



Relatório Anual da Dívida Pública 2003

Número 1

**Brasília
Janeiro/2004**

MINISTRO DA FAZENDA

Antônio Palocci Filho

SECRETÁRIO-EXECUTIVO

Bernard Appy

SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL

Joaquim Vieira Ferreira Levy

CHEFE DE GABINETE

Paulo Márcio Neves Rodrigues

SECRETÁRIOS-ADJUNTOS

Almério Cançado de Amorim

José Antonio Gagnani

Luiz Tacca Júnior

Tarcísio José Massote de Godoy

EQUIPE TÉCNICA**Secretário-Adjunto**

José Antonio Gagnani

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Paulo Fontoura Valle

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Anderson Caputo Delfino Silva

Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública

Antônio de Pádua Ferreira Passos

Andrey Goldner Silva

Athos Prates da Silveira Preussler

Aumara Bastos Feu Alvim de Souza

Daniel de Araujo e Borges

Elvino de Carvalho Mendonça

Fernando Eurico de Paiva Garrido

Guilherme Binato Pedras

Helena Mulim Venceslau

Jeferson Luis Bittencourt

João Alberto Evangelista

Jônathas Delduque Júnior

Informações:

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

Secretaria do Tesouro Nacional

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

70048-900 – Brasília - DF

Correio Eletrônico: stndivida@fazenda.gov.br

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

Relatório Anual da Dívida Pública 2003 é uma nova publicação da Secretaria do Tesouro Nacional que terá periodicidade anual. É permitida a sua reprodução total ou parcial desde que mencionada a fonte.

Tiragem 600 exemplares

Relatório Anual da Dívida Pública 2003. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional,
Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2004, número 1.
ISSN
1. Dívida Pública 2. Relatório Anual 3. Gerenciamento
I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título



A solidez da política fiscal em 2003 e sua consistência intertemporal foram essenciais para a superação da crise de 2002 e a ameaça que ela representava para as possibilidades de crescimento do Brasil. O compromisso com a responsabilidade nas contas públicas e o cumprimento dos contratos permitiu que o Brasil superasse a retração dos investidores observada em 2002, assim como o risco de inflação que emergiu na esteira do choque cambial ocorrido naquele ano. Ao começar 2004, o país, com o auxílio da responsabilidade fiscal, do controle da inflação, da manutenção do câmbio livre, além de importantes reformas estruturais e institucionais, que já contribuem para a melhora da eficiência do setor produtivo, conseguiu reunir os ingredientes fundamentais para a recuperação da atividade econômica, o aumento da taxa de investimento e poupança. Com isso, 2004 anuncia-se como um ano de significativo crescimento econômico, a que outros deverão se seguir. Temos confiança que esse é o caminho para reduzir a miséria e a disparidade de renda, inclusive regional, e dar um padrão de vida adequado para todos os brasileiros.

Dentro dessa estratégia, o Governo continuará a conduzir a política econômica de forma segura, garantindo as condições fiscais para a redução da dívida pública, e estimulado a confiança dos investidores, o que permitirá diminuir o custo da dívida pública de maneira duradoura. O êxito desse esforço é essencial para reduzir o prêmio de risco que há anos pesa sobre a economia brasileira.

O Relatório Anual da Dívida Pública – 2003, aqui apresentado, reflete essa confiança, que permitiu avanços significativos na composição da dívida pública, na redução dos riscos financeiros e de refinanciamento. Merece especial menção o sucesso do Tesouro Nacional com respeito às metas que se impôs no momento da publicação do Plano Anual de Financiamento - PAF 2003. Se aparentemente ambiciosas no momento em que foram anunciadas, essas metas demonstram a firme determinação do Tesouro Nacional de aproveitar e estimular, de maneira profissional e consistente, todas as oportunidades oferecidas pela melhora das perspectivas fiscais do País, assim como o desenvolvimento dos mercados de títulos públicos.

O Relatório Anual revela de forma detalhada a importância das medidas adotadas para se superarem obstáculos financeiros e institucionais à eficiente gestão do financiamento público. Em particular, as ações do Tesouro Nacional na esteira da política fiscal e das reformas permitiram reduzir a vulnerabilidade da economia a choques externos e dar maior clareza ao horizonte financeiro da dívida pública mediante, por exemplo, a forte redução no volume de títulos cambiais e o sucesso em aumentar significativamente a proporção de papéis com juros prefixados. A ampliação do programa Tesouro Direto, por seu turno, além de proporcionar novos instrumentos ao poupador, é mais um passo para resgatar a cidadania, ao permitir a cada brasileiro financiar diretamente as ações do Governo Federal.

Os resultados apresentados nesse Relatório são, assim, mais uma indicação de que estamos reconstruindo a confiança na solidez da economia brasileira, permitindo que 2004 possa ser um ano de colheita dos frutos gerados por esse bom trabalho.

Antonio Palocci Filho
Ministro da Fazenda

O Relatório Anual da Dívida Pública, ora apresentado, é mais uma manifestação do trabalho para aumentar a previsibilidade e transparência da atuação do Tesouro Nacional do Brasil. Ele propõe uma análise retrospectiva do gerenciamento da Dívida Pública Federal – DPF em 2003, permitindo discutir o processo de definições dos objetivos e metas desse gerenciamento, inclusive em termos de recursos humanos e tecnológicos, e seus resultados. Anteriormente, essa função era exercida pelo Plano Anual de Financiamento – PAF, mas optou-se por legar exclusivamente ao PAF a atividade de apresentar as diretrizes, o planejamento e as metas para a gestão da DPF no ano que se inicia.

O ano de 2003 ofereceu um importante desafio para a administração da dívida pública brasileira, por ser um ano de mudança de governo e seguir-se a um período de turbulência nos mercados financeiros. No entanto, a postura firme do governo na área fiscal e monetária, e alguns sinais na área econômica mais ampla, contribuíram para que se começasse a alongar o horizonte das decisões de investimento, aumentando, assim, a demanda pelos títulos da dívida pública brasileira. A política do governo permitiu que as taxas de juros reais caíssem para os mais baixos níveis em muitos anos, e o índice de risco-país alcançasse os patamares mais baixos dos últimos cinco anos, levando o desempenho das principais variáveis financeiras do país a excederem aqueles da maioria dos países emergentes.

A leitura desse Relatório dá-se melhor à luz do entendimento de que o objetivo da gestão da Dívida Pública Federal é minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco, e atentando-se para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos. Para esse propósito, ao considerarmos o gerenciamento integrado dos ativos e passivos que direta ou indiretamente afetam a DPF, as diretrizes de manter o percentual vencendo no curto prazo em níveis considerados confortáveis, reduzir a participação das dívidas indexadas à variação cambial e à taxa básica de juros e aumentar a participação das dívidas prefixadas e remuneradas por índices de inflação, têm sido adotadas, por adequadas.

O planejamento para o ano de 2003, divulgado em fevereiro passado, definiu as estratégias para a DPF considerando essas diretrizes, como é mostrado ao longo desse Relatório, que também evidencia a qualidade dos resultados alcançados. Estes incluem a redução da participação da dívida remunerada ao câmbio na Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi, de 22,4% em dezembro de 2002 para 10,8% ao final de 2003, com a participação dos títulos prefixados aumentando de 2,2% para 12,4% no mesmo período. Por seu lado, o prazo de emissão das Letras do Tesouro Nacional - LTN aumentou para até 18 meses. Lançou-se também uma nova série de títulos prefixados (Notas do Tesouro Nacional, série F, NTN-F) de 4 anos, constituindo-se nos títulos prefixados mais longos emitidos na história recente do Brasil.

O Tesouro Nacional também tomou medidas para aumentar a liquidez do mercado secundário de títulos públicos enquanto ampliava o acesso ao programa de venda direta de títulos públicos pela internet (conhecido como Tesouro Direto). A implementação do novo sistema de “dealers” de títulos públicos estabeleceu critérios que valorizam mais a participação nos mercados primário e secundário de títulos emitidos pelo Tesouro, construindo-se, assim, sobre a base da sã concorrência no setor financeiro, suporte para o aumento da eficiência e inovação. Por seu lado, a aproximação do Tesouro com entidades abertas e fechadas de previdência complementar contribuiu para o sucesso do programa de emissão de títulos indexados ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA (NTN-B). O aumento da variedade de títulos, sem prejuízo do estabelecimento de firmas “benchmarks” de vencimento, tem sido outro fator permitindo uma melhor composição da dívida.

Como Secretário desse órgão composto por homens e mulheres com alta qualificação e dedicação

à sua missão, vejo com grande satisfação também os avanços institucionais ocorridos em 2003, em termos da estrutura organizacional, processos de decisão e mecanismos para a avaliação e controle do risco. Esse esforço de aprimoramento permite que se aproveitem plenamente as condições oferecidas pela política econômica, assim como os reflexos da evolução das condições dos mercados internacionais, cuja tradução dá-se pelo menor peso da dívida pública sobre a economia, favorecendo assim o desenvolvimento.

Joaquim Vieira Ferreira Levy
Secretário do Tesouro Nacional

Sumário

Sumário Executivo	9
Introdução	13
Seção 1: Evolução das Expectativas em 2003	14
Seção 2: Administração da Dívida Pública	21
Seção 3: Resultados Alcançados	29
Seção 4: Avanços Institucionais	39
Anexo: Tabelas	44

Gráficos, Quadros e Tabelas

Gráfico I Evolução das Expectativas DI Futuro:Swap 360	14
Gráfico II Expectativas de Inflação (IPCA) para 2003	15
Gráfico III Curva de Juros	16
Gráfico IV Embi+ e Embi Brasil	16
Gráfico V Câmbio	16
Gráfico VI Câmbio Contratado	16
Gráfico VII Relação DLSP/PIB	17
Gráfico VIII Juros	17
Gráfico IX Juros COPOM	18
Gráfico X Nível de Atividade: Produção Industrial	18
Gráfico XI Contas Externas	18
Gráfico XII Resultado Fiscal	19
Gráfico XIII Juros Reais	19
Gráfico XIV Vencimentos e Resgates Antecipados/Trocas (detalhamento)	22
Gráfico XV Detentores de Títulos Públicos – Período Selecionado	24
Gráfico XVI Total de Investidores Cadastrados no Tesouro Direto de jan/02 a dez/03	26
Gráfico XVII Dívida Pública Federal (DPF) x Liquidez	31
Gráfico XVIII DPF e DPMFi	31
Gráfico XIX Prazo Médio da DPF e DPMFi	31
Gráfico XX Percentual Vencendo da DPF e DPMFi	32
Gráfico XXI Participação de Títulos Prefixados	32
Gráfico XXII Prazo Médio de Emissão da LTN	33
Gráfico XXIII Taxa Média Aceita nos Leilões de LTN	33
Gráfico XXIV Participação de Títulos Remunerados a Índices de Preços	33
Gráfico XXV Participação de Títulos Remunerados pela Taxa SELIC	34
Gráfico XXVI Participação dos Títulos nas Emissões do Tesouro Nacional	34
Gráfico XXVII Participação de Títulos Cambiais	34
Quadro 1 - Lançamento das Notas do Tesouro Nacional - Série F	22
Quadro 2 - Retomada das Emissões de NTN-B	24
Quadro 3 - Venda de Títulos pela Internet - TESOURO DIRETO	25
Quadro 4 - Sistema de Planejamento Estratégico e Gerenciamento de Risco - GERIR	42
Tabela I Síntese das principais obrigações e benefícios dos novos dealers	23
Tabela II Resultados para a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi (2003)	30
Tabela III Resultados para a Dívida Pública Federal - DPF (2003)	30
Tabela IV Descasamento entre Ativos e Passivos Financeiros do Governo Central	36
Tabela V Descasamento Líquido (valores reais)	36

Sumário Executivo

O Relatório Anual da Dívida Pública – 2003 provê uma análise retrospectiva do gerenciamento da dívida ao longo do ano passado. Nele são abordados a evolução das expectativas com relação aos cenários macroeconômicos, as estratégias e as medidas adotadas, os resultados alcançados em relação aos objetivos anunciados no Plano Anual de Financiamento (PAF) – 2003 e os avanços institucionais que o Tesouro Nacional apresentou no decorrer do ano.

Em 2003, o gerenciamento da dívida pública complementou a política fiscal, assegurando as condições para o financiamento do Tesouro ao menor custo dentro de uma política de prudência, com vistas à redução da vulnerabilidade do setor público. Esse objetivo viu-se apoiado – como explicado no PAF 2003 – em medidas que visavam aumentar a liquidez dos títulos públicos e a previsibilidade dos objetivos associados à administração da dívida pública.

O ano de 2003 caracterizou-se por forte mudança nas expectativas dos mercados financeiros com respeito ao Brasil e seu desempenho fiscal. Ao final de 2002, o grau de incerteza presente no ambiente econômico refletiu-se na proliferação de cenários de *stress*, aos quais se associavam probabilidades significativas de ocorrência. A postura firme do novo Governo no início de 2003, no entanto, levou à reavaliação da probabilidade desses cenários e à significativa melhora das expectativas para a economia. O PAF 2003 foi construído dentro desse ambiente de transição e de incerteza com respeito ao cenário internacional, principalmente com relação à crise no Oriente Médio.

A elaboração do PAF 2003 fundamentou-se em um cenário básico, em relação ao qual consideraram-se diferentes alternativas no ambiente internacional e distintas gradações de credibilidade, atribuídas pelo mercado, à condução da política econômica pelo novo Governo, e seus possíveis reflexos na dinâmica das taxas de juros. A despeito disso, todos os cenários incorporaram a expectativa do cumprimento das diretrizes de política econômica, principalmente aquelas voltadas para a estabilidade, anunciadas no início do Governo. Em retrospecto, a trajetória derivada das hipóteses do cenário básico mostrou-se condizente com a verificada ao longo de 2003.

As principais diretrizes estabelecidas no PAF 2003 indicavam o alongamento dos prazos médios de emissão dos títulos públicos, o gradual declínio do percentual de dívida vincendo em 12 meses e o desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxa de juros prefixada e de índice de preços, assim como a ampliação desses títulos na composição da dívida. Também se deu ênfase ao processo de harmonização do controle de risco agregado da dívida, tendo as projeções estabelecidas no PAF 2003 focado, pela primeira vez de maneira sistemática, tanto a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi, quanto o conceito mais amplo de Dívida Pública Federal – DPF que inclui tanto as dívidas interna quanto a externa.

Para alcançar essas diretrizes, foram implementadas pelo Tesouro Nacional medidas tanto sob a ótica da oferta, quanto sob a ótica da demanda. No lado da oferta de títulos públicos, o Tesouro Nacional, como exclusivo fornecedor primário desses ativos, valeu-se de sua capacidade de poder agir diretamente sobre o mercado, consolidando prazos de vencimento, dando maior ordenamento às emissões e oferecendo novos tipos de títulos, bem como ampliando o controle do risco de refinanciamento e a implantação de um novo sistema de *dealers*.

No lado da demanda de títulos, o Tesouro Nacional não possui a mesma autonomia, necessitando coordenar com os investidores e com os demais agentes suas propostas de ação. Assim, diversas iniciativas foram tomadas para promover o aumento da base de investidores e o estímulo à negoci-

ação no mercado secundário. Em termos gerais, tanto as medidas do lado da oferta quanto do lado da demanda procuram aprofundar a liquidez do mercado de títulos públicos.

No sentido da oferta, os vencimentos dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional foram mais concentrados e de prazos mais longos, guardando, evidentemente, as peculiaridades dos títulos pós-fixados e prefixados. Procurou-se, também, reduzir a indexação da dívida, e pela primeira vez fez-se uso de títulos prefixados com pagamento de cupom, permitindo a extensão do prazo desse tipo de papel para 4 anos. Além disso, o saldo de caixa do Tesouro foi recomposto, recuperando-se as perdas verificadas na segunda metade de 2002, observando-se, evidentemente, as limitações impostas pelo orçamento público da dívida.

Destaca-se, também, como medida do lado da oferta, a implantação de um novo sistema de *dealers*, tendo o peso das negociações com títulos públicos nos mercados primário e secundário como critério para escolha dos agentes a operar diretamente e com exclusividade com o Tesouro Nacional e o Banco Central. Criaram-se dois grupos: o de *Dealers* Primários, que lidam com as ofertas primárias e operações de *money market*, e o de *Dealers* Especialistas, voltados para operações no mercado secundário. Essa divisão permitiu o estabelecimento de regras quantitativas e qualitativas diferenciadas para os grupos, aumentando o volume de negócios e a eficiência do sistema.

Como medidas do lado da demanda, o Tesouro Nacional procurou, em termos gerais, a ampliação e a diversificação da base de investidores. Nesse sentido, destaca-se a aproximação do Tesouro Nacional com entidades abertas e fechadas de previdência complementar, que são tradicionais demandantes de títulos públicos com prazos mais longos. Foram realizadas diversas reuniões com essas entidades, e destas surgiu um conjunto de possíveis medidas para estimular investimentos, em linha com os objetivos de gerenciamento de ativos e passivos das entidades e com as diretrizes da administração da dívida pública. Essa aproximação contribuiu para o amplo sucesso do programa de emissão de títulos indexados ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA (NTN-B), bem como para a eficaz implementação de um programa regular de resgates antecipados desses títulos e daqueles indexados ao IGP-M (NTN-C), com o intuito de estimular a liquidez desses instrumentos de longo prazo.

A valorização do Programa Tesouro Direto – venda de títulos diretos ao público pela internet – também se destacou em 2003. Em particular, houve um aumento significativo nas vendas de títulos e no número de investidores cadastrados no programa, na esteira de uma campanha de publicidade iniciada em setembro—ainda que a comunicação do Tesouro com a imprensa e interessados tenha garantido a expansão do programa ao longo de todo o ano.

Os objetivos específicos do PAF 2003, em termos da composição da dívida e alongamento de prazos também tiveram sucesso, como demonstrado no quadro abaixo. O percentual da dívida vincendo em 12 meses da DPMFi, por exemplo, caiu de 40,7% para 35,3%, enquanto a participação dos títulos prefixados, quase desprezível no começo do ano, alcançou 12,5%, acima do centro do intervalo de 5%-15% do total da dívida, projetado pelo PAF 2003. Os desvios, de modo geral, refletiram desenvolvimentos favoráveis. A proporção maior do que projetada de papéis indexados à SELIC, por exemplo, é o espelho de uma redução mais rápida do que a esperada da proporção de dívida indexada ao câmbio. Por outro lado, o intervalo do prazo médio de emissão ficou abaixo do esperado não tanto por força do mercado, mas devido às emissões de CVS¹ terem se dado a um ritmo abaixo do previsto, em função do rito de assunção desses passivos contingentes haver levado mais tempo do que o inicialmente estimado.

¹ 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.

Com relação ao percentual vencendo em 12 meses, cabe ressaltar que, nas estatísticas apresentadas até dezembro de 2003, em relatórios sobre a DPMFi, os vencimentos dos próximos 12 meses não incluíam os fluxos referentes aos cupons de juros. Como se entende que a metodologia mais adequada deveria incluir tais vencimentos, uma vez que estes também representam necessidade de financiamento, ajustou-se a estatística de modo a considerar tal alteração. A partir deste relatório, essa nova metodologia será utilizada para o cálculo e divulgação do percentual de vencimentos em 12 meses.

Resultados para a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi (2003)

Indicadores	dez/02	dez/03	PAF-2003	
			Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	623,2	731,4	690,0	750,0
Prazo Médio da DPMFi (meses)	33,2	31,3	34,0	38,0
% vencendo em 12 meses*	41,1	35,3	35,0	40,0
Composição do Estoque da DPMFi				
Prefixado (%)	2,2	12,5	5,0	15,0
Selic (%)	60,8	61,4	52,0	60,0
Câmbio (%)	22,4	10,8	13,0	22,0
Índice de Preços (%)	12,5	13,6	12,0	18,0
TR e outros (%)	2,1	1,8	2,0	4,0

* Nova metodologia que inclui nos vencimentos em 12 meses os cupons de juros. Pela metodologia anterior, os valores observados foram 38,9% e 33,4% para dezembro de 2002 e 2003, respectivamente.

Fonte: STN/COGEP

Resultados para a Dívida Pública Federal - DPF (2003)

Indicadores	dez/02	dez/03	PAF-2003	
			Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	893,3	965,8	940,0	1020,0
Prazo Médio da DPF (meses)	42,6	39,0	41,0	45,0
% vencendo em 12 meses *	34,6	30,7	31,0	36,0
Composição do Estoque da DPF				
Prefixado	1,5	9,5	4,0	11,0
Selic	42,4	46,5	38,0	44,0
Câmbio	45,8	32,4	36,0	45,0
Denominado	30,2	24,3	--	--
Referenciado	15,6	8,2	--	--
Índice de Preços	8,8	10,3	9,0	13,0
TR e outros	1,4	1,4	1,0	3,0

* Nova metodologia que inclui nos vencimentos em 12 meses os cupons de juros. Pela metodologia anterior, os valores observados foram 32,7% e 28,7% para dezembro de 2002 e 2003, respectivamente.

Fonte: STN/COGEP

Para alcançar os resultados analisados no presente relatório, o Tesouro Nacional tem impetrado sérios esforços de desenvolvimento institucional, buscando aperfeiçoar sua capacidade de gerenciamento da DPF. Treinamentos específicos, assim como a educação geral, têm sido estimulados e são parte integrante das atividades dos servidores da área, dos quais significativo número têm formação de mestrado ou doutorado em economia, finanças ou áreas afins, concluída ou por concluir. Durante o ano de 2003 também foram realizadas importantes inovações na mesa de opera-

ções, dinamizando o contato com os *dealers* e favorecendo o processo de tomada de decisão. Além disso, desenvolveu-se com sucesso o Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro – PROGER, de grande amplitude, que envolveu a contratação de consultores especializados com o apoio do Banco Mundial e encontra-se em adiantada fase de implementação. Esse projeto visa consolidar a estrutura organizacional e reforçar a governança do Tesouro Nacional, implantar e aperfeiçoar os mecanismos de análise de riscos, integrar e aprimorar os sistemas de registro, análise e informações atualmente existentes, e melhorar a formulação de estratégia de financiamento de médio e longo prazos.

Introdução

Em linha com as diretrizes da atual política econômica do Governo e visando proporcionar maior transparência na gestão do setor público, o Tesouro Nacional decidiu lançar o Relatório Anual da Dívida Pública para 2003. Esse documento tem por objetivo analisar o gerenciamento da dívida realizado no ano passado. Anteriormente esse papel era desempenhado pelo Plano Anual de Financiamento - PAF, que além de uma análise retrospectiva, trazia o planejamento da dívida para o ano seguinte. A partir de 2004, pretende-se que a análise do ano anterior seja feita pelo Relatório, legando ao PAF a tarefa exclusiva de elaborar as perspectivas da condução da dívida pública para o ano que se inicia. Nesse sentido, o Relatório é subdividido em quatro seções, quais sejam: Evolução das Expectativas em 2003, Administração da Dívida Pública, Resultados Alcançados e Avanços Institucionais.

A primeira seção analisa a evolução das expectativas ao longo de 2003, tomando como base os cenários considerados no PAF deste ano. A análise das expectativas de 2003 aborda as mudanças de percepção em relação aos principais indicadores fiscais e monetários, fatores condicionantes para a condução da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional no decorrer do ano. Ressalta-se a progressiva melhora nas perspectivas de mercado com relação ao ambiente macroeconômico, resultado da condução austera da economia realizada pela nova administração federal.

Na seção seguinte, o Relatório Anual sumariza as principais medidas adotadas em 2003 no que

concerne à administração da dívida pública. Dividiu-se a seção para a apresentação das medidas que impactam diretamente a oferta de títulos públicos, sobre as quais o Tesouro Nacional possui autonomia, e a apresentação das medidas relacionadas à demanda, nas quais a ação do setor público é limitada. Do lado da oferta destacam-se a criação de emissões de referência (*benchmarks*) para os títulos públicos, com concentração de vencimentos, e a introdução do novo sistema de agentes negociadores da dívida pública (*dealers*). Sob a ótica da demanda, ressaltam-se a ampliação da base de investidores e o estímulo à negociação no mercado secundário.

A terceira seção compara o previsto pelo PAF para 2003 com os resultados alcançados. Os resultados demonstram evolução bastante positiva na administração da Dívida Pública Federal – DPF em 2003, especialmente com a redução do risco cambial, e do percentual vincendo em 12 meses, que por sua vez traduziu-se em uma significativa redução do risco de refinanciamento da DPF. Também cabe destacar o aumento da participação de títulos prefixados e indexados a índices de preços, em sintonia com as diretrizes do PAF. A seção também apresenta quadro com a evolução do gerenciamento integrado de ativos e passivos (GAP) em 2003.

Por fim, na quarta seção, é realizado sumário com os avanços institucionais que o Tesouro Nacional vem atingindo recentemente, com especial atenção para 2003. Tais avanços auxiliaram, em grande medida, o alcance dos resultados positivos obtidos ao longo do ano. Nesse sentido destaca-se o Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro – PROGER.

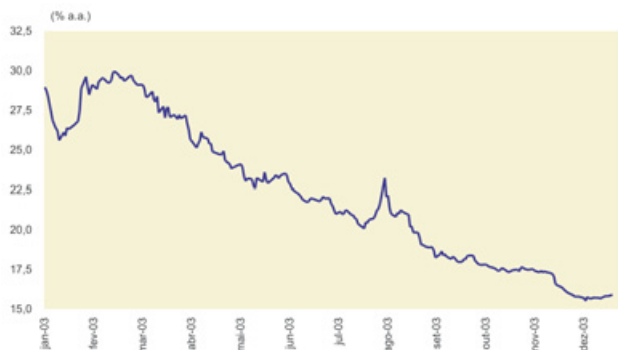
Seção 1: Evolução das Expectativas em 2003

A presente seção toma como base os cenários utilizados tanto na formulação da estratégia de financiamento para 2003, quanto na determinação, no Plano Anual de Financiamento - PAF, dos indicadores da dívida a serem atingidos ao final daquele ano. Esses cenários, especialmente no que se refere ao cenário básico, procuraram refletir a distribuição de percepções do mercado ao momento de formulação do PAF, capturadas pelas principais variáveis econômicas e projeções publicadas pelo Banco Central e outras instituições.

A construção dos cenários para o PAF

É interessante notar que o grau de incerteza presente no ambiente econômico ao final de 2002 implicava grande dispersão de expectativas e a ponderação, por muitos, de cenários focados em situações de stress, tornando relativamente difícil estabelecer um cenário consensual de mercado para 2003.

Gráfico I
Evolução das Expectativas DI Futuro: Swap 360



Fonte: Reuters

A postura firme do novo Governo no início de 2003, no que tange à austeridade fiscal e ao crescimento econômico sustentado, suscitou rápida alteração na percepção dos agentes sobre o desempenho futuro da economia. Nos dois primeiros meses do ano, análises de mercado atribuindo probabilidade significativa a cenários de crise se retraíram sensivelmente, e as expectativas de analistas de mercado foram revistas positivamente – o que

implicou em mudança progressiva nas projeções e, conseqüentemente, nas **curvas de juros**.

Neste sentido, os cenários que serviram como referência para a elaboração do PAF 2003 partiram de variações sobre um cenário básico, as quais consideravam diferentes alternativas no *front* externo e distintas gradações de credibilidade, atribuídas pelo mercado, à condução da política econômica pelo novo Governo, não obstante todos os cenários incorporarem a premissa de continuidade das diretrizes de política econômica. Todos os cenários também consideraram a ocorrência do conflito no Oriente Médio, variando sua duração e a intensidade de seus efeitos sobre a dinâmica econômica global.

O cenário básico apresentava comportamento favorável, porém conservador, das principais variáveis econômicas e financeiras. O cenário em foco supunha que as ações de governo, em linha com o compromisso de estabilidade econômica, intensificariam a credibilidade na política econômica. Ademais, no *front* externo, o conflito no Oriente Médio seria curto e bem sucedido, provocando apenas aumento pontual na volatilidade do 1º trimestre.

A premissa de estrito comprometimento com as condições de estabilidade, inclusive de preços, explica a hipótese da manutenção de elevada taxa de juros durante o primeiro trimestre do ano. Em contrapartida, a firme melhora na percepção dos fundamentos permitiria, já no segundo trimestre, trajetória de queda dos juros, que seria intensificada no segundo semestre. A inflação apresentaria trajetória declinante, dada a manutenção da política monetária restritiva, mas permaneceria acima da meta ao final do período, em consonância com previsões do mercado. A taxa de câmbio sofreria valorização frente aos patamares alcançados no último trimestre de 2002, mas terminaria um pouco acima de R\$ 3,0/US\$.

O cenário básico pressupunha que a dinamização da economia dos EUA ocorreria mais cedo, com o *Federal Open Market Committee* - FOMC elevando a taxa de referência ao final do 1º semestre, e que os preços do

petróleo assumiriam trajetória rápida de queda, convergindo para patamares de preços anteriores a 2002.

Dentre os demais cenários considerados, uma possibilidade contemplava que o mercado viesse a avaliar que a queda projetada na taxa de juros se desse em ritmo e magnitude acima do considerado prudente, deflagrando um princípio de crise de confiança, revertida por ajustes na trajetória dos juros.

Outra consideração refletida em alguns cenários foi a possibilidade de uma crise no cenário externo, em decorrência do prolongamento do conflito no Oriente Médio até o segundo semestre. O decorrente comprometimento das contas externas e o aumento da aversão ao risco colocariam fortes restrições à trajetória de melhora doméstica e teriam impacto sobre as principais variáveis, como o câmbio.

Uma vez que não se supunha ruptura com as diretrizes de política econômica estabelecidas, tais cenários implicariam, em grau diferente, respostas por parte do Governo, levando-o, por exemplo, a aumentar as taxas de juros acima do patamar observado no cenário básico.

Evolução das expectativas à luz dos eventos

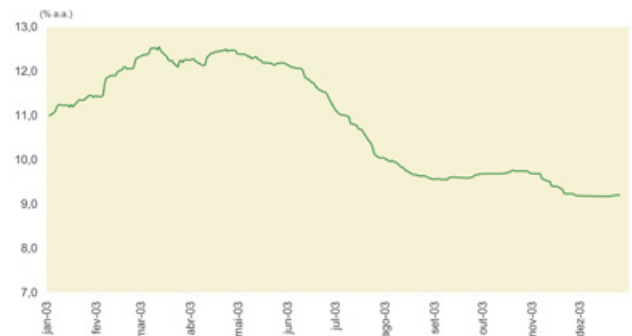
O cenário efetivamente concretizado mostrou-se, afora os indicadores de atividade, melhor do que o suposto no cenário básico, tanto na sua evolução como nos valores acumulados no ano.

O primeiro trimestre de 2003 pode ser caracterizado pela atuação do Governo para consolidar os compromissos com a austeridade fiscal, o regime de metas de inflação e o aprimoramento institucional. As principais medidas nesse sentido foram o aumento da meta de superávit primário de 3,75% em 2002 para 4,25% do PIB em 2003, a elevação da taxa de juros até 26,5% a.a. e a retomada das reformas previdenciária e tributária.

Neste trimestre, mesmo com a demonstração de

empenho do Governo em seguir o modelo de metas de inflação, a inércia inflacionária herdada em decorrência, principalmente, da desvalorização cambial verificada no segundo semestre de 2002, mantinha a perspectiva de comportamento pouco confortável dos índices de preços. Além disso, o núcleo do IPCA mantinha-se em patamares elevados, indicando aceleração mais generalizada dos preços.

Gráfico II
Expectativas de Inflação (IPCA) para 2003



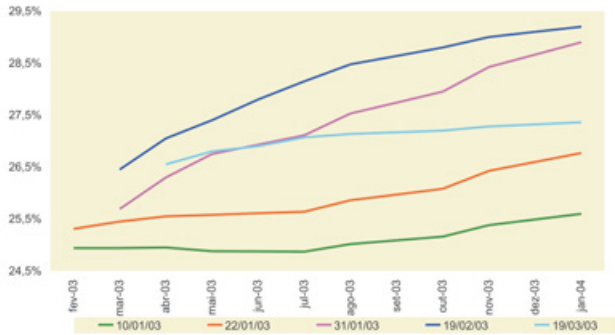
Fonte: BACEN

No âmbito externo, a guerra de curta duração no Iraque configurou um cenário relativamente favorável à economia brasileira, com impacto pontual sobre os preços do petróleo e sem maiores consequências para a dinâmica econômica mundial.

Quanto ao encaminhamento das reformas, em fevereiro foram iniciadas as articulações políticas do Governo. Entretanto, a falta de avanços significativos, em março, suscitou receios quanto à capacidade de formação de consenso político e de aprovação das propostas.

Assim, a conjunção entre um cenário externo adverso e a volatilidade oriunda do ano anterior, representada pela elevada inércia inflacionária e pelo patamar desvalorizado do câmbio, bem como pelas incertezas ainda presentes no ambiente político, refletia-se em curvas de juros com forte inclinação positiva, especialmente em fevereiro.

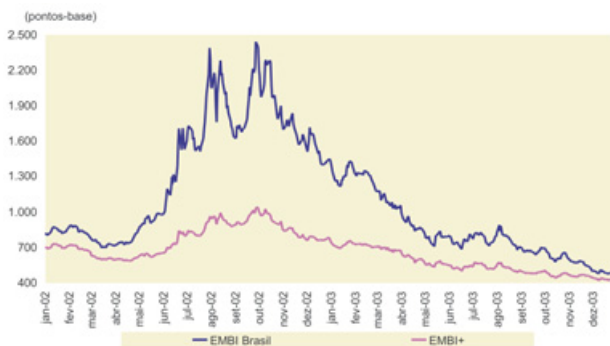
Gráfico III
Curva de Juros



Fonte: BMF

O segundo trimestre foi fortemente influenciado pela ausência de sinais claros indicando a possibilidade de recuperação da economia norte-americana, o que acentuou o processo de desvalorização do dólar frente ao euro e ao iene e contribuiu para a manutenção das taxas de juros baixas nos países centrais. A decorrente abundância de liquidez favoreceu os países emergentes e contribuiu para a percepção favorável quanto ao desempenho das contas externas para 2003 e conseqüente declínio do risco-país.

Gráfico IV
Embi+ e Embrasil



Fonte: Blomberg

Gráfico V
Câmbio



Fonte: BACEN

Neste período, observou-se um aumento da taxa de rolagem da dívida privada em relação ao primeiro trimestre, bem como um fluxo de câmbio contratado positivo. Por sua vez, as expectativas do mercado quanto ao câmbio no final de 2003 foram refletindo, com alguma defasagem, esta tendência de valorização, registrando-se a maior queda na taxa prevista em maio de 2003.

Gráfico VI
Câmbio Contratado



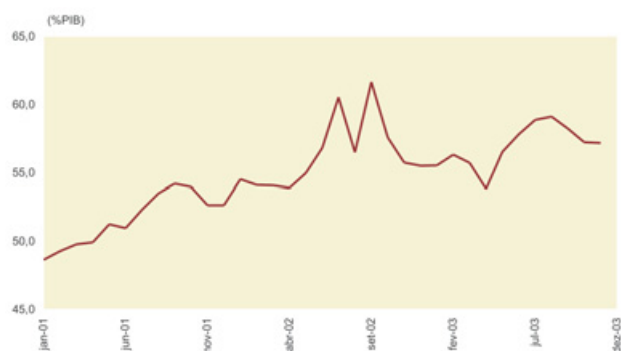
Fonte: BACEN

Ainda no segundo trimestre, a trajetória mais favorável da taxa de câmbio, o menor impacto da inércia inflacionária e a política monetária restritiva permitiram recuo mais expressivo dos índices de preços, sobretudo a partir de maio. Neste momento, as expectativas de mercado passaram a apresentar melhora expressiva e cresceram as apostas a favor do início de um ciclo de redução nas taxas de juros.

O mês de junho marcou o início do ciclo de queda na taxa de juros definida pelo Comitê de Política Monetária - COPOM. Além disso, no segun-

do trimestre atenuou-se o movimento de queda da relação entre a Dívida Líquida do Setor Público e o Produto Interno Bruto – DLSP/PIB, em parte pela relativa estabilização do câmbio.

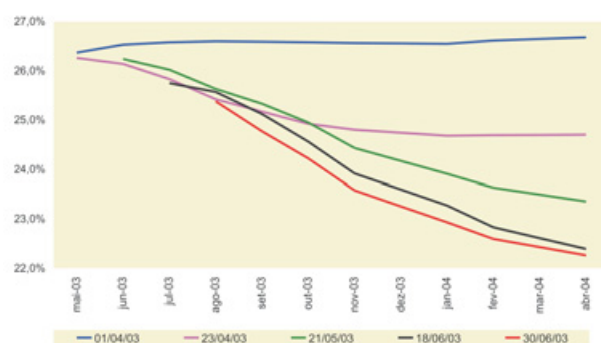
Gráfico VII
Relação DLSP/PIB



Fonte: BACEN

Por outro lado, as expectativas em relação à capacidade de articulação do Governo e à consequente aprovação das reformas tornaram-se progressivamente consensuais, restando dúvidas apenas sobre a extensão e sobre o ritmo para a conclusão do processo.

Gráfico VIII
Curva de Juros



Fonte: BMF

A melhora nas expectativas de cenário no segundo trimestre foi refletida nas curvas de juros. Dado o recuo mais significativo dos índices de preços a partir de abril e com o início dos cortes de juros pelo COPOM, as curvas passaram a apresentar formato negativamente inclinado, comportamento que adentrou o terceiro trimestre.

No terceiro trimestre do ano, as expectativas de mercado para a inflação de 2003 recuaram

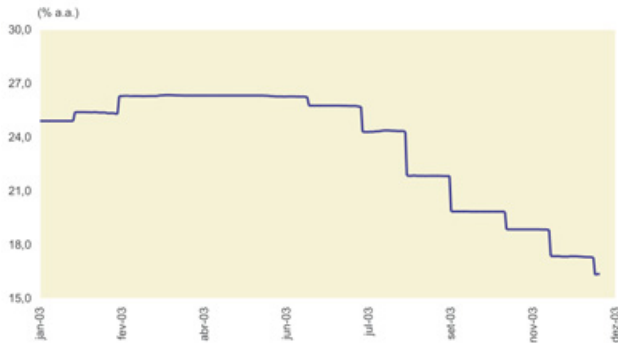
de forma significativa, atingindo o patamar de 1 dígito. Com a progressiva queda do componente inercial da inflação, o debate em torno dos riscos de descontrole inflacionário perdeu força, consolidando a credibilidade do Governo com respeito ao sistema de metas de inflação e apontando para o efetivo cumprimento da meta em 2004. A partir de então, pressões sobre os índices de preços passaram a ser vistas como pontuais, sem maiores impactos sobre as expectativas.

Neste trimestre, o câmbio permaneceu relativamente estável, a par com a manutenção da taxa de rolagem da dívida privada em patamares elevados e com os bons resultados da Balança Comercial, sempre acima das expectativas. Cabe ressaltar ainda que, no decorrer do terceiro trimestre, a trajetória do risco-país passou a apresentar queda mais que proporcional com relação ao movimento do câmbio, comportamento este acentuado nos últimos três meses do ano.

Esta percepção favorável quanto ao cenário macroeconômico foi reforçada pela aprovação das reformas previdenciária e tributária na Câmara, respectivamente em agosto e setembro. As expectativas de conclusão das reformas dentro do ano tornaram-se consensuais e havia a percepção de que mesmo eventuais atrasos ou restrições de escopo não seriam capazes de comprometer a contribuição favorável do tópico ao ambiente econômico-financeiro.

Portanto, a inflação convergente, a retração econômica, o câmbio estável e o prêmio de risco em queda sancionavam as apostas de ampliação no movimento de corte de juros por parte do COPOM, o que se verificou na queda acumulada de 600 pontos base na taxa SELIC ocorrida no terceiro trimestre de 2003.

Gráfico IX
Juros COPOM

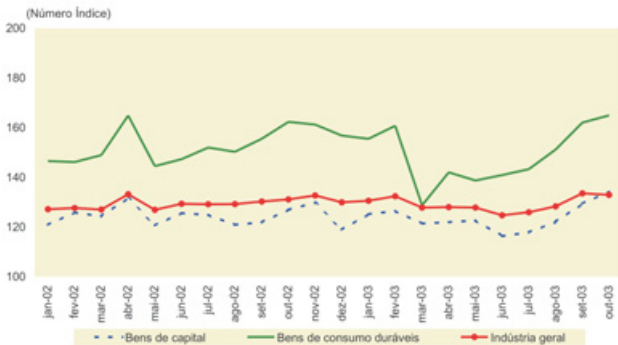


Fonte: BACEN

O reflexo do movimento da queda da taxa de juros, iniciado no segundo trimestre e reforçado no terceiro, começou a ser sentido na produção industrial, pelo lado da oferta, e na elevação do investimento doméstico, pelo lado da demanda, ainda que o crescimento do PIB anunciado pelo IBGE tenha ficado abaixo das expectativas do mercado.

O quarto trimestre começou com a percepção de que o processo de ajuste oriundo da volatilidade ocorrida no segundo semestre de 2002 havia sido bem sucedido, em decorrência de indicadores como a recuperação da produção industrial.

Gráfico X
Nível de Atividade: Produção Industrial

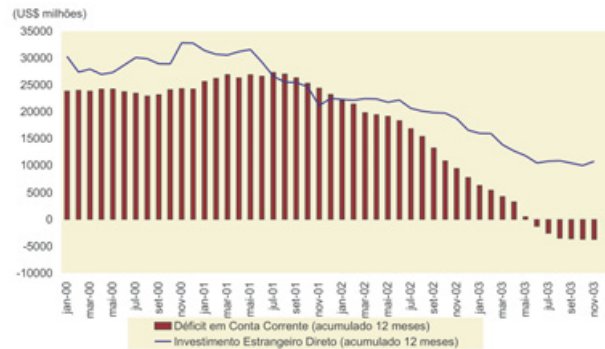


Fonte: IBGE

No setor externo, foi possível verificar sinais mais claros de recuperação da economia dos EUA, o que contribuiu para a elevação da ponta longa da curva de juros norte-americana e dinamizou o debate sobre a possível elevação da taxa básica de juros definida pelo FOMC. Contudo, a expecta-

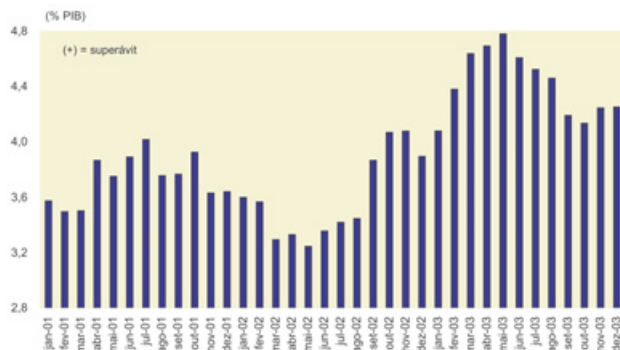
tativa da manutenção do ajuste nas contas externas, levando-se em conta a projeção de maior crescimento econômico externo e a melhora nos indicadores macroeconômicos brasileiros, tem-se refletido na percepção de que não haverá pressão sobre a necessidade de financiamento externo, o que é geralmente entendido como importante condição a favorecer a estabilidade do câmbio real em 2004.

Gráfico XI
Contas Externas



Fonte: BACEN

Em relação ao câmbio, é interessante notar que a taxa projetada pelo consenso de mercado para o final do ano esteve, desde meados de fevereiro, acima do valor *spot*, indicando expectativa de mudança de trajetória em algum momento até o final de 2003. Esta expectativa baseava-se na estimativa de maior necessidade de financiamento externo no último trimestre, haja vista a sazonalidade da balança comercial, o efeito negativo da recuperação esperada da atividade econômica sobre o saldo da balança e a maior concentração de vencimentos da dívida privada. No entanto, o fluxo positivo de capitais para o país e a obtenção de superávits comerciais sempre superiores às expectativas do mercado consubstanciaram desvalorização cambial menor que a esperada ao final do período.

Gráfico XII
Resultado Fiscal


Valores projetados para dezembro de 2003

Fonte: BACEN

Cabe ressaltar—até pela proeminência dada pelo mercado na formação dos preços da dívida pública—a contribuição fiscal deu para o sucesso da política monetária em 2003. De fato, durante a maior parte do ano, o resultado de 4,25% do PIB foi visto como plenamente factível, mesmo com preocupações ocasionais, manifestadas por analistas de mercado, acerca dos resultados de Estatais e de Estados e Municípios, ou a desaceleração da atividade econômica na esteira do ajuste externo iniciado em 2002.

Gráfico XIII
Juros Reais


Fonte: STN/COGEP

A evolução de expectativas no decorrer de 2003 mostrou-se muito próxima daquela considerada no cenário básico utilizado na elaboração do PAF. A progressiva melhora no ambiente macroeconômico, o aprofundamento dos ajustes fiscal e externo e os avanços institucionais verificados no ano, assim como seus efeitos positivos sobre a percepção dos analistas de mercado, estiveram condizentes com a trajetória

esperada para as principais variáveis econômicas. Isto favoreceu a elaboração e a posterior implementação de estratégias de financiamento apropriadas, contribuindo para a melhora do perfil da dívida pública e para que os resultados esperados tenham sido efetivamente alcançados.

BRASIL
UM PAÍS DE TODOS
GOVERNO FEDERAL

Tesouro Direto

BRASIL
UM PAÍS DE TODOS
GOVERNO FEDERAL

BRASIL
UM PAÍS DE TODOS
GOVERNO FEDERAL

Tesouro Direto

BRASIL
UM PAÍS DE TODOS
GOV

Tesouro Direto

Tesouro Direto.
O que era bom
para poucos,
agora vai ser bom
para todos.

Tesouro Direto.
O que era bom
para poucos,
agora vai ser bom
para todos.

Tesouro Direto.
O que era bom
para poucos,
agora vai ser bom
para todos.

Tesouro Direto.
O que era bom
para poucos,
agora vai ser bom
para todos.

Tesouro Direto.
O que era bom
para poucos,
agora vai ser bom
para todos.

Tesouro Direto.
O que era bom
para poucos,
agora vai ser bom
para todos.

Tesouro Direto.
O que era bom
para poucos,
agora vai ser bom
para todos.

Lançamento da Campanha Publicitária do Tesouro Direto
Ministro da Fazenda Antonio Palocci (Direita)
Secretário do Tesouro Nacional Joaquim Levy

Seção 2: Administração da Dívida Pública

O Plano Anual de Financiamento – PAF do Tesouro Nacional apontava como diretrizes o alongamento dos prazos médios de emissão dos títulos públicos, a manutenção do percentual de dívida vincendo em 12 meses em níveis prudentes e o desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxa de juros (prefixada e de índice de preços). O cumprimento destas diretrizes envolveu, além da definição de uma política de emissão compatível, o enfrentamento de alguns aspectos do mercado em que o Tesouro Nacional opera.

A par com a evolução favorável do cenário macroeconômico, o Tesouro Nacional adotou medidas visando o aumento da liquidez dos títulos públicos, a redução nos custos de emissão, e a diversificação da base de investidores. Essas ações contribuíram para dar respaldo ao PAF como instrumento ainda mais efetivo para balizar o gerenciamento da dívida.

Foram implementadas medidas em dois campos: naquele sob o controle direto do Tesouro Nacional e em outro, mais ligado ao desenvolvimento do mercado de dívida, sobre o qual a instituição não possui a mesma autonomia. Do primeiro grupo, que se convencionou chamar de **medidas no lado da oferta**, fazem parte, por exemplo, a criação de *benchmarks* para os instrumentos de dívida pública, a ampliação do controle do risco de refinanciamento, por meio de trocas e resgates antecipados, e a implantação de um novo sistema de *dealers*. Já no segundo conjunto, chamado de **medidas no lado da demanda**, estão incluídos a ampliação da base de investidores, o aumento da liquidez e o estímulo à negociação no mercado secundário.

Medidas no Lado da Oferta

Uma primeira medida visando o aumento da liquidez e a melhor precificação dos títulos públicos foi a criação de títulos de referências, isto é, **benchmarks**, concentrando as emissões e criando pontos de mais longo prazo nas curvas dos títulos.

As LTN passaram a ser emitidas em datas de vencimentos coincidentes com as datas de vencimento de contratos no mercado futuro, ou seja, primeiro dia do primeiro mês de cada trimestre (janeiro, abril, julho e outubro), aumentando sua liquidez e demanda por poderem ser melhor combinadas com outros instrumentos financeiros. Contribuiu também para a maior liquidez destes títulos a concentração de vencimentos, por meio de reofertas com volumes mais significativos. Já nos títulos pós-fixados (Letras Financeiras do Tesouro – LFT e Notas do Tesouro Nacional, série B – NTN-B), concentrou-se a emissão em prazos mais longos e em meses diferentes daqueles estabelecidos para os títulos prefixados: LFT no começo do 3º mês e NTN-B no começo do 2º mês do trimestre. Cabe ressaltar que a organização adotada para os vencimentos das NTN-B surgiu após reuniões com entidades de previdência complementar, visando atender tanto às necessidades destes, quanto às do Tesouro Nacional, no que se refere ao casamento dos seus ativos e passivos.

Ainda em 2003 passou-se a emitir títulos prefixados com vencimento em 2008, com pagamento de cupom: as chamadas Notas do Tesouro Nacional, série F—NTN-F (Quadro 1). O fato dos cupons serem destacáveis teve a vantagem de facilitar a criação, pela primeira vez, de uma curva de taxa de juros pré-fixada de médio prazo (no período entre de 3 a 4 anos).

Quadro 1 - Lançamento das Notas do Tesouro Nacional - Série F

Dentro da estratégia de administração da dívida seguida pelo Tesouro Nacional, a NTN-F destaca-se por ser um título com prazo bem mais longo que o verificado para outros instrumentos prefixados. Este título tem como principal propriedade a possibilidade dos seus cupons serem destacáveis (*strips*). Tal característica permite aos investidores decompor a NTN-F em diversos vencimentos prefixados, o que torna mais fácil a sua precificação e negociação no mercado secundário. Destaca-se também que, dentro desta estratégia, o volume colocado em mercado deverá, por meio de reofertas, garantir a liquidez e o estímulo à negociação no mercado secundário—que assim passa a ter uma efetiva curva de rendimentos de mercado com prazo até 4 anos.

No primeiro leilão deste título, realizado no dia 18 de dezembro de 2003, por meio de oferta firme, o Tesouro Nacional obteve êxito na colocação de títulos prefixados com prazo de 4 anos, o mais longo da história do País para títulos com essas características. Na ocasião foram vendidas NTN-F com cupom de 10% a.a., num montante de R\$ 427,4 milhões e a uma taxa média de 17,2 % a.a..

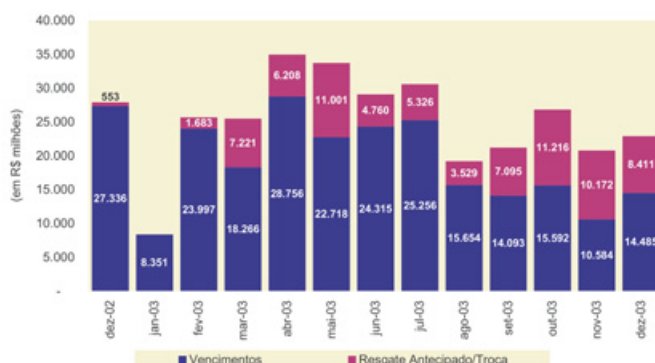
Estes resultados – obtidos em um único leilão, mas já bastante expressivos – apontam excelentes expectativas para este título em 2004, o que pode facilitar a redução dos níveis de indexação da DPF, bem como o alongamento.

Um maior **risco de refinanciamento** é inerente à adoção da disciplina de emissões *benchmarks*, já que esta cria volumes expressivos de vencimentos de títulos em datas específicas. Para minimizar esse efeito, o Tesouro Nacional passou a realizar, de forma ativa, operações de troca de títulos de curto prazo por de prazos mais longos e, principalmente ao longo do segundo semestre de 2003, resgates antecipados de títulos prefixados.

No ano, foram realizadas trocas de títulos pós-fixados de prazo mais curto por LFT de longo prazo, bem como trocas de títulos pós-fixados, incluindo a LFT, por NTN-B e NTN-C, em um total de R\$ 64 bilhões.

Com relação aos resgates antecipados (a preços de mercado), estes foram realizados para os títulos prefixados (LTN) de curto prazo, com o objetivo de atenuar a percepção de risco de refinanciamento com a suavização da maturação destes títulos. Quanto aos títulos indexados a índices de preços, de longo prazo, o programa de resgate antecipado, adotado no segundo semestre do ano, buscou reduzir os custos de transação destes títulos, aumentando a liquidez ainda limitada para esse mercado, e reduzindo, assim, custos eventuais a que os investidores estejam expostos no ajuste de suas necessidades de caixa.

Gráfico XIV
Vencimentos e Resgates Antecipados/Trocas (detalhamento)



Fonte: STN/CODIP.

Houve também melhora do saldo de caixa do Tesouro Nacional, recompondo-se assim o colchão de liquidez da dívida pública. A manutenção dessa reserva – que reduz o risco de refinanciamento da dívida – transmite segurança ao mercado quanto à capacidade de pagamento da dívida, contribuindo para reduzir seu custo médio, mesmo em momentos favoráveis.

Ainda pelo lado da oferta, cabe ressaltar a implantação de um **novo sistema de dealers** do mercado financeiro em geral, no qual as operações com títulos do Tesouro Nacional passaram a ter maior participação. Anteriormente, o sistema de *dealers* era utilizado exclusivamente pelo Banco Central com o objetivo de auxiliar a administração da política monetária. No entanto, observou-se que o sistema vinha contribuindo de forma tímida para o aperfeiçoamento do mercado secundário de títulos públicos, limitando o pro-

vimento de maior liquidez ao mercado de títulos e à formação de uma estrutura a termo da taxa de juros mais consistente. Em função disso, o Tesouro Nacional e o Banco Central, em trabalho conjunto, reorganizaram o sistema e implementaram uma estrutura única, com administração de ambos para auxiliar tanto a política de gerenciamento da dívida pública, conduzida pelo Tesouro Nacional, quanto a política monetária. Nesse sentido, dois grupos de *dealers* foram criados, em contraposição ao grupo único existente anteriormente:

- *Dealers* Primários - voltados às ofertas primárias e operações de *money market*, composto por até 12 instituições;
- *Dealers* Especialistas - voltados às operações no mercado secundário, composto por até 10 instituições.

Tabela 1
Síntese das principais obrigações e benefícios dos novos dealers

OBRIGAÇÕES	BENEFÍCIOS
Ter participação ativa nas colocações primárias de títulos públicos realizadas pelo Tesouro Nacional;	Participar das operações especiais do Tesouro Nacional de: <ul style="list-style-type: none"> • Venda de títulos públicos federais pelos preços médios apurados nas ofertas públicas do Tesouro Nacional; • Compra de títulos públicos federais, a preços competitivos, previamente definida como restrita às instituições credenciadas
Ter participação ativa nas negociações no mercado secundário de títulos públicos, mediante operações definitivas e compromissadas;	
Ter participação ativa nas operações definitivas e compromissadas realizadas pelo Banco Central;	
Difundir as atuações, previstas ou já ocorridas, das mesas de operações do Tesouro Nacional e do Banco Central às demais instituições do mercado.	Participar de reuniões periódicas do Tesouro Nacional e do Banco Central.
Manter estreito grau de colaboração e relacionamento com as mesas de operações do Tesouro Nacional e do Banco Central, fornecendo informações que, direta ou indiretamente, possam ter reflexos no mercado financeiro.	

A formação de dois grupos distintos de *dealers* permitiu que se estabelecessem regras diferenciadas para cada grupo. Dentre estas regras diferenciadas podemos citar o estabelecimento de maior peso sobre a participação em ofertas públicas do Tesouro Nacional para os *dealers* primários enquanto os *dealers* especialistas devem apresentar volumes expressivos de negociação de títulos públicos no mercado secundário. A in-

trodução do grupo de *dealers* especialistas criou incentivos para as transações no mercado secundário, contribuindo para a ampliação da liquidez do sistema.

Associado ao novo sistema de *dealers*, o Tesouro Nacional passou, em 15 de agosto, a adotar o chamado leilão de 2ª volta. Através deste mecanismo é permitido, tanto aos *dealers* primários

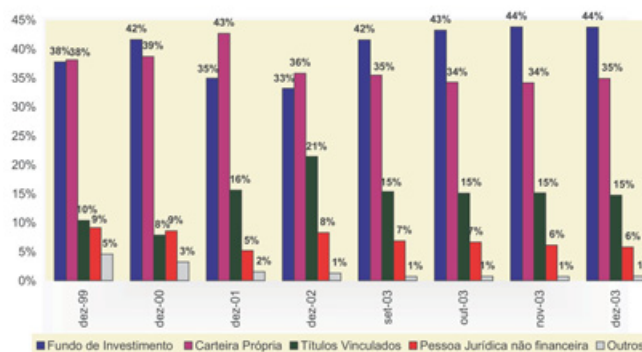
quanto aos especialistas, adquirirem títulos ao preço médio do leilão a que a 2ª volta se refere. Este benefício oferecido aos *dealers* como contrapartida à série de obrigações que eles possuem, também se mostrou uma inovação positiva no relacionamento entre as instituições financeiras, Tesouro Nacional e Banco Central. De maneira geral, este novo arranjo de obrigações e benefícios para os *dealers* (sintetizados no quadro anterior) gerou notável aumento da eficiência – e negócios – no novo sistema, comparativamente ao anterior.

Medidas no Lado da Demanda

A experiência tem demonstrado 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 condições de refinanciamento do Tesouro Nacional em momentos de volatilidade do mercado. Nesse sentido, a diversificação da base de investidores tem um papel fundamental, uma vez que os detentores da dívida ainda estão concentrados em poucos tipos de investidores, principalmente de fundos mútuos (fundo de investimento) e bancos (carteira própria), como mostrado no gráfico que segue.

Gráfico XV
Detentores de Títulos Públicos – Período Selecionado



Fonte: Tesouro Nacional/BACEN.

Entre as principais ações impetradas para ampliar e diversificar a demanda pelos títulos públicos está a aproximação sistemática com as entidades públicas e privadas de previdência complementar, investidores naturais de instrumentos de longo prazo. Como mencionado, o programa de emissão de NTN-B refletiu em grande parte as in-

formações obtidas nesses contatos (Quadro 2). Ao longo de 2003 ocorreram cinco leilões desses títulos, com excelentes resultados, tais como a significativa queda do prêmio sobre o IPCA. A taxa aceita nos leilões para o vencimento em 2006, por exemplo, passou de 10,79% a.a. no primeiro leilão para 8,99% a.a. no último leilão do ano.

Quadro 2 – Retomada das Emissões de NTN-B

Em 11 e 12 de setembro houve a retomada das emissões de NTN-B, após aproximadamente um ano e meio sem emissões. A emissão desses títulos responde à demanda expressa por instituições de previdência complementar, de encontrar instrumentos que as permitam melhor gerenciar seus ativos e passivos, que são tipicamente de longo prazo.

Os vencimentos das NTN-B (em maio e agosto) foram organizados de tal forma que os detentores desses títulos possam receber a cada três meses fluxo de pagamentos indexados ao IPCA, considerando os pagamentos semestrais de juros (sempre no segundo mês de cada trimestre civil).

O **Tesouro Direto**, o programa de vendas de títulos públicos pela Internet, foi reconhecido como importante fator para a diversificação—especialmente no médio prazo, da base de investidores com decisão de ajuste e precificação de carteira autônoma. O programa foi ampliado ao longo do ano, beneficiando-se em setembro de expressiva campanha publicitária a nível nacional. Essa campanha resultou em um aumento nas vendas no trimestre encerrado em novembro de 2003 de aproximadamente 57,3% comparativamente aos três meses anteriores, com o número de investidores cadastrados no programa aumentando 92,9% na mesma comparação (Quadro 3).

Os resultados dessas medidas foram tangíveis. Em 2003, o volume médio diário negociado de títulos públicos aumentou aproximadamente 98%, passando de R\$5,2 bilhões em janeiro para R\$ 9,8 bilhões em dezembro. O volume de contratos de DI futuro praticamente triplicou, aumentando de uma média diária de 578 mil em janeiro, para 1,7 milhão em dezembro de 2003.

Inicialmente prevista para 2003, a *clearing* de ativos e o desenvolvimento de plataforma para negociação eletrônica para os títulos públicos, que será implementada pela Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) em 2004, deverá complementar as medidas descritas acima e contribuirá para manter o ímpeto de aperfeiçoamento e ampliação do mercado de títulos públicos.

Ainda nessa linha, cabe mencionar as discussões em curso, no âmbito do Tesouro Nacional, Banco Central e Secretaria da Receita Federal, para a implementação da Conta Investimento. Essa medida visa evitar o pagamento da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF em transferências de recursos entre os fundos de investimento, com os objetivos de: (i) oferecer para as demais aplicações tratamento semelhante ao que é dado hoje aos fundos de investimento, que são isentos de CPMF; e (ii) aumentar a competição na indústria de fundos de investimento, bem como o volume negociado no mercado secundário.

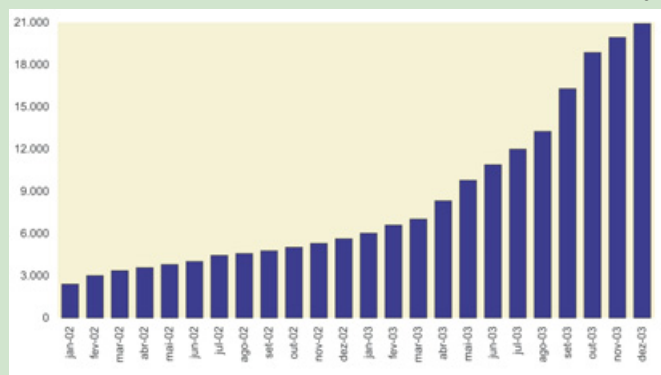
Quadro 3 - Venda de Títulos pela Internet - TESOURO DIRETO

Em 07 de janeiro de 2002 o Tesouro Nacional, com a cooperação técnica da Companhia Brasileira de Liquidação e de Custódia – CBLC e a participação da Caixa Econômica Federal, como banco liquidante, implementou o Tesouro Direto, que possibilita a aquisição de títulos públicos por parte das pessoas físicas pela Internet. O Programa tem como objetivos democratizar o acesso para investimentos em títulos federais, incentivar a formação de poupança de longo prazo e fornecer informações sobre a administração e a estrutura da dívida pública federal brasileira.

O Tesouro Direto permite que as pessoas físicas tenham acesso aos títulos públicos ofertados nos leilões tradicionais do Tesouro Nacional, durante 24 horas por dia (exceto nos dias úteis nos quais o mercado fica fechado entre às 5 e às 9 horas para a manutenção do sistema). O limite mínimo por investidor é de 0,2 título (aproximadamente R\$ 200) e o máximo de R\$ 200 mil por mês. Nos meses de pagamento de principal e juros dos títulos públicos adquiridos no Tesouro Direto, o limite máximo é expandido no montante destes recursos. A liquidez dos títulos é garantida pelo Tesouro Nacional, através dos resgates antecipados semanais, que ocorrem entre às 9 horas das quartas-feiras e às 5 horas das quintas-feiras.

Visando desenvolver ainda mais este programa, no início de setembro de 2003 foi lançada a campanha publicitária do Tesouro Direto, com duração de aproximadamente dois meses e composta por anúncios em jornais e revistas, *banners* de Internet, propaganda de rádio e distribuição de mala direta, conforme exemplificado no *banner* abaixo. Tal campanha propiciou aumento significativo da base de investidores do Tesouro Direto, tendo em vista que em 2003 aproximadamente 15.000 investidores foram cadastrados, enquanto que em 2002 eram apenas 5.800 investidores haviam se cadastrado (ver gráfico a seguir). As vendas de títulos públicos em 2003 deve-

vão ultrapassar R\$ 235 milhões, mais do que o triplo do volume financeiro vendido em 2002, R\$ 76 milhões. Vale destacar ainda, com relação aos novos títulos públicos, que em 2003 o Tesouro Direto passou a negociar as NTN-B, títulos indexados ao IPCA, e que, no princípio de 2004, passaram a ser ofertadas as NTN-F, títulos prefixados com pagamento de cupom de juros.


Gráfico XVI
Total de Investidores Cadastrados no Tesouro Direto de jan/02 a dez/03


Fonte: STN/CODIP

Outras informações sobre o Programa Tesouro Direto estão disponibilizadas na *home page*: <http://www.tesourodireto.gov.br>



Modelo de Estações de Trabalho da Área da Dívida Pública do Tesouro Nacional



Lançamento da Campanha Publicitária do Tesouro Direto

Ministro da Fazenda Antonio Palocci(centro)

Secretário do Tesouro Nacional Joaquim Levy, (esquerda)

Secretário-Adjunto da Dívida Pública José Antonio Gragnani

Seção 3: Resultados Alcançados

O PAF 2003 teve como principais diretrizes, conforme anteriormente mencionado, o alongamento dos prazos de vencimento da dívida pública, bem como a melhora na composição do passivo público do Governo, buscando-se privilegiar os títulos prefixados e indexados a índices de preços, em detrimento dos títulos remunerados por juros pós-fixados e câmbio. Essas diretrizes visavam a redução do custo de financiamento de longo prazo, consolidando o processo de controle do risco de refinanciamento da dívida e de sua exposição a flutuações das taxas de juros e do câmbio.

Pode-se afirmar, considerando os resultados alcançados, que os objetivos refletidos nas diretrizes mencionadas foram atingidos. Cabe destacar a performance de alguns indicadores propostos no PAF 2003, em especial, o percentual de vencimentos em 12 meses, e a participação relativa de títulos prefixados, tanto na Dívida Pública Federal - DPF, quanto na Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi. Destaca-se também a redução do passivo cambial, que superou as expectativas mais otimistas quando da elaboração do PAF 2003.

Estratégia

A construção da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional relativa ao exercício de 2003 centrou-se nas seguintes hipóteses de referência: i) a não emissão de títulos cambiais, em especial, as NTN-D; ii) a assunção de cerca de R\$ 18,0 bilhões, de CVS²; e iii) a emissão no mercado internacional de US\$ 4,0 bilhões, em bônus globais (revista no final de fevereiro para US\$ 3 bilhões).

A suspensão de emissões de NTN-D, assim como a ação coordenada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central para que essa instituição não vendesse títulos cambiais de sua

carteira no mercado secundário, contribuíram de forma significativa para que os objetivos de redução da exposição cambial da dívida pública fossem atingidos. Dentro da mesma estratégia, o Banco Central continuou a privilegiar os *swaps* como instrumento de política cambial, os quais, como reflexo da melhora do ambiente macroeconômico, também tiveram sua taxa de rolagem diminuída ao longo do ano.

A emissão externa, por seu lado, pautou-se pela prudência, sem desperdício de oportunidades vantajosas e consistentes. Assim, a emissão total do ano veio eventualmente a exceder em aproximadamente US\$ 1,5 bilhões a meta para 2003, respondendo por parte da meta de emissões para 2004, anunciada em outubro.

Em face desses fatores, a estratégia refletiu-se nas seguintes metas:

- i. Títulos prefixados: alongamento gradual dos prazos de emissão, iniciando-se em 6 meses e chegando a 24 meses ao final do ano;
- ii. Títulos remunerados a índice de preços: emissões líquidas ao longo do ano com os mesmos prazos de 2002 e criação de novos vértices para consolidação da curva de juros de médio e longo prazo;
- iii. Títulos indexados à taxa SELIC: resgates líquidos em montantes determinados pela capacidade de colocação dos demais instrumentos em mercado, com alongamento gradual dos prazos de emissão.

Execução da Estratégia e Resultados alcançados

Quatro indicadores capturam a evolução positiva da dívida: o estoque; o prazo médio; o percentual vincendo em 12 meses; a proporção dos títulos prefixados e pós-fixados.

² 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.

Tabela II
Resultados para a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi (2003)

Indicadores	dez/02	dez/03	PAF-2003	
			Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	623,2	731,4	690,0	750,0
Prazo Médio da DPMFi (meses)	33,2	31,3	34,0	38,0
% vencendo em 12 meses*	41,1	35,3	35,0	40,0
Composição do Estoque da DPMFi				
Prefixado (%)	2,2	12,5	5,0	15,0
Selic (%)	60,8	61,4	52,0	60,0
Câmbio (%)	22,4	10,8	13,0	22,0
Índice de Preços (%)	12,5	13,6	12,0	18,0
TR e outros (%)	2,1	1,8	2,0	4,0

* Nova metodologia que inclui nos vencimentos em 12 meses os cupons de juros. Pela metodologia anterior, referida a seguir, os valores observados foram 38,9% e 33,4% para dezembro de 2002 e 2003, respectivamente.

Fonte: STN/COGEP

Tabela III
Resultados para a Dívida Pública Federal - DPF (2003)

Indicadores	dez/02	dez/03	PAF-2003	
			Mínimo	Máximo
Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)	893,3	965,8	940,0	1020,0
Prazo Médio da DPF (meses)	42,6	39,0	41,0	45,0
% vencendo em 12 meses *	34,6	30,7	31,0	36,0
Composição do Estoque da DPF				
Prefixado	1,5	9,5	4,0	11,0
Selic	42,4	46,5	38,0	44,0
Câmbio	45,8	32,4	36,0	45,0
Denominado	30,2	24,3	--	--
Referenciado	15,6	8,2	--	--
Índice de Preços	8,8	10,3	9,0	13,0
TR e outros	1,4	1,4	1,0	3,0

* Nova metodologia que inclui nos vencimentos em 12 meses os cupons de juros. Pela metodologia anterior, referida a seguir, os valores observados foram 32,7% e 28,7% para dezembro de 2002 e 2003, respectivamente.

Fonte: STN/COGEP

Estoque

Em 2003, o estoque da Dívida Pública Federal – DPF cresceu nominalmente 8,1%, isto é, menos que o PIB nominal. De fato, ele passou de R\$ 893,3 bilhões no final de 2002, para R\$ 965,8 bilhões ao final de 2003, resultado dentro das faixas estabelecidas pelo PAF 2003 (R\$ 940,0 bilhões e R\$ 1.020,0 bilhões).

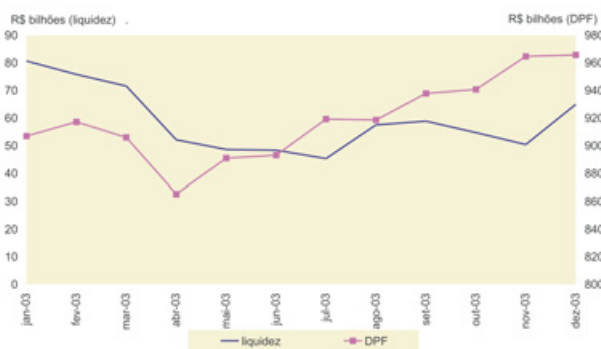
Por seu lado, a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi cresceu em termos nominais 17,4%, evoluindo de R\$ 623,2 bi, no início do ano, para R\$ 731,4 bilhões em dezembro. Esse resultado também está compatível com a margem inicialmente prevista para o final de 2003 (R\$ 690,0 bilhões a R\$ 750,0 bilhões).

Aproximadamente metade do crescimento do

estoque da DPMFi ocorreu em função da recuperação da demanda doméstica pelos títulos da dívida pública, levando à redução do volume de operações de mercado aberto efetuadas pelo Banco Central (Gráfico XVIII).

A redução na liquidez do mercado monetário, por meio da emissão líquida de títulos públicos reverteu o processo ativado a partir de abril-maio de 2002.

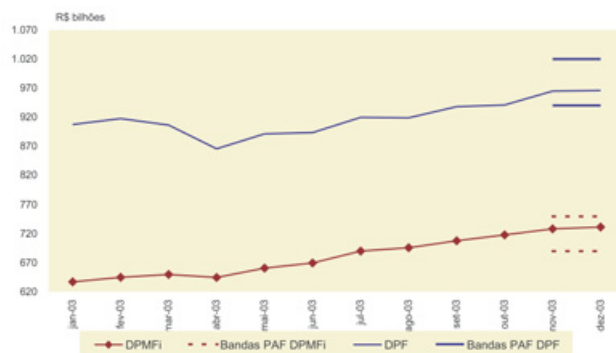
Gráfico XVII
Dívida Pública Federal (DPF) x Liquidez



Fonte: STN/COGEP

Já o estoque da Dívida Pública Federal Externa - DPF_e diminuiu 13,2%, passando de R\$ 270,1 bilhões em dezembro de 2002, para R\$ 234,4 bilhões em dezembro de 2003, em resposta à valorização do câmbio durante o referido ano, bem como, aos vencimentos de bônus soberanos e passivos contratuais.

Gráfico XVIII
DPF e DPMFi



Fonte: STN/COGEP

Obs.: As linhas horizontais referem-se às bandas do PAF 2003

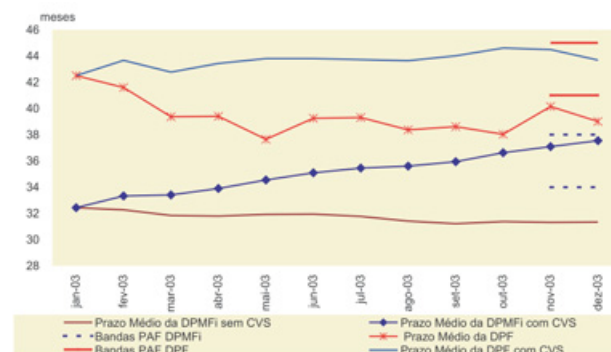
Prazo Médio

Conforme apresentado nas tabelas de indicadores do PAF 2003, tanto o prazo médio da DPF, quanto o da DPMFi, ao final de 2003, situaram-se abaixo dos limites inicialmente estabelecidos para esses indicadores, situando-se em 39,0 meses (limites entre 41,0 meses e 45,0 meses) e 31,3 meses (limites entre 34,0 meses e 38,0 meses), respectivamente.

A esse respeito, cabe destacar que o resultado é consequência direta da não emissão dos R\$ 18,0 bilhões de CVS inicialmente previstos (foram efetivamente emitidos R\$ 586,0 milhões), em função do rito de assunção desses passivos contingentes haver levado mais tempo do que o inicialmente estimado. É mister ressaltar que esses títulos são de longo prazo, com vencimento em 2027.

Por hipótese, caso fossem emitidos os CVS em montante equivalente ao previsto no início do ano, o prazo médio para a DPF aumentaria em torno de 3,5 meses, fechando o ano em 42,5 meses. O prazo médio da DPMFi aumentaria em cerca de 6,3 meses, atingindo 37,5 meses em dezembro, o qual situa-se, da mesma forma que a DPF, dentro das projeções do PAF.

Gráfico XIX
Prazo Médio da DPF e DPMFi



Fonte: STN/COGEP

Obs.: As linhas horizontais referem-se às bandas do PAF 2003

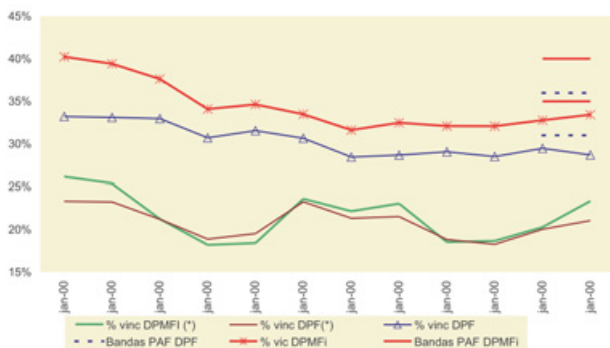
Percentual vincendo em 12 meses

O resultado alcançado, ao final de 2003, em relação à redução do percentual de vencimentos em

12 meses foi bastante significativo. Os valores de 28,7% e 33,4% (de acordo com a metodologia anterior) para a DPF e DPMFi, respectivamente, demonstram significativa melhora em relação a 2002, especialmente considerando o aumento do estoque de títulos prefixados, normalmente emitidos com prazos de vencimentos relativamente mais curtos.

Os resultados são ainda melhores quando se realiza uma análise levando em consideração o saldo do Colchão de Liquidez (recursos disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF). Nesta análise, subtrai-se dos vencimentos dos próximos 12 meses o saldo corrente do Colchão e refaz-se o percentual sobre o estoque total da dívida. A idéia é que a necessidade de financiamento nos 12 meses seguintes é o total de vencimentos nesse período descontado o saldo atual de caixa, em uma hipótese conservadora de que não sejam arrecadadas novas receitas orçamentárias neste período. Com essa metodologia, o percentual reduz-se ainda mais, passando para 21,0% (DPF) e 23,3% (DPMFi). O gráfico abaixo ilustra o exercício, ainda sob antiga metodologia de cálculo.

Gráfico XX
Percentual Vencendo da DPF e DPMFi



Fonte: STN/COGEP

Obs.: As linhas horizontais referem-se às bandas do PAF 2003

(*) Incluem saldo do colchão de liquidez

Como já destacado anteriormente, daqui por diante, essa estatística terá uma nova metodologia, em que se incluem nos vencimentos dos 12 meses seguintes os cupons de juros, o que, obviamente, causa um aumento no percentual da dívida vincenda. De acordo com a nova

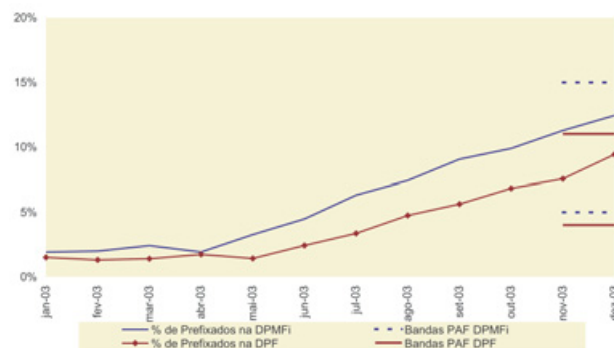
metodologia, encerra-se o ano de 2003 com um percentual vencendo em 12 meses de 30,7% para a DPF, e de 35,3% para a DPMFi, ambos dentro da banda estabelecida no começo do ano. Se levado em consideração o saldo do colchão, os percentuais seriam de 23,0% e 25,3% para a DPF e DPMFi, respectivamente.

Análise da Composição da Dívida

Títulos Prefixados

A participação relativa de títulos prefixados no volume total da DPMFi, cresceu mais de 460%, passando de 2,2 pontos percentuais em dezembro de 2002, para 12,5 pontos percentuais em dezembro de 2003. Em relação à DPF, o crescimento foi ainda mais expressivo (aproximadamente 520%), passando de 1,5% do volume total, para 9,5% desse volume. Termina-se o ano, portanto, com percentuais de participação de títulos prefixados bastante centrados em relação aos objetivos estabelecidos no PAF 2003 para a DPMFi (5%-15%) e DPF (4%-11%).

Gráfico XXI
Participação de Títulos Prefixados



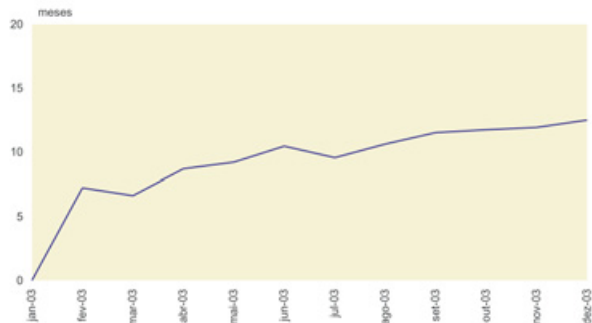
Fonte: STN/COGEP

Obs.: As linhas horizontais referem-se às bandas do PAF 2003

Houve um alongamento gradual dos prazos de vencimento dos novos papéis emitidos no decorrer do ano, culminando com o lançamento, em dezembro, das NTN-F, com prazo de 4 anos, o título prefixado mais longo da história recente do país (vide Quadro I para maiores detalhes).

Gráfico XXII

Prazo Médio de Emissão da LTN

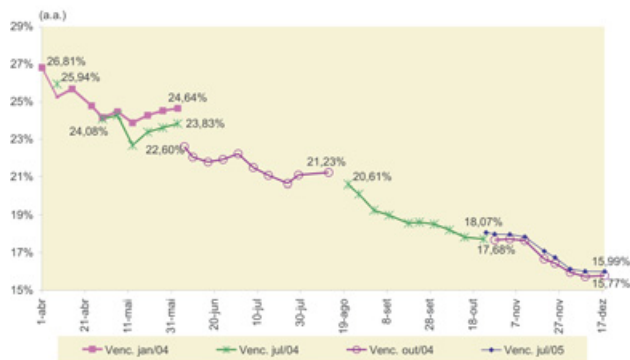


Fonte: STN/COGEP

Por fim, cabe destacar a redução dos prêmios pagos ao longo do ano, nos leilões de LTN, não somente em relação às taxas nominais, mas também no que se refere ao próprio ágio em relação ao DI de prazo equivalente (que veio a desaparecer nos primeiros leilões de 2004 para alguns prazos de vencimento).

Gráfico XXIII

Taxa Média Aceita nos Leilões de LTN



Fonte: STN/CODIP

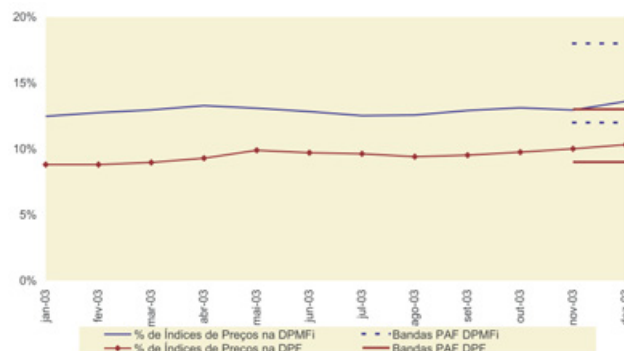
Títulos Remunerados a Índices de Preços

Conforme salientado anteriormente, uma das principais diretrizes de administração do passivo público é a elevação da participação dos títulos remunerados a índices de preços no volume total da dívida., permitindo diminuir a participação de papéis indexados à SELIC ou ao câmbio. Nesse sentido, o ano de 2003 foi bastante positivo. Além da participação relativa desses títulos haver se situado dentro dos limites inicialmente previstos, destaca-se a incorporação das NTN-B, bem como o aumento relativo das emissões des-

se tipo de instrumento, especialmente, no segundo semestre de 2003.

Gráfico XXIV

Participação de Títulos Remunerados a Índices de Preços



Fonte: STN/COGEP

Obs.: As linhas horizontais referem-se às bandas do PAF 2003

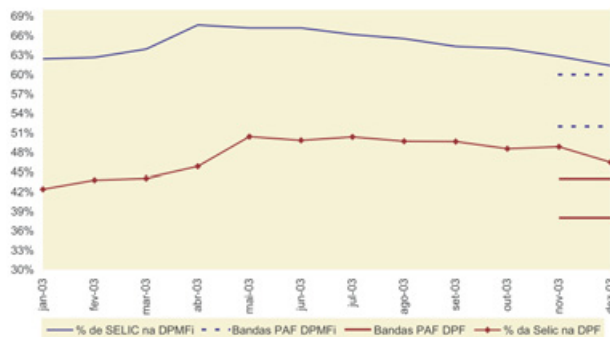
A consolidação da demanda por esses títulos, aliada à criação de novos vértices da curva de juros de médio e de longo prazos (agosto de 2006 e 2024 e maio de 2009 e 2015), permitem aos gestores da dívida traçar perspectivas favoráveis para os anos seguintes.

Títulos Remunerados pela taxa SELIC

A participação relativa dos títulos remunerados pela SELIC ultrapassou ligeiramente os limites estabelecidos no PAF 2003 tanto para DPMFI quanto para a DPF. Enquanto no primeiro caso a participação alcançou 61,4% (1,4 ponto percentual acima do limite), no segundo essa participação foi de 46,5% (2,5 pontos percentuais superiores ao previsto).

Gráfico XXV

Participação de Títulos Remunerados pela Taxa SELIC



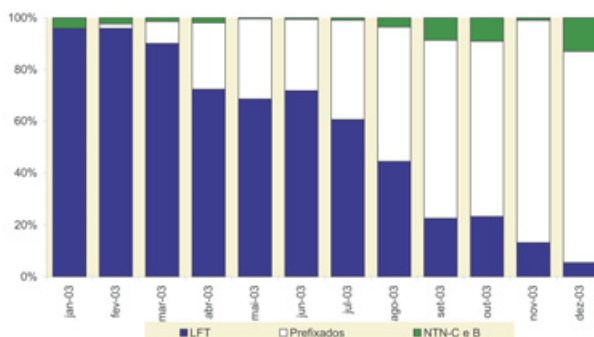
Fonte: STN/COGEP

Obs.: As linhas horizontais referem-se às bandas do PAF 2003

A despeito dos limites terem sido superados, a trajetória da participação desses títulos no estoque da dívida segue tendência de queda, estimulada pela menor representatividade desses títulos nas novas emissões do Tesouro Nacional, conforme gráfico a seguir. Adicionalmente, a estratégia de emissão de LFT em 2003 apresentou resultados positivos com relação ao prazo e custo dos títulos emitidos. Quanto ao prazo as LFT, que no início do ano eram emitidas com 6 meses, chegaram, ao final do ano, com prazo máximo de emissão de 56 meses. O custo de emissão desses títulos apresentou forte trajetória de queda desde o início do ano. Após atingir picos de 2,12% a.a. no final de 2002, as taxas médias aceitas nesses leilões, em 2003, alcançaram valores em torno de 0,23% a.a. em dezembro, isto é, níveis não observados desde junho de 2001 (começo da crise do setor elétrico e deterioração dos preços da dívida na Argentina).

Gráfico XXVI

Participação dos Títulos nas Emissões do Tesouro Nacional



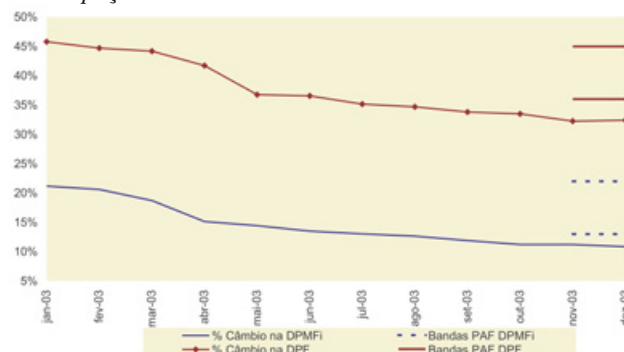
Fonte: STN/COGEP

Dívida Remunerada pela Variação Cambial

Um dos principais resultados positivos do ano de 2003 para a dívida pública foi a redução significativa da participação da dívida cambial, tanto na DPF, como na DPMFi.

Gráfico XXVII

Participação de Títulos Cambiais



Fonte: STN/COGEP

Obs.: As linhas horizontais referem-se às bandas do PAF 2003

De fato, previa-se no início do ano que a participação relativa do passivo cambial em relação à DPF ficaria entre 36% e 45%. Superando as expectativas mais otimistas, a participação relativa encerrou o ano em 32,5%, cerca de 3,5% abaixo da previsão mais otimista.

Também em relação à DPMFi, o resultado foi positivo, já que em dezembro de 2002 previa-se encerrar o ano com uma participação relativa entre 13% e 22%, contra os 10,8% realizados.

Pode-se justificar o resultado positivo em razão da substancial redução da taxa de câmbio, bem como do resgate líquido de títulos cambiais, ocorrido no ano de 2003.

Outro ponto que merece destaque refere-se à redução da exposição cambial total do Governo Federal (Tesouro Nacional e Banco Central), onde, além da parcela da dívida cambial na DPMFi, devem ser incluídos os swaps, sob responsabilidade do Banco Central. Essa exposição cambial era de 37,0% (DPMFi) em dezembro de 2002, reduzindo-se para 22,1% em dezembro de 2003.

Em relação à parcela da dívida cambial referente à dívida externa, a programação de captação superou as expectativas iniciais e encerrou o ano com um volume total de emissões de US\$ 4,6 bilhões, dos quais, US\$ 3,1 bilhões da estratégia inicialmente prevista, e US\$ 1,5 bilhão, referentes à antecipação das captações previstas para 2004. Ressalta-se que todas as emissões realizadas no ano de 2003 foram com Cláusulas de Ações Coletivas - CACs .

O sucesso na condução da política econômica do atual governo possibilitou a retomada das captações externas pela República. A primeira emissão externa ocorreu em abril de 2003, com a captação de US\$ 1,0 bilhão de um bônus global vencendo em 2007 e, em seguida, uma nova captação de US\$ 1,25 bilhão foi realizada em junho, com a emissão de um Global, cujo vencimento será em 2013.

Em julho, o governo brasileiro emitiu US\$ 1,3 bilhão em bônus com vencimentos em 2011 e 2024 para a troca por *Bradies: Par bond* (US\$ 452 milhões) e *Discount bond* (US\$ 848 milhões). A oferta em *cash* foi restrita ao Global 2011, representando US\$ 123 milhões.

Em setembro, a República reabriu com sucesso o Global 2011. Na ocasião foram emitidos US\$ 750 milhões com uma demanda superando três vezes esse valor.

Por fim, em outubro de 2003, o Governo iniciou as captações externas referentes a 2004. Aproveitando o cenário econômico doméstico favorável, a elevada liquidez internacional e o maior volume de investimentos para mercados emer-

gentes, foram emitidos US\$ 1,5 bilhão em bônus com vencimento em 2013, de um total previsto de US\$ 5,5 bilhões para o próximo ano.

Gerenciamento de Ativos e Passivos

O Gerenciamento de Ativos e Passivos tem por objetivo analisar os descasamentos líquidos do Governo Federal, tanto em termos de indexadores, como, também, em termos de prazos e fluxos de caixa, fornecendo um referencial adicional aos gestores da dívida, em seu planejamento de médio e de longo prazo.

Por enquanto, esse instrumento tem um caráter eminentemente indicativo, apesar do processo de aperfeiçoamento e validação por que vem passando. Com esta consideração em mente, vale a pena notar que, apesar da significativa diminuição do descasamento cambial ter se refletido em um aumento do descasamento em prefixados e índice de preços, o descasamento total manteve-se inalterado, refletindo a estabilização do total da dívida líquida em termos nominais (Tabela IV).

Considerando-se a evolução dos índices de preços, o descasamento por classe de indexador diminuiu não só no caso cambial, mas também no caso de ativos e passivos indexados aos juros — apesar da proporção dos títulos indexados à SELIC ter-se mantido ligeiramente acima da faixa estabelecida no PAF-2003. Ressalte-se que os indicadores de descasamento cambial levam em conta a exposição decorrente dos *swaps* do Banco Central, o que reforça a evidência da diminuição do risco cambial da dívida pública ao longo de 2003.

Tabela IV
Descasamento entre Ativos e Passivos Financeiros do Governo Central¹

	Diferença Ativo/Passivo ²			Ativo	Passivo	desvio 2003
	Dez/2002	Dez/2003	Dez/2003 (*)			
		(PAF/2003)				
Índice de Preços	(156,5)	(169,3)	(208,5)	305,6	97,1	(39,2)
Câmbio	378,7	362,7	312,5	358,1	670,6	(50,2)
Juros	401,0	385,8	433,2	93,3	526,5	47,5
Prefixado	13,7	103,7	88,2	6,0	94,2	(15,5)
Renda Variável	(8,7)	(2,5)	(15,6)	15,6	-	(13,1)
Não Remunerado ³	37,9	48,0	57,0	9,5	66,5	9,0
TOTAL	666,1	728,4	666,9	788,0	1.454,9	(61,5)

Fonte: Tesouro Nacional e BACEN

¹ Não inclui INSS.

² Ativos líquidos entre parênteses.

³ No passivo, incluem-se base monetária; operações de mercado aberto open market e recursos próprios do Banco Central.

(*) Na posição de dezembro/2003, as contas do Banco Central foram projetadas a partir de dados divulgados em novembro/2003, de acordo com cenários, estratégias e previsão de atuação da autoridade monetária.

Tabela V
Descasamento Líquido (valores reais)

	RS bilhões	
	2002	2003 ¹
índices de preços	(156,5)	(190,8)
cambio	378,7	285,9
juros	401,0	396,4
prefixados	13,7	80,7
renda variável	(8,7)	(14,3)
não remunerado	37,9	52,2

¹ em valores constantes, deflacionados pelo IPCA.

Fonte: STN/COGEP

Índices de Preços

O descasamento em índices de preços, no valor aproximado de R\$ 208,5 bilhões (dezembro de 2003) reflete em grande parte o processo de refinanciamento de passivos estaduais e municipais, cujas dívidas foram protegidas contra os efeitos de eventuais flutuações da SELIC e indexadas a uma variável (IGP-DI) que, no médio e longo prazo é presumida se mover em linha com o PIB e as receitas tributárias.

Tendo em vista que, em dezembro de 2002, o valor desse descasamento líquido era de R\$ 156,5 bilhões, houve uma variação do

descasamento ao longo de 2003 equivalente a 33,2%. Esta variação é o reflexo da mudança drástica do câmbio ao longo de 2002, cujos efeitos sobre o IGP são bem conhecidos, assim como o teto no serviço da dívida dos estados. Esse teto permite que os estados acomodem variação excepcional do estoque da dívida, até que as suas receitas reais se recuperem. Com a estabilização do IGP já verificada em 2003, a aceleração do crescimento econômico em 2004, e a crescente aceitação pelo mercado das NTN-B e NTN-C, há a expectativa de gradual reversão desse movimento no descasamento nos próximos meses.

Câmbio

Durante o ano de 2003, o descasamento passivo em câmbio foi reduzido de R\$ 378,7 bilhões, para R\$ 312,5 bilhões devido à redução da taxa de câmbio no período, bem como à estratégia de resgates líquidos de dívida cambial.

Em termos reais, a redução do descasamento foi ainda maior, passando dos mesmos R\$ 378,7 bilhões para R\$ 285,9 bilhões, uma redução de 24,5%.

Cabe salientar que essa redução do descasamento, e por consequência, da exposição cambial, leva em consideração o estoque dos

swaps cambiais de responsabilidade do Banco Central, o que reforça o bom resultado alcançado esse ano.

Juros Pós-fixados

Em dezembro de 2002, o valor do descasamento passivo líquido em taxas de juros pós-fixadas, em especial a taxa SELIC, era de aproximadamente R\$ 401,0 bilhões. No final de 2003, esse valor subiu para R\$ 433,2 bilhões.

Deve-se destacar a melhora qualitativa na composição dos itens que pertencem a essa rubrica no gerenciamento de ativos e passivos. Como houve, durante o ano de 2003, uma substituição do volume das operações de mercado aberto por títulos do Tesouro Nacional, em especial de LFT, observa-se uma melhora no prazo desse passivo público.

Ao se analisar o descasamento em termos reais, verifica-se uma redução de 1,1%, ou R\$ 4,6 bilhões.

Juros Prefixados

A exposição passiva líquida a juros prefixados passou de R\$ 13,7 bilhões em 2002, para R\$ 88,2 bilhões em 2003. Esse aumento de R\$ 74,5 bilhões, ou 545%, reflete a agressiva estratégia de emissão de títulos prefixados, realizada pelo Tesouro Nacional.

Em termos reais, o crescimento foi de R\$ 67,1 bilhões, aproximadamente 391%, ainda assim, um volume bastante significativo.

Tendo em vista que é uma das diretrizes do Tesouro Nacional a prefixação da dívida pública, e considerando os resultados acima, conclui-se que a estratégia adotada vai ao encontro das diretrizes e objetivos propostos.



Mesa de Operações - Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública (CODIP)

Seção 4: Avanços Institucionais

O Tesouro Nacional, desde 1997, tem buscado aprimorar sua estrutura institucional de gerenciamento da dívida pública. Nesse sentido, analisou as experiências internacionais relacionadas à administração do financiamento público e a adequação destas ao caso brasileiro.

No bojo desse trabalho foi implementado, a partir de 2000, um novo modelo de gerenciamento da dívida pública baseado na idéia de DMO (*Debt Management Office*—Departamento de Administração da Dívida), que preconiza a separação das atribuições do órgão por funções e coloca a estrutura do Tesouro Nacional a par com as mais avançadas nas organizações análogas em outros países, especialmente da OCDE, e na indústria financeira como um todo.

Adicionalmente à reorganização de sua estrutura institucional, o Tesouro Nacional tem continuado os esforços buscando o aperfeiçoamento da sua capacidade para o gerenciamento da Dívida Pública Federal. Isto tem se dado pela contratação de consultorias especializadas, programas de capacitação de seu corpo técnico, assim como parcerias e diálogo com instituições públicas e de mercado, no Brasil e no Exterior.

Estrutura de Funcionamento da Área da Dívida

A Secretaria-Adjunta da Dívida Pública do Tesouro Nacional subdivide-se em três áreas básicas, conhecidas como *back-office*, *middle-office* e *front-office*. A primeira destas responsabiliza-se pela proposta orçamentária, programação financeira, pagamentos e contabilização dos compromissos da dívida pública interna e externa. A segunda tem como funções o desenvolvimento e acompanhamento das estratégias de financiamento de médio e longo prazo, a elaboração e acompanhamento de parâmetros de risco da dí-

vida pública, a realização de pesquisas econômicas, a análise da conjuntura econômica e o relacionamento com investidores. Já a terceira é responsável pela estratégia de curto prazo para a dívida pública, pelos processos de emissões com a finalidade de financiar o déficit do Governo, pela criação de novos produtos e pelas operações especiais³.

No Tesouro Nacional, a função de *back-office* está a cargo da Coordenação-Geral de Controle da Dívida Pública - CODIV, a de *middle-office* da Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública - COGEP; e a de *front-office* com a Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública - CODIP. Todas essas coordenações estão sob a supervisão da Secretaria-Adjunta da Dívida Pública do Tesouro Nacional. A seguir temos o organograma, indicando como o Tesouro Nacional e a Secretaria-Adjunta inserem-se na estrutura do governo. Adicionalmente, faz-se uma abertura da área da Dívida Pública, indicando as principais atribuições das suas três áreas.

³ Operações especiais são aquelas de emissão/resgate de títulos públicos para finalidades específicas definidas em lei, que não sejam feitas mediante oferta pública.



Esse modelo de administração tem resultado em ganhos substanciais no processo de gerenciamento da dívida pública, pois ampliou a padronização dos controles operacionais e o monitoramento dos riscos e permitiu planejamentos de médio e longo prazos (estratégico) e de curto prazo (tático) mais eficientes.

Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro – PROGER

O aprimoramento institucional do Tesouro Nacional tem se desenvolvido com apoio do Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro – PROGER. Esse projeto visa à modernização da atuação do governo nas áreas fiscal e financeira e a melhoria da qualidade na prestação dos serviços públicos no que concerne principalmente a: (i) consolidar a estrutura organizacional e reforçar a governança do Tesouro Nacional; (ii) implantar e aperfeiçoar os mecanismos de análise de riscos e ferramentas de

gerenciamento da carteira de ativos e passivos do Tesouro Nacional; (iii) integrar e aperfeiçoar os sistemas de registro, análise e informações de ativos e passivos atualmente existentes; e (iv) estabelecer marcos de referência e aperfeiçoar a formulação de estratégia de financiamento de médio prazo. As ações do projeto, que conta com o apoio do Banco Mundial, compreendem três módulos: tecnologia da informação, governança, e gerenciamento de risco.

Módulo I – Tecnologia da Informação

Esse módulo mapeou a estrutura atual de sistemas informatizados, identificando áreas a serem fortalecidas e elaborando projetos de desenvolvimento/aperfeiçoamento desses sistemas. A análise abrangeu todos os processos envolvidos na administração da dívida pública, incluindo o levantamento dos respectivos requisitos em termos de sistemas de informações, e a aderência dos sistemas existentes a esses requisitos.

Esse trabalho foi conduzido por empresa de consultoria especializada, que proveu recomendações para integrar, sob a mesma plataforma, o gerenciamento de ativos e passivos públicos. Além disso, o sistema proposto deverá incorporar novas necessidades e processos no desenvolvimento de uma gestão moderna de dívida pública.

Módulo II – Governança, Estrutura Institucional e Fluxo de Informação

Duas etapas foram estabelecidas para esse módulo. Na primeira delas, destacado consultor internacional avaliou os processos de decisão (governança) e a estrutura institucional existentes no âmbito do gerenciamento da dívida pública, produzindo recomendações concretas para aperfeiçoá-los, baseadas nas melhores práticas internacionais. Estas visaram garantir a uniformidade, exatidão, padronização e transparência das informações, para atender a demandas dos públicos internos e externos com qualidade e tempestividade.

O consultor — Ex-Presidente do Comitê Executivo da Agência de Gerenciamento da Dívida Pública da Bélgica — concluiu que as responsabilidades do Tesouro Nacional são significativamente mais complexas e mais diversificadas que as da maioria dos Tesouros públicos internacionais. Não obstante, a instituição demonstra ser bem estruturada e dirigida, permitindo que passos sejam dados para garantir a permanência do seu padrão de excelência, em um ambiente em constante evolução.

As ações sugeridas com vistas a continuar o aprimoramento da governança da gestão pública do país, tornando-a mais transparente, eficiente e em linha com as melhores práticas de gerenciamento de dívida focaram-se nos seguintes pontos.

- i. alocação de responsabilidades dentro da estrutura administrativa da dívida pública;
- ii. estratégia para o tratamento da dívida Externa em conexão com a administração global da dívida pública;

- iii. gerenciamento de Ativos e Passivos;
- iv. mecanismos de conformidade operacional (*Compliance*); e
- v. institucionalização dos mecanismos de governança.

Em conformidade com as sugestões, deu-se continuidade a uma série de projetos, incluindo o processo de formalização das instituições de governança, inclusive a futura constituição de um órgão superior, sob a forma de Conselho da Dívida Pública, com o objetivo de discutir e estabelecer os princípios a nortear a administração da Dívida Pública Federal, em linha com as diretrizes de política econômica.

Adicionalmente, avançou-se nos preparativos para a implantação uma área de *Compliance* ao longo de 2004. Essa área terá a função de monitorar os processos que envolvem a gestão da dívida pública.

A segunda etapa do módulo II tratou da definição das atribuições específicas, dos fluxos de processos e informações e dos riscos operacionais relacionados a cada unidade do Tesouro Nacional responsável pelo gerenciamento da dívida pública, tendo também sido conduzida por empresa de consultoria internacional e de forma integrada com a definição dos fluxos e sistemas de informação.

Módulo III – Gerenciamento de Risco

O Módulo III centrou-se na análise técnica do risco que envolve o gerenciamento da dívida pública com foco nos aspectos institucionais, legal, tecnológico e de especialização dos analistas da Secretaria. Ela objetivou (i) difundir, entre os integrantes da Secretaria-Adjunta, o conhecimento das experiências internacionais do gerenciamento de risco do setor público; (ii) promover discussões técnicas sobre assuntos metodológicos, institucionais e legais entre área de risco do Brasil e a de outros países; (iii) implementar experiências internacionais bem sucedidas na área de risco de outros países que

introduzam modernidade, produtividade e eficiência ao caso brasileiro; e (iv) implementar ações concretas de forma a estreitar relacionamento de áreas de gerenciamento de risco governamental de vários países, estabelecendo canal permanente de comunicação entre elas.

O trabalho foi desenvolvido de forma conjunta pelos consultores Marco Bonomo (EPGE/FGV), Eduarda de La Rocque (*RiskControl*) e a equipe de analistas do Tesouro Nacional. Em uma primeira etapa, foram promovidas discussões técnicas cobrindo a experiência internacional, os conceitos relevantes para o desenvolvimento do gerenciamento de risco, as metodologias e os indicadores atualmente empregados pelo setor privado e agências internacionais de gerenciamento de dívidas, dentre outros tópicos.

A segunda etapa consistiu de visitas técnicas a agências internacionais selecionadas de acordo com seu desenvolvimento e reputação na gestão de passivos públicos. Neste contexto foram visitadas as agências de Portugal, Reino Unido, Suécia, Dinamarca e Bélgica. As discussões com especialistas destes países contribuíram para uma proposta de aprimoramento do gerenciamento de risco da dívida brasileira traduzida em um relatório interno do Tesouro Nacional, visando orientar os próximos passos desse trabalho.

A última etapa deste módulo concretizou-se em um seminário com especialistas internacionais, acadêmicos e líderes dos principais Tesouros do mundo. O evento, organizado em conjunto com a OCDE e Banco Mundial no início de 2003, foi sediado pela Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro.

A conclusão principal do projeto foi a de que o modelo atualmente utilizado de gerenciamento de risco da dívida pública brasileira é um dos mais modernos e sofisticados do mundo. Aprimoramentos estão sendo feitos no sentido de desenvolver um modelo macro-estrutural que permita ligar e simular de forma mais precisa o efeito de possíveis cenários econômicos na dinâmica da dívida e seus riscos. Este estudo encontra-se em fase de implementação.

Quadro 4 - Sistema de Planejamento Estratégico e Gerenciamento de Risco GERIR

Avanços significativos no que diz respeito ao gerenciamento de risco foram também alcançados fora do âmbito do PROGER, por meio de medidas adotadas pelo Tesouro Nacional em parceria com empresas de consultoria. Nesse sentido, cabe ressaltar o desenvolvimento do Sistema de Planejamento Estratégico e Gerenciamento de Risco da Dívida Pública GERIR, que surgiu como um complemento às atividades desenvolvidas no PROGER.

Iniciado em maio de 2001, esse sistema foi desenvolvido pelo Tesouro Nacional, com a colaboração técnica da Fundação Getúlio Vargas - FGV, e da Prandini, Rabbat e Associados PR&A. O GERIR encontra-se em funcionamento desde dezembro de 2002, tendo como principal objetivo subsidiar a elaboração e análise de estratégias alternativas de emissão de dívida pública. Nesse sentido, o sistema fornece, para cada estratégia elaborada, indicadores de custo e risco, bem como de perfil de maturação e de composição. De posse dessas informações, os gestores da dívida podem melhor avaliar diferentes planos de ação aderentes a cenários específicos.

Como desdobramentos dos projetos já executados no âmbito do PROGER, o Tesouro deverá dar continuidade a um Plano Diretor de Tecnologia de Informação. Também se encontra em fase de elaboração documento base para o desenvolvimento de um Sistema Integrado da Dívida Pública – SID.

Desenvolvimento da Equipe da Dívida Pública

Parcela significativa da equipe da Secretaria-Adjunta da Dívida Pública possui curso de especialização na área econômico-financeira, incluindo doutorado, mestrado e cursos de especialização *latu sensu*. Em vista das exigências técnicas requeridas da equipe, o Tesouro Nacional garantiu

além de treinamentos freqüentes para os gerenciadores de dívida pública, que 15 analistas concluísem recentemente curso de MBA em dívida pública, ministrado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Aprimoramentos na Infra-Estrutura Física

Durante o ano de 2003 também foram realizadas inovações visando o aperfeiçoamento da infraestrutura de apoio à gestão da dívida, o que melhorou significativamente o acompanhamento dos mercados interno e externo.

Uma infra-estrutura mais aprimorada, particularmente no que tange a sistemas de informações (agências de notícias e cotações⁴) e de telefonia, contribui para a melhora da tomada de decisão sobre os leilões de títulos e outras atuações do Tesouro Nacional, por exemplo, pelas informações sobre mercado secundário obtidas de forma tempestiva junto aos *dealers* e demais agentes de mercado. A implantação dessas novas tecnologias foi, em diversas circunstâncias, viabilizada pela parceria entre o setor público e instituições de mercado. Este foi o caso, por exemplo, da nova mesa de operações utilizada para o acompanhamento do mercado das dívidas interna e externa, e das duas telas de plasma de 42 polegadas que disponibilizam taxas, gráficos e notícias *on line*. A nova mesa de operações (móveis, aparelhos telefônicos e sistema de gravação de telefonemas) foi doada pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), e as telas de plasma pela Associação Brasileira de Bancos Comerciais (ABBC) e pelo Banco Nossa Caixa S.A.

A atual estrutura física da mesa de operações é composta por dez estações de trabalho, sendo que cada analista possui dois monitores e dois aparelhos telefônicos. O sistema de telefonia é formado por 2 *spots* e 24 linhas preferenciais (LP), que permitem o contato telefônico mais ágil com cada *dealer*, bem como a segurança do sistema de gravação em todos os pontos telefônicos. A responsabilidade pela instalação das LP é de cada *dealer*.

Com vistas a diminuir custos de viagens e aumentar a aproximação do Tesouro Nacional e Banco Central com investidores domésticos e internacionais, também se trabalha no aprimoramento dos sistemas de conferência eletrônica e transmissão de rede. Esta ampliação, incluindo o provimento dos equipamentos necessários para a criação de uma sala de vídeo-conferência, deverá contar com expressivo apoio da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA), por meio da Rede de Telecomunicações para o Mercado (RTM).

⁴ Atualmente conta-se, além do acesso à internet, com os serviços das Reuters, Estado (Broadcast), Bloomberg e CMA.

Anexo: Tabelas

I – COMPOSIÇÃO DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO

II – PRAZO MÉDIO DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO

III – TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO A VENCER EM 12 MESES - DPMFi

I- COMPOSIÇÃO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO

Mês	Prefixado		Taxa Selic		Índices de preços		Câmbio		TR		Outros		Total	
	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)
Dezembro-99	39,75	9,00%	251,68	57,02%	24,63	5,58%	100,71	22,82%	23,97	5,43%	0,67	0,15%	441,41	100,00%
Janeiro-00	42,80	9,45%	257,07	56,73%	24,73	5,46%	102,05	22,52%	25,69	5,67%	0,78	0,17%	453,13	100,00%
Fevereiro-00	47,29	10,35%	258,75	56,64%	25,64	5,61%	98,57	21,57%	25,86	5,66%	0,76	0,17%	456,86	100,00%
Março-00	56,68	12,21%	256,92	55,34%	25,79	5,56%	98,16	21,14%	25,96	5,59%	0,73	0,16%	464,25	100,00%
Abril-00	64,68	13,68%	253,50	53,60%	26,21	5,54%	101,51	21,46%	26,34	5,57%	0,71	0,15%	472,95	100,00%
Maior-00	61,27	12,58%	267,32	54,88%	26,72	5,48%	104,56	21,47%	26,56	5,45%	0,68	0,14%	487,10	100,00%
Junho-00	65,44	13,31%	268,90	54,68%	26,72	5,43%	103,65	21,08%	26,44	5,38%	0,66	0,13%	491,81	100,00%
Julho-00	68,62	13,86%	269,09	54,34%	27,77	5,61%	102,75	20,75%	26,38	5,33%	0,61	0,12%	495,22	100,00%
Agosto-00	72,56	14,69%	262,57	53,15%	28,50	5,77%	104,92	21,24%	24,87	5,03%	0,58	0,12%	494,00	100,00%
Setembro-00	77,43	15,40%	264,76	52,67%	28,93	5,76%	106,01	21,09%	24,97	4,97%	0,55	0,11%	502,65	100,00%
Outubro-00	79,59	15,70%	263,54	51,98%	29,59	5,84%	109,87	21,67%	24,00	4,73%	0,42	0,08%	507,00	100,00%
Novembro-00	74,54	14,70%	264,38	52,15%	29,85	5,89%	113,77	22,44%	24,01	4,74%	0,39	0,08%	506,93	100,00%
Dezembro-00	75,40	14,76%	266,81	52,24%	30,32	5,94%	113,74	22,27%	24,07	4,71%	0,36	0,07%	510,70	100,00%
Janeiro-01	74,08	14,44%	263,50	51,37%	35,50	6,92%	115,34	22,49%	24,18	4,71%	0,31	0,06%	512,92	100,00%
Fevereiro-01	71,88	13,86%	265,20	51,12%	37,52	7,23%	119,72	23,08%	24,18	4,66%	0,28	0,05%	518,79	100,00%
Março-01	75,47	14,07%	268,99	50,14%	38,32	7,14%	129,11	24,07%	24,34	4,54%	0,25	0,05%	536,48	100,00%
Abril-01	68,00	12,39%	278,49	50,76%	38,94	7,10%	135,97	24,78%	26,98	4,92%	0,21	0,04%	548,59	100,00%
Maior-01	63,17	11,39%	274,09	49,42%	40,94	7,38%	149,10	26,89%	27,09	4,88%	0,18	0,03%	554,56	100,00%
Junho-01	62,90	10,83%	291,79	50,24%	41,54	7,15%	155,66	26,80%	28,75	4,95%	0,18	0,03%	580,83	100,00%
Julho-01	60,66	10,16%	307,78	51,53%	40,01	6,70%	165,80	27,76%	22,86	3,83%	0,17	0,03%	597,28	100,00%
Agosto-01	58,13	9,59%	309,23	51,01%	41,31	6,82%	174,74	28,83%	22,59	3,73%	0,17	0,03%	606,18	100,00%
Setembro-01	57,20	9,09%	310,20	49,31%	41,78	6,64%	197,33	31,37%	22,40	3,56%	0,17	0,03%	629,09	100,00%
Outubro-01	52,90	8,30%	310,65	48,76%	42,70	6,70%	209,29	32,85%	21,44	3,37%	0,10	0,02%	637,08	100,00%
Novembro-01	51,19	8,17%	315,62	50,34%	43,68	6,97%	194,82	31,07%	21,52	3,43%	0,10	0,02%	626,93	100,00%
Dezembro-01	48,79	7,82%	329,46	52,79%	43,63	6,99%	178,58	28,61%	23,52	3,77%	0,10	0,02%	624,08	100,00%

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

¹ Os valores foram apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

I- COMPOSIÇÃO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO (continuação)

Mês	Prefixado		Taxa Selic		Índices de preços		Câmbio		TR		Outros		Total	
	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)	(R\$ bb)	(%)
Janeiro-02	48,06	7,57%	334,10	52,61%	51,41	8,10%	186,45	29,36%	14,94	2,38%	0,14	0,02%	635,11	100,00%
Fevereiro-02	47,38	7,50%	333,01	52,72%	54,14	8,57%	181,30	28,70%	15,60	2,47%	0,21	0,03%	631,64	100,00%
Março-02	56,83	9,07%	320,47	51,17%	54,13	8,64%	179,60	28,68%	15,08	2,41%	0,21	0,03%	626,32	100,00%
Abril-02	61,90	9,77%	323,97	51,16%	56,34	8,90%	175,75	27,75%	15,11	2,39%	0,21	0,03%	633,29	100,00%
Maior-02	60,99	9,54%	327,13	51,16%	57,06	8,92%	179,37	28,05%	14,64	2,29%	0,21	0,03%	639,39	100,00%
Junho-02	56,19	8,60%	329,19	50,35%	58,24	8,91%	195,28	29,87%	14,64	2,24%	0,21	0,03%	653,75	100,00%
Julho-02	51,74	7,67%	357,49	53,01%	60,51	8,97%	192,15	28,49%	12,31	1,83%	0,21	0,03%	674,40	100,00%
Agosto-02	48,17	7,73%	347,41	55,78%	61,47	9,87%	153,09	24,58%	12,42	1,99%	0,24	0,04%	622,79	100,00%
Setembro-02	43,03	6,53%	348,50	52,90%	63,12	9,58%	191,31	29,04%	12,57	1,91%	0,26	0,04%	658,78	100,00%
Outubro-02	41,05	6,49%	342,72	54,22%	67,50	10,68%	168,26	26,62%	12,48	1,97%	0,10	0,02%	632,10	100,00%
Novembro-02	27,87	4,41%	364,19	57,67%	77,41	12,26%	149,32	23,65%	12,56	1,99%	0,10	0,02%	631,46	100,00%
Dezembro-02	13,66	2,19%	379,07	60,83%	78,17	12,54%	139,47	22,38%	12,78	2,05%	0,05	0,01%	623,19	100,00%
Janeiro-03	12,17	1,91%	397,52	62,42%	79,40	12,47%	134,89	21,18%	12,85	2,02%	0,04	0,01%	636,86	100,00%
Fevereiro-03	12,80	1,98%	404,04	62,65%	82,22	12,75%	132,86	20,60%	12,92	2,00%	0,04	0,01%	644,88	100,00%
Março-03	15,68	2,41%	415,34	63,93%	84,10	12,95%	121,55	18,71%	12,99	2,00%	0,04	0,01%	649,70	100,00%
Abril-03	12,32	1,91%	436,16	67,68%	85,55	13,28%	97,24	15,09%	13,10	2,03%	0,04	0,01%	644,41	100,00%
Maior-03	21,59	3,27%	444,06	67,20%	86,40	13,08%	95,37	14,43%	13,30	2,01%	0,04	0,01%	660,76	100,00%
Junho-03	29,99	4,48%	449,80	67,19%	85,87	12,83%	90,29	13,49%	13,45	2,01%	0,03	0,00%	669,42	100,00%
Julho-03	43,52	6,31%	458,57	66,46%	85,32	12,37%	88,98	12,90%	13,56	1,97%	0,03	0,00%	689,99	100,00%
Agosto-03	51,63	7,42%	457,99	65,01%	86,29	12,40%	87,12	12,52%	12,89	1,85%	0,03	0,00%	695,95	100,00%
Setembro-03	64,02	9,05%	457,24	64,61%	90,24	12,75%	83,24	11,76%	12,96	1,83%	0,03	0,00%	707,74	100,00%
Outubro-03	70,97	9,89%	461,28	64,26%	93,24	12,99%	79,67	11,10%	12,67	1,76%	0,03	0,00%	717,86	100,00%
Novembro-03	82,08	11,27%	457,36	62,80%	94,28	12,95%	81,68	11,21%	12,88	1,77%	0,03	0,00%	728,31	100,00%
Dezembro-03	91,53	12,51%	449,03	61,39%	99,07	13,55%	78,67	10,76%	13,09	1,79%	0,03	0,00%	731,43	100,00%

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central
1 Os valores foram apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

II- PRAZO MÉDIO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO

Em meses

Mês	Prefixado	Taxa Selic	Índices de preços	Câmbio	TR	Outros	Total
Dezembro-99	2,00	19,88	63,02	24,71	118,58	11,27	27,13
Janeiro-00	2,53	19,28	62,88	24,35	111,78	12,72	26,45
Fevereiro-00	4,37	19,39	67,65	24,90	105,17	12,24	26,58
Março-00	5,79	20,70	61,42	25,06	109,52	11,75	27,02
Abril-00	6,38	21,58	60,12	25,22	109,60	11,34	27,30
Mai-00	5,94	24,25	60,33	26,39	108,55	10,78	28,97
Junho-00	5,05	25,07	60,02	25,83	108,66	10,31	28,94
Julho-00	4,96	25,61	60,84	25,54	106,77	10,17	29,02
Agosto-00	5,53	26,79	61,44	26,52	100,46	9,71	29,30
Setembro-00	5,31	26,54	61,10	27,20	99,96	9,33	29,02
Outubro-00	5,48	27,04	59,62	27,80	103,36	11,04	29,32
Novembro-00	5,56	27,51	58,94	27,94	102,66	10,97	29,78
Dezembro-00	5,15	27,61	59,11	28,50	101,82	11,04	29,86
Janeiro-01	6,70	28,97	66,82	28,21	101,09	11,64	31,59
Fevereiro-01	6,91	28,28	69,56	30,66	100,20	12,16	32,20
Março-01	6,09	27,49	69,10	30,19	99,18	12,82	31,35
Abril-01	5,79	27,39	70,03	29,29	105,10	13,84	32,02
Mai-01	5,52	30,25	71,19	28,59	104,21	15,40	33,62
Junho-01	5,21	33,57	71,68	27,61	106,67	14,43	35,24
Julho-01	4,50	37,80	71,37	27,28	88,83	14,61	35,69
Agosto-01	4,12	38,95	71,21	27,52	86,67	13,59	36,23
Setembro-01	3,40	38,95	70,85	26,75	86,83	12,69	35,66
Outubro-01	3,30	38,27	69,64	25,50	85,64	20,24	34,86
Novembro-01	3,43	37,47	69,01	25,64	85,16	19,24	34,85
Dezembro-01	3,45	36,39	68,45	25,36	91,43	18,21	34,97

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

II- PRAZO MÉDIO DA DPMFI EM PODER DO PÚBLICO (continuação)

Mês	Prefixado	Taxa Selic	Índices de preços	Câmbio	TR	Outros	Em meses	
							Total	Total
Janeiro-02	4,16	35,50	84,19	25,14	102,62	19,89	35,61	35,61
Fevereiro-02	4,82	35,23	82,31	24,71	100,21	15,60	35,56	35,56
Março-02	4,60	36,08	82,80	24,34	98,33	14,57	35,37	35,37
Abril-02	4,76	35,72	81,48	26,19	97,16	13,57	35,58	35,58
Mai-02	4,74	34,65	81,17	26,80	94,94	12,57	35,12	35,12
Junho-02	4,41	30,40	80,55	26,47	93,50	11,55	32,86	32,86
Julho-02	3,91	28,47	80,12	29,08	93,81	11,05	32,58	32,58
Agosto-02	3,28	26,35	80,63	30,76	93,23	9,07	32,33	32,33
Setembro-02	2,89	25,52	80,18	30,80	92,69	7,83	32,09	32,09
Outubro-02	2,08	25,26	79,55	31,96	98,01	17,14	32,77	32,77
Novembro-02	2,01	23,52	75,18	34,64	97,29	16,13	33,00	33,00
Dezembro-02	3,06	21,83	79,18	35,47	98,46	15,27	33,24	33,24
Janeiro-03	2,41	20,68	79,60	35,79	97,56	17,73	32,43	32,43
Fevereiro-03	1,67	20,49	78,80	35,99	96,80	16,80	32,27	32,27
Março-03	1,59	20,25	78,52	36,17	95,83	15,77	31,83	31,83
Abril-03	7,44	19,98	78,58	38,17	95,01	14,77	31,79	31,79
Mai-03	7,44	20,62	78,56	39,16	93,91	13,73	31,92	31,92
Junho-03	7,34	21,41	78,35	39,24	93,39	12,73	31,94	31,94
Julho-03	7,14	22,00	78,23	40,37	92,55	15,27	31,77	31,77
Agosto-03	6,76	22,10	77,51	40,52	90,51	14,24	31,40	31,40
Setembro-03	6,64	22,38	76,00	40,95	89,61	13,24	31,21	31,21
Outubro-03	7,11	22,49	77,25	41,02	92,09	12,20	31,37	31,37
Novembro-03	6,95	22,81	77,33	40,67	92,37	11,20	31,31	31,31
Dezembro-03	6,50	22,74	77,88	40,51	92,75	10,17	31,34	31,34

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

III - TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO A VENCER EM 12 MESES POR TIPO DE RENTABILIDADE - DPMFI

Mês	Prefixado		Taxa Selic		Índices de preços		Câmbio		TR		Outros		Total	
	(R\$ bil)	(%)	(R\$ bil)	(%)	(R\$ bil)	(%)	(R\$ bil)	(%)	(R\$ bil)	(%)	(R\$ bil)	(%)	(R\$ bil)	(%)
Dezembro-99	39,75	100,00%	146,48	58,20%	2,03	8,26%	53,31	52,94%	0,91	3,79%	0,02	3,35%	242,51	54,94%
Janeiro00	42,60	100,00%	150,64	58,60%	2,05	8,29%	54,16	53,09%	1,48	5,75%	0,10	12,21%	251,24	55,45%
Fevereiro00	47,29	100,00%	138,96	53,70%	2,13	8,30%	53,82	54,60%	1,49	5,77%	0,10	12,69%	243,78	53,36%
Março00	51,22	90,37%	115,74	45,05%	2,14	8,31%	53,85	54,66%	1,50	5,78%	0,10	13,22%	224,55	48,37%
Abril00	62,18	96,13%	99,82	39,36%	2,16	8,25%	55,77	54,94%	1,52	5,75%	0,10	13,78%	221,54	46,84%
Mai00	61,27	100,00%	104,79	39,20%	2,17	8,11%	51,53	49,28%	1,53	5,76%	0,48	70,81%	221,77	45,53%
Junho00	65,44	100,00%	108,68	40,41%	3,49	13,05%	54,64	52,71%	1,54	5,83%	0,46	69,31%	234,24	47,63%
Julho00	66,08	96,30%	120,30	44,71%	3,58	12,89%	55,22	53,75%	1,56	5,90%	0,43	70,11%	247,17	49,91%
Agosto00	69,61	95,93%	113,18	43,10%	3,79	13,30%	55,18	52,59%	1,57	6,33%	0,40	68,26%	243,73	49,34%
Setembro00	70,22	90,69%	115,39	43,55%	3,81	13,18%	55,75	52,60%	1,59	6,35%	0,36	66,31%	247,14	49,17%
Outubro00	74,15	93,17%	106,50	40,41%	3,87	13,07%	56,61	51,52%	1,31	5,45%	0,30	71,86%	242,74	47,88%
Novembro00	66,50	89,21%	99,56	37,65%	3,78	12,67%	56,60	49,75%	1,31	5,46%	0,27	69,31%	228,02	44,95%
Dezembro00	72,95	96,75%	95,53	35,81%	3,65	12,03%	51,22	45,03%	1,31	5,46%	0,24	66,37%	224,90	44,04%
Janeiro01	64,57	87,16%	84,40	32,03%	4,07	11,46%	49,05	42,53%	1,33	5,49%	0,20	66,84%	203,62	39,70%
Fevereiro01	65,10	90,57%	89,24	33,85%	4,26	11,35%	40,95	34,20%	1,31	5,40%	0,17	61,25%	201,02	38,75%
Março01	67,74	89,76%	104,55	38,87%	4,53	11,81%	42,22	32,70%	1,34	5,49%	0,14	56,40%	220,51	41,10%
Abril01	61,05	89,79%	110,24	39,59%	4,34	11,14%	43,55	32,04%	1,34	4,96%	0,10	49,04%	220,53	40,22%
Mai01	56,13	88,86%	90,21	32,91%	4,52	11,03%	56,32	37,76%	1,34	4,96%	0,07	39,47%	208,60	37,61%
Junho01	55,78	88,68%	73,59	25,22%	3,30	7,94%	56,40	36,23%	1,36	4,72%	0,07	36,50%	190,50	32,80%
Julho01	59,88	98,71%	49,44	16,05%	3,20	7,99%	62,12	37,47%	1,37	5,97%	0,07	42,84%	176,07	29,45%
Agosto01	57,34	98,64%	39,42	12,75%	3,29	7,95%	69,00	39,49%	1,37	6,07%	0,07	42,91%	170,49	28,13%
Setembro01	56,40	98,60%	34,44	11,10%	3,48	8,32%	81,59	41,35%	1,38	6,14%	0,07	42,81%	177,36	28,19%
Outubro01	52,09	96,47%	34,71	11,17%	3,42	8,01%	95,47	45,62%	0,97	4,55%	0,02	24,05%	166,68	29,30%
Novembro01	50,06	97,79%	35,00	11,05%	3,45	7,92%	88,41	45,38%	0,97	4,52%	0,02	23,79%	177,92	28,36%
Dezembro01	47,19	96,73%	35,39	10,74%	7,33	16,81%	82,20	46,03%	0,97	4,14%	0,02	23,63%	173,12	27,74%

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

¹ Os valores foram ajustados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

² Percentual em relação ao total dos títulos a vencer com o mesmo tipo de rentabilidade.

III - TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO A VENCER EM 12 MESES POR TIPO DE RENTABILIDADE – DPMFi (continuação)

Mês	Prefixado		Taxa Selic		Índices de preços		Câmbio		TR		Outros		Total	
	(R\$ bi)	(%)	(R\$ bi)	(%)	(R\$ bi)	(%)	(R\$ bi)	(%)	(R\$ bi)	(%)	(R\$ bi)	(%)	(R\$ bi)	(%)
Janeiro02	44,65	92,30%	35,48	10,62%	8,09	15,74%	86,08	46,17%	0,97	6,50%	0,02	16,71%	175,30	27,60%
Fevereiro02	43,27	91,32%	32,91	9,88%	8,37	15,46%	84,50	46,61%	0,98	6,25%	0,11	50,88%	170,12	26,93%
Março02	50,20	88,34%	18,36	5,73%	8,45	15,61%	84,70	47,16%	0,98	6,50%	0,11	50,75%	162,80	25,99%
Abril02	61,53	99,40%	22,45	6,93%	8,65	15,34%	85,34	48,56%	0,99	6,54%	0,11	50,57%	179,06	28,28%
Maior02	60,61	99,38%	35,30	10,79%	8,79	15,40%	86,93	48,46%	0,98	6,72%	0,11	50,43%	192,71	30,14%
Junho02	55,81	99,52%	80,63	24,49%	8,75	15,02%	98,64	50,51%	1,15	7,88%	0,11	50,46%	245,08	37,49%
Julho02	51,35	99,25%	106,63	29,63%	9,32	15,39%	95,12	49,50%	1,16	9,40%	0,11	53,08%	263,69	39,10%
Agosto02	47,78	99,18%	134,32	38,66%	9,52	15,48%	71,63	46,79%	1,17	9,43%	0,14	58,94%	264,55	42,48%
Setembro02	42,63	99,07%	143,82	41,27%	9,49	15,03%	89,86	46,97%	1,18	9,41%	0,16	60,18%	287,13	43,55%
Outubro02	40,64	99,01%	142,16	41,48%	10,39	15,39%	74,04	44,01%	1,00	8,01%	0,04	36,76%	268,28	42,44%
Novembro02	27,46	98,52%	168,43	46,25%	11,57	14,94%	56,12	37,59%	0,93	7,40%	0,04	36,74%	264,54	41,89%
Dezembro02	13,22	96,77%	185,83	49,02%	6,79	8,66%	49,16	35,25%	0,91	7,11%	0,00	0,00%	255,50	41,06%
Janeiro03	12,15	99,62%	203,83	51,27%	7,21	9,09%	46,22	33,52%	0,92	7,15%	0,00	0,00%	269,32	42,25%
Fevereiro03	12,78	99,62%	200,05	49,51%	7,72	9,30%	46,42	34,94%	0,92	7,13%	0,00	0,00%	267,89	41,54%
Março03	15,66	99,66%	186,36	44,87%	8,62	10,25%	46,64	36,53%	0,93	7,15%	0,00	0,00%	268,40	38,77%
Abril03	11,53	93,57%	175,75	40,30%	8,65	10,11%	35,17	36,17%	0,93	7,10%	0,00	0,00%	232,04	36,01%
Maior03	18,33	84,92%	178,66	40,23%	8,89	10,29%	34,21	35,87%	1,28	9,63%	0,00	0,00%	241,38	36,53%
Junho03	24,71	82,41%	189,59	37,70%	9,03	10,51%	32,30	35,78%	0,93	6,92%	0,00	0,00%	236,55	36,34%
Julho03	39,92	91,72%	149,42	32,58%	8,93	10,47%	31,21	35,07%	0,90	6,65%	0,00	0,00%	230,37	33,39%
Agosto03	46,64	90,34%	148,41	32,40%	9,51	11,02%	32,98	37,86%	0,92	7,11%	0,00	0,00%	238,46	34,25%
Setembro03	55,63	86,89%	141,05	30,85%	10,18	11,28%	32,03	36,48%	0,89	6,88%	0,00	0,00%	239,78	33,88%
Outubro03	61,68	86,91%	136,03	29,49%	10,34	11,09%	34,77	43,64%	0,78	6,12%	0,00	0,00%	243,60	33,93%
Novembro03	71,09	86,51%	132,75	29,02%	10,28	10,90%	37,56	45,74%	0,73	5,65%	0,00	0,00%	252,20	34,63%
Dezembro03	78,64	85,92%	130,49	29,06%	10,94	11,04%	38,19	48,55%	0,69	5,23%	0,00	0,00%	258,41	36,33%

Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

¹ Os valores foram apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

² Percentual em relação ao total dos títulos a vencer com o mesmo tipo de rentabilidade.