

Tesouro intensifica mudança no perfil da dívida

O ambiente macroeconômico interno e externo favorável permitiu ao governo continuar avançando na melhoria dos principais indicadores da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em 2005. Embora a dívida em poder do público tenha alcançado R\$ 979 bilhões, passando de 43,8% do PIB em 2004 para 50,5% do PIB em 2005, houve progressos em sua composição, com redução do risco de financiamento associado a esse novo perfil. Já com relação à Dívida Pública Federal Externa (DPFe), seu montante foi reduzido para R\$ 177 bilhões - queda de 11% para 9% do PIB no mesmo período -, com destaque para a realização, pelo governo, da inédita emissão externa de bônus referenciados em moeda nacional, aproveitando a evolução dos indicadores de risco soberano do país.

As alterações no perfil do endividamento interno e externo foram previstas pelo Tesouro Nacional no PAF - Plano Anual de Financiamento - 2005, que procurou direcionar a atuação dos gestores da dívida pública no sentido da redução dos custos e riscos associados a câmbio, taxas de juros e prazos de vencimento.

No que diz respeito à dívida pública interna, foram

cumpridas todas as diretrizes traçadas, exceto o prazo médio, que ficou muito próximo ao intervalo mínimo definido no relatório. A meta não foi alcançada em razão do aumento da colocação de títulos prefixados no período, tradicionalmente de prazos mais curtos do que os demais papéis do governo.

A participação dos títulos prefixados no estoque da dívida cresceu de 20,1% em 2004 para 27,9% em 2005. Em sentido oposto, a dos papéis indexados à Taxa SELIC recuou de 57,1% para 51,8%, e a dos atrelados ao câmbio caiu a patamares muito reduzidos - de 5,2% para 2,7% - em função da perspectiva e efetiva valorização do real em 2005, que diminuiu expressivamente a demanda por *hedge* cambial do governo e permitiu a manutenção dos resgates líquidos desses títulos e dos contratos de *swap* cambiais. A parcela indexada a preços aumentou de 14,9% para 15,7% na mesma base de comparação.

Essas mudanças na composição da dívida foram favorecidas não apenas pela valorização do câmbio, mas também pela estabilidade dos índices de inflação e a perspectiva de queda da Taxa SELIC ao longo de 2005, que reduziram o risco de rolagem da dívida e levaram a um recuo da estrutura a termo das taxas de juros prefixadas no período.

No mercado primário da dívida, a colocação líquida de prefixados atingiu R\$ 62 bilhões, tendo as LTN - Letras do Tesouro Nacional contribuído com pouco mais de R\$ 55 bilhões e as NTN - Notas do Tesouro Nacional, série F - NTN-F, com aproximadamente R\$ 7 bilhões. No que se refere aos papéis pós-fixados indexados à Taxa SELIC, houve forte resgate líquido, além de diversas operações de compra e troca, sendo retirados do mercado cerca de R\$ 24 bilhões em LFT - Letras Financeiras do Tesouro. Quanto aos papéis atrelados a índice de preços, o governo intensificou, principalmente a partir de dezembro, as colocações líquidas de NTN-B, que somaram cerca de R\$ 49 bilhões no ano. O aumento dessa parcela da dívida não foi maior devido ao resgate líquido de NTN-C de mais de R\$ 10 bilhões no período.

A estratégia de aumentar a emissão de NTN-B em detrimento das NTN-C, definida no PAF 2005, buscou, mais uma vez, sinalizar ao mercado o compromisso do governo com o sistema de metas de inflação baseado no IPC-A, indexador da dívida em NTN-B, e referenciar esse segmento a um índice de preços menos volátil.

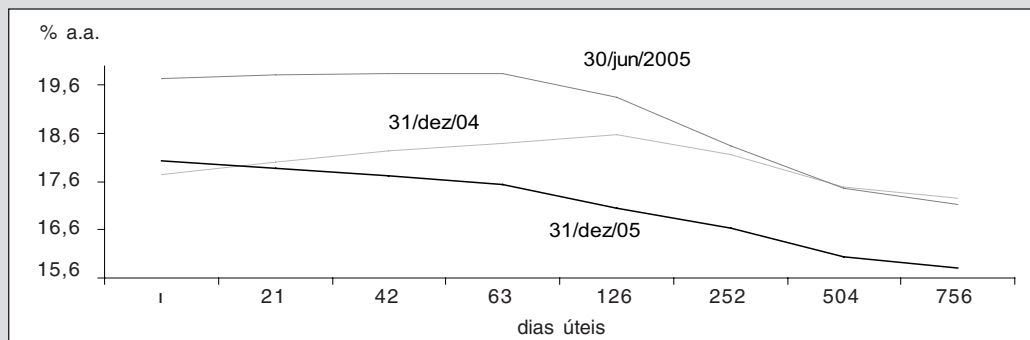
Como previsto no PAF 2005, a estratégia de emissão do Tesouro visou a aumentar o estoque de títulos prefixados e remunerados por índices de preços em

Evolução da DPMFi e da DPMFe

Período	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi												Dívida Pública Mobiliária Federal Externa - DPMFe	
	LFT		NTN		LTN		Cambiais BC		Demais Títulos		Total		R\$ bilhões	% do PIB
	R\$ bilhões	% do PIB	R\$ bilhões	% do PIB	R\$ bilhões	% do PIB	R\$ bilhões	% do PIB	R\$ bilhões	% do PIB	R\$ bilhões	% do PIB		
Dez/04	457,76	24,7	133,70	7,2	159,96	8,6	13,58	0,7	45,26	2,4	810,26	43,8	203,94	11,0
Jan	486,24	26,1	130,40	7,0	151,36	8,1	13,56	0,7	45,15	2,4	826,70	44,4	199,37	10,7
Fev	488,03	26,0	130,29	7,0	168,55	9,0	13,52	0,7	45,01	2,4	845,39	45,1	202,46	10,8
Mar	498,54	26,5	132,73	7,0	183,33	9,7	14,03	0,7	44,97	2,4	873,61	46,4	209,37	11,1
Abr	511,49	27,1	132,79	7,0	171,85	9,1	13,08	0,7	44,61	2,4	873,83	46,3	196,27	10,4
Mai	507,96	27,0	132,79	7,0	190,37	10,1	12,16	0,6	44,65	2,4	887,93	47,1	185,75	9,9
Jun	511,85	27,2	135,42	7,2	201,79	10,7	12,00	0,6	44,45	2,4	905,51	48,2	181,99	9,7
Jul	524,50	28,0	137,62	7,3	198,24	10,6	12,32	0,7	43,01	2,3	915,67	48,9	177,97	9,5
Ago	513,76	27,4	139,24	7,4	212,58	11,3	12,30	0,7	42,91	2,3	920,79	49,1	177,58	9,5
Set	506,21	26,8	140,09	7,4	232,61	12,3	11,67	0,6	42,64	2,3	933,22	49,4	171,68	9,1
Out	523,92	27,4	142,99	7,5	221,00	11,6	9,95	0,5	39,48	2,1	937,34	49,1	169,92	8,9
Nov	513,00	26,7	152,20	7,9	248,90	12,9	6,36	0,3	39,04	2,0	959,50	49,9	166,94	8,7
Dez/05	504,65	26,0	167,38	8,6	263,44	13,6	6,82	0,4	37,38	1,9	979,66	50,5	177,47	9,1

Fontes: Tesouro Nacional e Banco Central.

Estrutura a Termo das Taxas Prefixadas (% a.a.)



Fonte: ANDIMA.

PAF 2005 e Resultados da DPMFi

Indicadores	Dez/05	Interna - DPMFi	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bilhões)	979,7	940	1000
Prazo Médio da DPMFi (meses)	27,4	28	34
% vincendo em 12 meses	41,6	40	45
Composição do Estoque da DPMFi (%)			
Prefixado	27,9	20	30
Índice de Preços	15,5	15	20
Selic	51,8	47	57
Câmbio	2,7	3	5
TR e outros	2,2	2	4

Fonte: Tesouro Nacional.

A ANDIMA e o Tesouro
criaram o IMA,
visando suprir a ausência
de indicadores
mais adequados
à performance das
carteiras de investimentos

detrimento das LFT e cambiais, principalmente na segunda metade do ano. Considerando-se o volume dos leilões de venda por tipo de papel, descontadas as ofertas de compra, verifica-se que, nesse período, mais de 55% das emissões foram de LTN (ante pouco mais de 47% no primeiro semestre). As NTN-B corresponderam a 23%, contra menos de 1% do total no mesmo período de comparação. Quanto às LFT, houve uma forte redução das ofertas de leilões no período - de 49% do total no primeiro semestre para apenas 19% no segundo.

O perfil dos adquirentes em ofertas públicas em 2005 reflete uma forte procura das instituições financeiras estrangeiras por papéis com remuneração prefixada, principalmente de prazos mais longos. Essas instituições compraram quase a totalidade do volume de NTN-F emitido no ano. Já as nacionais destacaram-se na aquisição das LFT e dos papéis atrelados a índices de preços. Vale ressaltar, ainda, que parte do elevado volume emitido de NTN-B (acima de R\$ 24 bilhões) em dezembro foi adquirido por instituições estrangeiras, que compraram 36% da oferta pública, aumentando a participação desses títulos na posição de suas carteiras próprias de menos de 1% do total em 2004 para mais de 10% ao final de 2005.

Outros dois aspectos importantes na gestão da DPMFi

no ano foram o alongamento do prazo médio em 2005 das emissões em ofertas públicas – quase 27 meses, ante 22 meses em 2004 – e a redução da concentração dos vencimentos da dívida em prazos mais curtos. Os títulos a vencer em 12 e 24 meses, se comparadas as posições ao final de 2004 e 2005 do cronograma de vencimentos, passaram de 46,6% e 28,2% para 41,6% e 25,6% do total, respectivamente.

Com relação ao mercado secundário de títulos públicos em 2005, o volume negociado no segmento extragrupo registrado no SELIC totalizou R\$ 1,9 trilhão, contra cerca de R\$ 2 trilhões em 2004. As LTN responderam por pouco mais de 82% do total, seguidas pelas LFT, com 15,8%. As NTN-B giraram pouco mais de 1% no período, mas no segundo semestre a participação subiu para 2%, como reflexo da maior emissão desses papéis no final do ano. Os negócios com NTN-C também refletiram o comportamento da redução das ofertas primárias de títulos atrelados ao IGP-M, recuando de 1,3% do total movimentado no secundário, no primeiro semestre, para 0,4%, no segundo.

Por fim, dentre as iniciativas para ampliar a base de investidores e a liquidez no mercado secundário, a ANDIMA e a Secretaria do Tesouro Nacional firmaram

convênio para a criação de novos benchmarks, nos moldes do IRF-M - que contempla os títulos públicos federais prefixados (LTN e NTN-F) e foi lançado em 2000, em parceria com a BM&F. Em abril de 2005, a Associação passou a calcular e divulgar os IMA – Índices de Mercado ANDIMA, família de índices de renda fixa composta por subíndices representativos da DPMFi, à exceção da parcela atrelada ao câmbio. As bases de informações para a montagem do novo indicador são as taxas indicativas para os títulos públicos, divulgadas pela Associação na publicação Mercado Secundário, cabendo à STN fornecer as quantidades de títulos em mercado.

Composto por nove índices, o IMA contempla grande parte da dívida pública federal interna em mercado (cerca de 90% em março de 2005), subdividindo-se em cinco índices principais: IMA-B (NTN-B em mercado), IMA-C (NTN-C em mercado), IMA-S (LFT - com código SELIC 21 em mercado), IRF-M (LTN e NTN-F em mercado) e IMA-Geral (índice agregado). Os índices compostos por títulos indexados a preços (IMA-B e IMA-C) foram ainda subdivididos em dois subíndices, sendo um com títulos de prazo menor ou igual a cinco anos e outro com títulos de prazo superior a cinco anos.

No âmbito do acordo de cooperação firmado com a

IMA - Índice de Mercado Aberto

Índice	Composição	Fim de 2004		Fim de 2005	
		Pesos em relação ao IMA-GERAL	Número de componentes	Pesos em relação ao IMA-GERAL	Número de componentes
IMA-B 5	Todas as NTN-B de prazo menor ou igual a 5 anos	1,2%	2 Vencimentos 6.122 mil títulos	5,7%	4 Vencimentos 36.316 mil títulos
IMA-B 5+	Todas as NTN-B de prazo maior do que 5 anos	2,1%	6 Vencimentos 13.057 mil títulos	1,9%	6 Vencimentos 15.001 mil títulos
IMA-B	Todas as NTN-B	3,3%	8 Vencimentos 19.179 mil títulos	7,6%	10 Vencimentos 51.317 mil títulos
IMA-C 5	Todas as NTN-C de prazo menor ou igual a 5 anos	5,0%	4 Vencimentos 20.070 mil títulos	2,2%	3 Vencimentos 11.445 mil títulos
IMA-C 5+	Todas as NTN-C de prazo maior do que 5 anos	7,1%	4 Vencimentos 25.478 mil títulos	5,7%	4 Vencimentos 26.479 mil títulos
IMA-C	Todas as NTN-C	12,1%	8 Vencimentos 45.548 mil títulos	7,8%	7 Vencimentos 37.924 mil títulos
IRF-M	Todas as LTN e NTN-F	23,0%	7 Vencimentos 174.362 mil títulos	30,3%	12 Vencimentos 310.810 mil títulos
IMA-S	Todas as LFT (*)	61,7%	86 Vencimentos 199.921 mil títulos	54,2%	65 Vencimentos 190.066 mil títulos
IMA-GERAL	Agregado do IMA-B, IMA-C, IRF-M e IMA-S	—	109 Vencimentos 439.010 mil títulos	—	94 Vencimentos 590.117 mil títulos

(*) Não inclui as LFT-A e LFT-B. **Fonte:** ANDIMA.

ANDIMA, foi criada também uma Comissão Consultiva – integrada por especialistas de diversas instituições financeiras –, encarregada de estruturar a metodologia a ser empregada na construção dos novos benchmarks. Segundo avaliação do próprio Tesouro, a criação de novos referenciais visa a suprir a ausência de indicadores adequados no mercado para a mensuração da performance das carteiras de investimento.

Dada a sua representatividade, além de servir como

parâmetro de desempenho, o IMA facilita o acompanhamento das movimentações ocorridas no mercado de títulos públicos - oriundas de resgates, colocações, trocas, oscilações nas taxas e todas as demais operações realizadas -, que podem influenciar o comportamento das carteiras de investimento. Neste sentido, a estratégia de gestão da dívida pública adotada ao longo de 2005 gerou reflexos imediatos na evolução da composição do IMA-Geral, que ao final do ano passou a

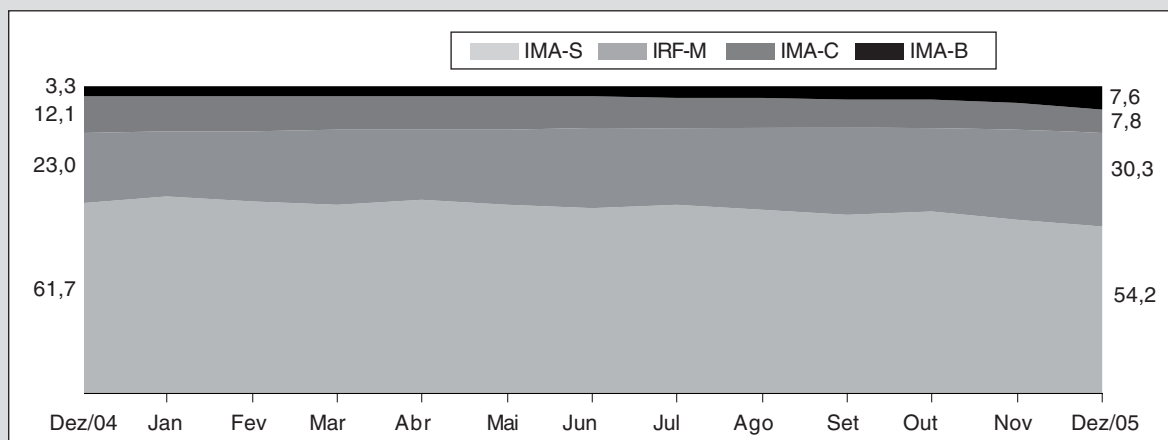
contemplar em sua carteira cerca de 93% da dívida pública em mercado.

Assim, no decorrer do ano, houve um aumento expressivo das participações do IRF-M e do IMA-B, traduzindo a estratégia do Tesouro de aumentar a participação das parcelas prefixadas e indexadas a índices de preços na dívida. Estes índices, que representavam respectivamente, 22,95% e 3,28%, do IMA-GERAL no final de 2004, terminaram 2005 com 30,33% e 7,64% da carteira total.

O IMA-B foi o subíndice do IMA cuja carteira a mercado registrou o maior crescimento em 2005: cerca de 200%, alcançando R\$ 69,3 bilhões no final do ano, ante R\$ 23,2 bilhões no mesmo período de 2004. As emissões de NTN-B ofereceram vértices mais curtos de vencimentos (15/5/2007 em junho e 15/8/2008 em setembro) a partir da segunda metade do ano, causando uma redução da duration da carteira de 1.860 dias úteis, por ocasião de seu lançamento, em abril, para 1.065 dias úteis no final do ano. Nesse período, o IMA-B 5 passou de 37% para 74,5% da carteira do IMA-B.

Cabe destacar, ainda, a queda da participação do IMA-C e do IMA-S no IMA-Geral. As carteiras desses índices, que no fechamento de 2004 representavam 12,05%

Evolução da Composição do IMA-GERAL em 2005 (%)



Fonte: ANDIMA.

e 61,71% do IMA-Geral, respectivamente, encerraram 2005 em 7,82% e 54,22%, refletindo a intensidade do ajuste na estrutura da dívida pública interna ao longo do ano.

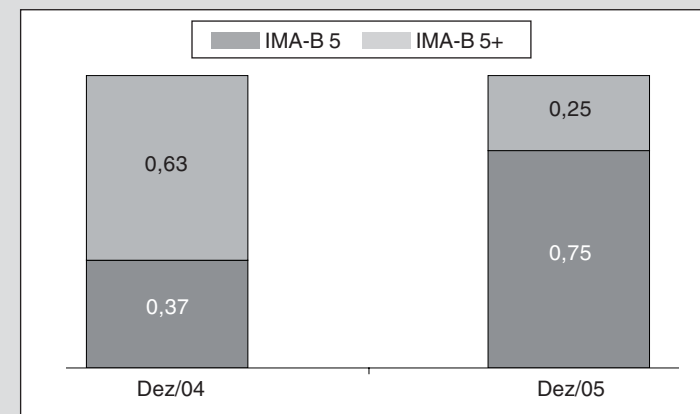
No que tange aos retornos de cada componente do IMA-Geral, que fechou 2005 com rentabilidade de 18,19%, é importante ressaltar que os índices compostos por títulos corrigidos pela Taxa SELIC e prefixados (IMA-S e IRF-M) registraram as maiores variações acumuladas: 19,71% e 19,54%, respectivamente. Tal desempenho deveu-se à redução observada nas curvas de juros pré e pós-fixadas, que garantiram a esses papéis rendimentos diferenciados das taxas de curto prazo (DI e SELIC). Os retornos do IMA-B e do IMA-C (e seus respectivos subíndices 5 e 5+), por sua vez, ficaram abaixo da carteira do IMA-Geral e das taxas de curto prazo, em virtude da

trajetória da inflação e da expectativa de tendência dos juros reais no decorrer de 2005.

Essa tendência, no entanto, começou a apresentar movimento de reversão no final do ano, com o aumento das colocações primárias e do giro no mercado secundário de títulos atrelados ao IPCA. Vale ressaltar que a construção da estrutura a termo de juros para prazos mais alongados, tanto prefixada como referenciada a índices de preços, e a elevação do volume negociado desses papéis permitem ao mercado segregar fatores de risco e interpretar, com maior precisão, as expectativas de juros reais e de inflação futuras, bem como as medidas de prêmios embutidos no que se refere aos erros de projeções.

Para 2006, a expectativa é de alongamento do prazo da dívida e intensificação da mudança em sua composição, com aumento da parcela prefixada e atrelada a índices de

Evolução da Composição do IMA-B em 2005

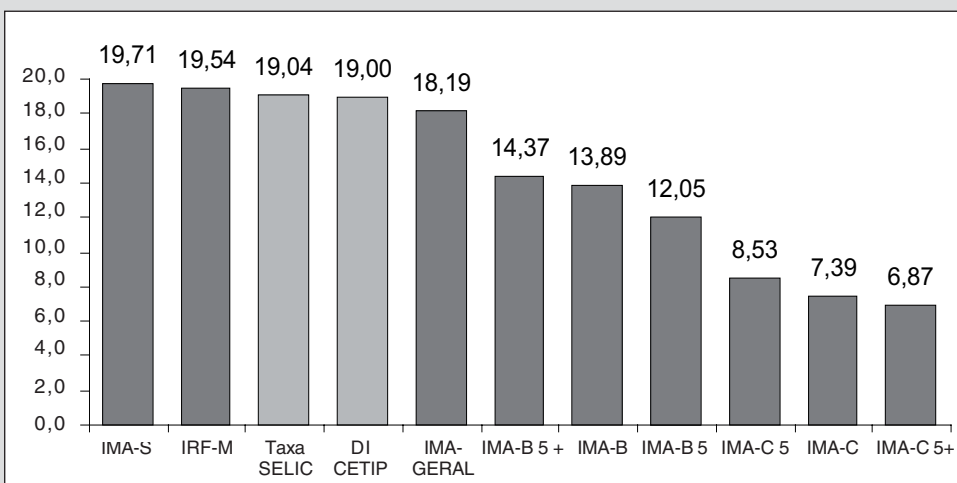


Fonte: ANDIMA.

preços, e redução significativa da participação dos pós-fixados de curtíssimo prazo, caso da dívida interna atrelada ao câmbio, que terá apenas um único vencimento no final do ano. Tal objetivo deve ser alcançado por meio do aumento da presença dos investidores estrangeiros nesse mercado, melhorando o custo do financiamento do Tesouro.

Quanto à DPFe, o Tesouro assumiu em 2005 o lugar do Banco Central na atribuição de gerir as operações primárias de títulos no mercado externo, consolidando a administração de toda a dívida pública federal. A necessidade de recursos para financiamento da dívida no período, de US\$ 6 bilhões, foi completamente suprida ainda em junho, tendo o governo iniciado, já no segundo semestre, as captações referentes ao financiamento da dívida para o biênio 2006/2007, estimado em US\$ 9 bilhões. Nesse

Rentabilidades (%) Acumuladas em 2005



Fontes: ANDIMA, BC e CETIP.

Evolução das Emissões de DPFe

Títulos	Data de Lançamento	Total em US\$ milhões	Prazo em Anos	Yield (%)	Spread ¹	EMBI BR no Lançamento
2005						
Global 2019	10/5/2004	1.000	15	9,15	492	445
Global 2014*	3/12/2004	500	10	8,24	398	411
Euro 2015	20/1/2005	650	10	7,55	3982	433
Global 2025	31/1/2005	1.250	20	8,90	431	417
Global 2015	28/2/2005	1.000	10	7,90	353	391
Global 2019*	10/5/2005	500	14	8,83	458	420
Global 2034*	25/5/2005	500	29	8,81	440	427
Global 2015*	21/6/2005	600	10	7,73	363	407
Total 2005		6.000				
Meta PAF-2005		6.000				
2006/2007						
Global 2025*	6/9/2005	1.000	20	8,52	417	399
Global BRL 2016	19/9/2005	1.479	10	12,75	—	364
Global 2015*	9/11/2005	500	10	7,77	312	347
Global 2034*	29/11/2005	500	28	8,31	363	349
Total 2006/2007		3.479				
Meta 2006/2007		9.000				

¹ Em pontos-base (moeda local), apurados na data do lançamento.

² Spread sobre Deutsche Premio Bond 2015. * Emissão por reabertura. Fonte: Tesouro Nacional.

sentido, os números positivos do Balanço de Pagamentos e a manutenção de superávits primários da dívida acima da própria meta estabelecida pelo governo federal facilitaram o alongamento e a redução do custo dos financiamentos, dada a percepção do mercado internacional de queda do risco-país. Vale destacar, no período, a inédita emissão de bônus em moeda nacional, que captou quase US\$ 1,5

bilhão, com vencimento em dez anos, e a troca parcial (80%) do estoque de C-Bond - título mais líquido e volátil da dívida externa brasileira - que vencia em 2014, por um título Global (A-Bond) com vencimento em 2018.

Em 2006, diante da expectativa de manutenção do cenário externo favorável, o governo não deverá ter dificuldades para cumprir as diretrizes de financiamento

da dívida externa, buscando reduzir seus custos e alongar seus prazos.

Dalton Boechat e Marcelo Kucuruza Mehl
Analistas Econômicos