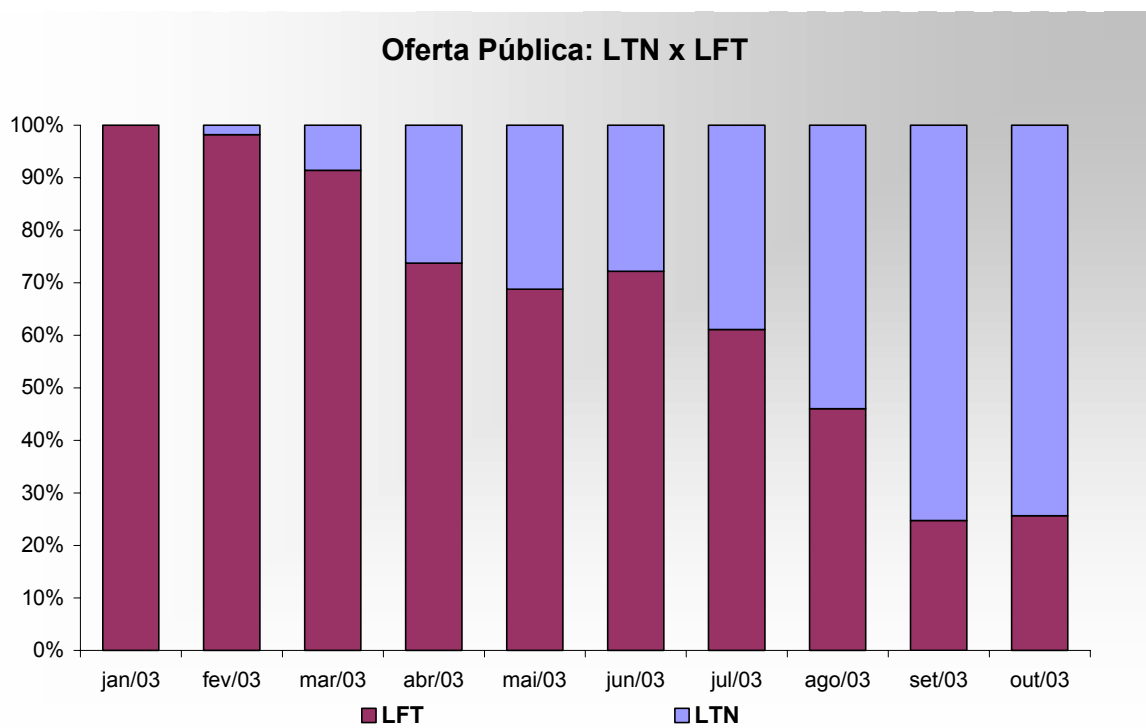


Gráfico XIII

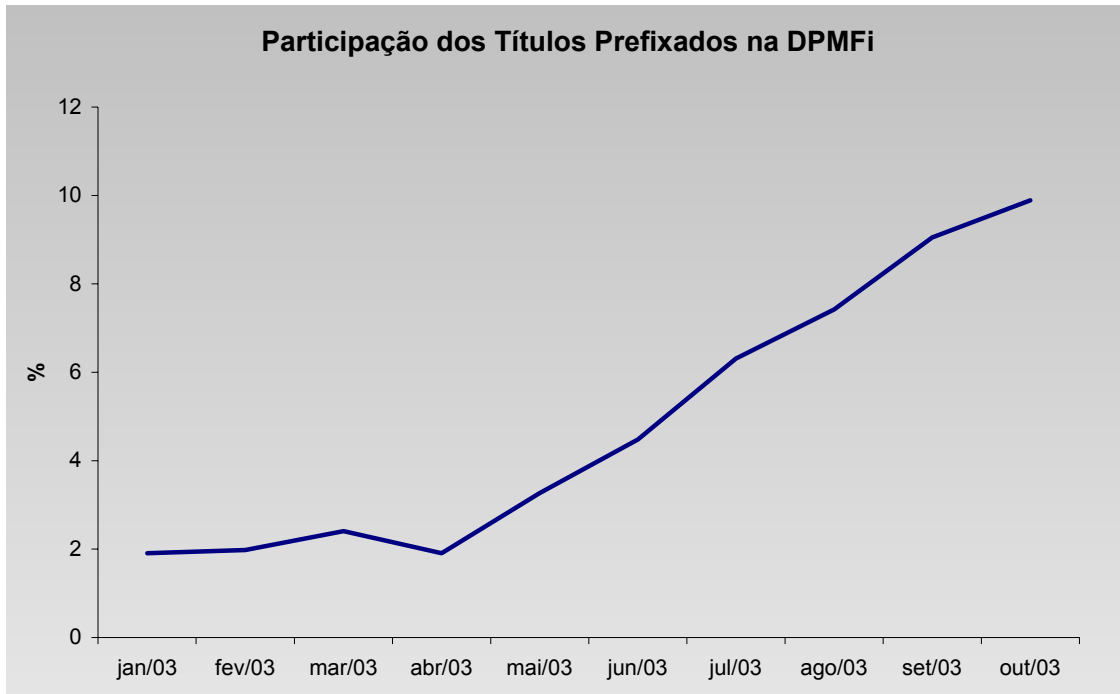


Gráfico XIV

Domestic Debt + Swap

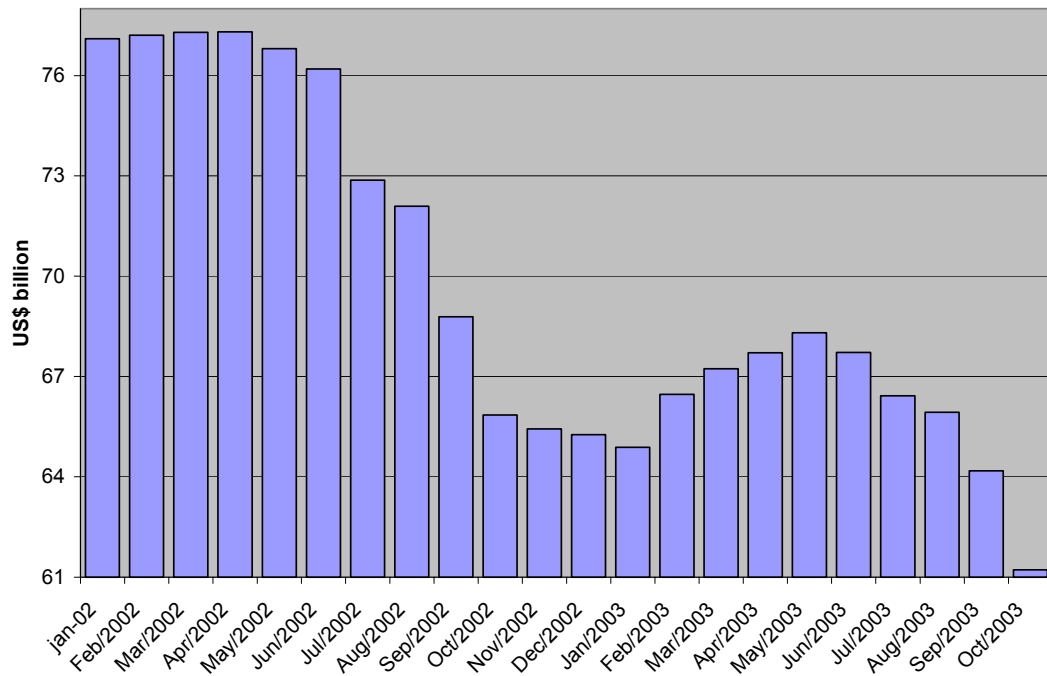


Gráfico XV

Composição da DPMFi- Outubro de 2003

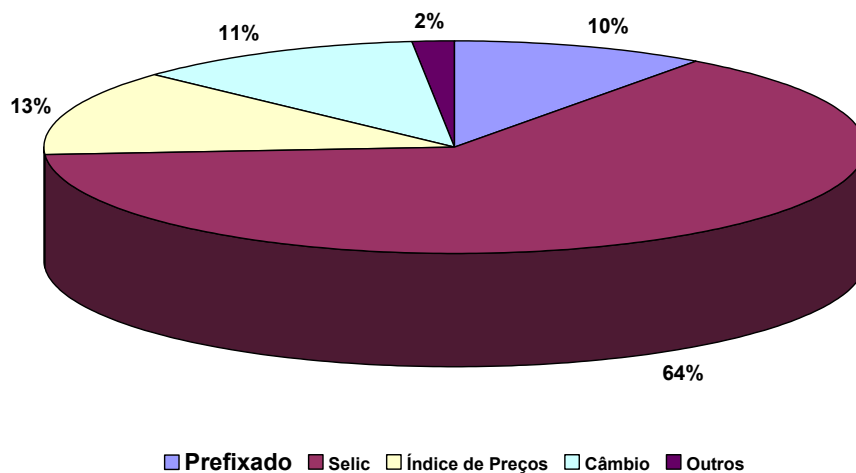


Gráfico XVI

Composição da DPMFi - considerando operações de swap como risco cambial - Outubro de 2003

