

# Plano Anual de Financiamento

2017

Dívida  
Pública  
Federal

Dívida Pública Federal  
Plano Anual de Financiamento



Número 17

Brasília/2017

**MINISTRO DA FAZENDA**

Henrique de Campos Meirelles

**SECRETÁRIO-EXECUTIVO**

Eduardo Refinetti Guardia

**SECRETÁRIA DO TESOIRO NACIONAL**

Ana Paula Vitali Janes Vescovi

**SECRETÁRIO-ADJUNTO**

Otavio Ladeira de Medeiros

**SUBSECRETÁRIOS**

Adriano Pereira de Paula

Gildenora Batista Dantas Milhomem

José Franco Medeiros de Moraes

Lísio Fábio de Brasil Camargo

Pedro Jucá Maciel

Priscilla Maria Santana

**EQUIPE TÉCNICA****Subsecretário da Dívida Pública**

José Franco Medeiros de Moraes

**Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública**

Leandro Puccini Secunho

**Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública**

Luiz Fernando Alves

**Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública**

André Proite

Ana Carolina Kanemaru Lopes	Gian Barbosa da Silva	Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós	Ricardo Machado Miranda Filho
André Luiz Gonçalves Garcia	Giovana Leivas Craveiro	Márcia Paim Romera	Roberto Beier Lobarinhas
Artur Cleber Assunção do Vale	Guilherme Pinheiro de Deus	Marcos Demian Pereira Magalhães	Róger Araújo Castro
Bruna Gabriela Ribarczyk	Gustavo Matte Russomano	Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal	Ruth Lacerda Benfica
Cecília de Souza Salviano	Gustavo Miguel Nogueira Fleury	Mariana Padrão de Lamonica Freire	Sérgio Gesteira Costa
Cláudio Araujo de Freitas Gago	Helano Borges Dias	Maurício Dias Leister	Tatiana de Oliveira Mota
Daniel Cardoso Leal	Hélio Henrique Fonseca Miranda	Mucio Reis de Oliveira	
Daniel Mário Alves de Paula	Jáilson Weilly Silveira	Nucilene Lima de Freitas França	
Eduardo Henrique Leitner	Keiti da Rocha Gomes	Paulo Moreira Marques	
Flávia Fontoura Valle May	Krisjanis Figueiroa Bakuzis	Pedro Ivo Ferreira de Souza Junior*	
Francisco Onivaldo de Oliveira Segundo	Leandro de Lima Galvão	Petrônio de Oliveira Castanheira	
Frederico Schettini Batista	Lena Oliveira de Carvalho	Poliana de Carvalho Pereira	* Coordenação Técnica

**Projeto Gráfico e Diagramação**

Hugo Edgar Póvoa Pullen Parente e Helise Oliveira Gomes

*Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2017. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2017, número 17.*  
 1. Dívida Pública Federal 2. Plano Anual de Financiamento 3. Planejamento 4. Estratégia  
 I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título

**INFORMAÇÕES:****Gerência de Relacionamento Institucional - GERIN**

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

**Secretaria do Tesouro Nacional**

Edifício do Ministério da Fazenda, Esplanada dos Ministérios, Bloco P, 2º andar, CEP 70.048-900 – Brasília – DF

**Correio Eletrônico:** stndivida@tesouro.gov.br**Home Page:** <http://www.tesouro.gov.br>

*Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2017 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.*

# Sumário

<b>1. Introdução.....</b>	<b>9</b>
<b>2. Cenários e Necessidade de Financiamento 2017 .....</b>	<b>11</b>
2.1. Cenários.....	11
2.2. Necessidade de Financiamento.....	12
<b>3. Estratégia de Financiamento .....</b>	<b>17</b>
3.1. Dívida Interna .....	17
Títulos Prefixados.....	19
Títulos Remunerados por Índices de Preços .....	19
Títulos Remunerados por Taxas Flutuantes.....	20
Demais Atuações no Mercado Doméstico.....	20
3.2. Dívida Externa .....	20
<b>4. Resultados Esperados.....</b>	<b>22</b>
Estoque da DPF .....	23
Composição da DPF .....	23
Estrutura de Vencimentos da DPF.....	24
<b>5. Perspectivas de Médio e Longo Prazo Para a DPF .....</b>	<b>26</b>
5.1. A DPF no Longo Prazo – Composição Ótima .....	26
5.2. Indicativos para a DPF no Médio Prazo.....	27
<b>6. Considerações Finais.....</b>	<b>32</b>
ANEXO 1. Recursos Orçamentários Alocados para Pagamento da DPF.....	33
ANEXO 2. Estatísticas da Carteira de Títulos do Banco Central .....	34
ANEXO 3. Cronograma dos Leilões de Títulos da DPMFi .....	36
ANEXO 4. Prazo Médio e Vida Média .....	37
ANEXO 5. Histórico e Projeções dos Vencimentos de Dívida Flutuante .....	38
<b>Suplemento Especial do PAF 2017 .....</b>	<b>39</b>
Dívida Pública Brasileira – Conceitos e Estatísticas .....	39
<b>Glossário .....</b>	<b>44</b>

## Listas de Quadros e Figuras

---

### Conteúdo

---

Figura 1 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional.....	12
Figura 2 - Vencimentos da DPMFi em 2017.....	15
Figura 3 - Composição da DPF no Médio Prazo.....	29
Figura 4 - Indicadores da Estrutura de Vencimentos da DPF no Médio Prazo.....	30
Figura 5 - Prazo Médio e Vida Média da DPF.....	37
Figura 6 - Histórico e Projeções para os Vencimentos de Dívida Flutuante.....	38
Figura 7 - Relação entre DPF e DBGG.....	40
Figura 8 - Relação entre DBGG e DLSP.....	41
Figura 9 - Comparação entre as Trajetórias de Diferentes Indicadores da Dívida Pública...	41
Figura 10 - Relação entre DPF e DC e entre DC e DCL.....	42

---

### Conteúdo

---

Quadro 1 - Composição dos Vencimentos da DPF.....	14
Quadro 2 - Oferta Pública de Títulos da Dívida Interna em 2017.....	18
Quadro 3 - Limites de Referência para a DPF em 2017.....	22
Quadro 4 - Intervalos Indicativos da Composição Ótima no Longo Prazo.....	26
Quadro 5 - Recursos Orçamentários Alocados para Pagamento da DPF.....	33
Quadro 6 - Estatísticas para a DPMFi em Poder do Banco Central e do Mercado.....	34

## Mensagem do Ministro da Fazenda

Ao longo de 2016 houve um equacionamento de diversas questões macroeconômicas, em especial a fiscal, com o objetivo de buscar sólidas bases para a retomada do crescimento sustentável, do emprego e da estabilidade dos preços da economia brasileira. Estamos confiantes que iremos superar os desafios da atual conjuntura econômica.

Um dos principais pilares de uma economia saudável é o equilíbrio fiscal, essencial para o desenvolvimento do crédito, o incremento da poupança doméstica, a criação de oportunidades para trabalhadores e a preservação das conquistas sociais já alcançadas.

Reconhecendo serem necessárias medidas efetivas para corrigir a trajetória da dívida pública, conseguimos a aprovação de importante proposta que limitou os gastos públicos (Emenda Constitucional nº 95). Em 2017, buscando garantir que esse teto seja cumprido ao longo dos próximos anos, esforços adicionais serão empenhados para a aprovação de outras medidas importantes, incluindo a aprovação de uma reforma da previdência que alinhe as projeções de gastos com o tamanho do orçamento no longo prazo.

O crescimento econômico permite um aumento das receitas governamentais, ao mesmo tempo em que reduz a pressão sobre alguns componentes dos gastos públicos. Logo, uma maior taxa de crescimento é primordial para o sucesso dos esforços de consolidação fiscal. Para alcançar esse melhor desempenho econômico, estamos fazendo um ajuste fiscal, para equacionar a principal razão da crise econômica de 2015 e 2016. Além disso, foram anunciadas uma série de reformas microeconômicas visando aumentar a produtividade da economia brasileira.

É com essa perspectiva que o Tesouro Nacional apresenta seu décimo sétimo Plano Anual de Financiamento (PAF), trazendo os objetivos, diretrizes, estratégias e metas para a gestão da Dívida Pública Federal (DPF). A apresentação deste documento reforça nosso compromisso com a credibilidade de nossas instituições e a

transparência na gestão pública. Com isso, reafirmamos nosso empenho em conduzir a política econômica de forma responsável e em linha com as exigências de uma democracia, de forma a se promoverem as transformações necessárias à melhora sistemática do bem-estar de nossa sociedade.

*Henrique de Campos Meirelles*

**MINISTRO DA FAZENDA**

## Mensagem da Secretária do Tesouro Nacional

O ano que se inicia será de importantes transformações na economia brasileira, em que continuaremos adotando medidas para superar os desafios macroeconômicos atuais. Para isso, reforçamos o compromisso do governo com a responsabilidade fiscal e a transparência, fatores cruciais para o crescimento sustentado e para a estabilidade econômica do país. O nosso plano de estabilização do endividamento público no médio prazo é parte fundamental deste compromisso.

Nessa conjuntura, apresentamos o décimo sétimo Plano Anual de Financiamento (PAF), documento por meio do qual publicamos as diretrizes, as estratégias e as metas que nortearão a condução do endividamento público em 2017. Procuramos sempre suprir as necessidades de financiamento do Governo Federal ao menor custo possível, respeitados níveis prudentes de exposição ao risco. O presente documento, constituindo um instrumento de transparência, certamente contribui para estes objetivos.

Na administração da Dívida Pública Federal (DPF), a evolução dos seus indicadores mostra que um longo caminho já foi percorrido em direção a uma estrutura com menores custos e riscos, com alongamento do prazo médio de emissão e de vencimento, diminuição da participação de títulos com taxas de juros flutuantes e dos indexados ao câmbio, assim como diversificação da base de investidores, hoje majoritariamente doméstica. Em 2017, buscaremos dar continuidade ao processo de melhora de perfil da DPF, especialmente no que se refere à suavização da estrutura de vencimentos.

O Tesouro Nacional segue com sua diretriz de gradualmente buscar a substituição de títulos remunerados pela taxa Selic por outros com rentabilidade prefixada ou remunerados por índices de preços. Mas, em momentos específicos, a estratégia pode ser ajustada para evitar que se ratifiquem custos excessivos para o país.

Quanto à dívida externa, manteremos a estratégia de emissão com caráter qualitativo, buscando a construção da estrutura a termo da taxa de juros que sirva de referência para os diversos agentes brasileiros que desejam acessar o mercado internacional de títulos. Adicionalmente, contamos com um nível confortável de

reservas cambiais e baixa necessidade de financiamento externo da dívida, o que coloca o país em uma posição confortável no cenário internacional.

Com a divulgação deste PAF, seguimos zelando pelo planejamento e pela transparência como pilares de uma administração saudável e eficiente da dívida pública.

*Ana Paula Vescovi*

**SECRETÁRIA DO TESOURO NACIONAL**

## 1. INTRODUÇÃO

O Plano Anual de Financiamento (PAF) 2017 apresenta as diretrizes que norteiam a gestão da Dívida Pública Federal (DPF), as premissas para o planejamento do exercício, a estratégia de emissões planejada e os resultados esperados para os principais indicadores da dívida ao final de 2017<sup>1</sup>, conferindo transparência e previsibilidade à atuação do Tesouro Nacional no gerenciamento da DPF<sup>2</sup>.

A **gestão da DPF** tem por objetivo “suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do Governo Federal, ao menor custo de financiamento no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco e, adicionalmente, buscando contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos”, tal como definido no Art. 1º da Portaria nº 29 da Secretaria do Tesouro Nacional - STN, de 21 de janeiro de 2016.

Para o alcance desse objetivo, as seguintes diretrizes qualitativas norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF:

- » Substituição gradual dos títulos remunerados com taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados com índices de preços;
- » Manutenção da atual participação dos títulos vinculados à taxa de câmbio, em consonância com os seus limites de longo prazo;
- » Suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;

<sup>1</sup> Esta publicação atende ainda ao disposto no Art. 8º da Portaria nº 29 da Secretaria do Tesouro Nacional - STN, de 21 de janeiro de 2016, transcrito a seguir:

*“Art. 8º A Secretaria do Tesouro Nacional divulgará anualmente, até 31 de janeiro do ano de referência, o seu Plano Anual de Financiamento - PAF.*

*Parágrafo Único. O PAF apresentará os objetivos e as diretrizes, a estratégia para as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal em mercado e os limites de referência para os principais indicadores desta dívida ao final do ano.”*

<sup>2</sup> A DPF corresponde à soma da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) com a Dívida Pública Federal externa (DPFe), sendo esta última subdividida em mobiliária e contratual. Cabe destacar que todas as estatísticas apresentadas ao longo deste documento referem-se exclusivamente à dívida em poder do público, não sendo considerada a parcela da DPMFi em poder do Banco Central. Informações sobre esta dívida estão disponíveis nos anexos dos Relatórios Mensais da DPF em <http://www.tesouro.gov.br/web/stn/relatorio-mensal-da-divida>. Explicação mais detalhada pode ser encontrada também no Anexo 2.

- » Aumento do prazo médio do estoque;
- » Desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros nos mercados interno e externo;
- » Aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- » Ampliação da base de investidores; e
- » Aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa (DPFe), por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmark*), do programa de resgate antecipado e de operações estruturadas.

Na execução de sua estratégia de financiamento, o Tesouro Nacional observa continuamente as condições vigentes na economia e no mercado financeiro. Assim, em momentos mais adversos, o planejamento pode sofrer ajustes de modo a minimizar a volatilidade nos preços dos títulos públicos e assegurar um adequado equilíbrio entre custos e riscos para a DPF.

Além desta introdução, o PAF 2017 traz mais cinco seções. Na seção 2, encontram-se uma breve descrição dos cenários macroeconômicos utilizados como referência nas simulações e informações relativas à necessidade de financiamento do Governo Federal para este ano. Na seção 3 descreve-se a estratégia de financiamento e a atuação do Tesouro Nacional na gestão da DPF em 2017. Na seção 4, por sua vez, abordam-se os resultados esperados para os principais indicadores da DPF ao final deste ano, sob a forma de intervalos de referência. Já as perspectivas para a DPF no médio e no longo prazos, bem como as análises de riscos adjacentes, constituem o tema da seção 5. Por fim, são apresentadas considerações finais na seção 6.

## 2. CENÁRIOS E NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO 2017

### 2.1. Cenários

O desenho da estratégia de financiamento da DPF leva em consideração a análise de múltiplos cenários para a evolução da economia no horizonte de planejamento. A esses cenários se associam estratégias de financiamento alternativas, variando-se principalmente a composição da cesta dos títulos públicos presentes nos planos de emissão. A avaliação do conjunto de combinações explorado conduz à definição dos limites de referência para os indicadores da DPF que serão expostos na próxima seção.

Os cenários construídos assumem um crescimento global estável, com resultados heterogêneos entre os países. As economias emergentes se apresentam com desempenho mais fraco do que o observado nos últimos anos, o que seria atenuado por avanços na recuperação dos países desenvolvidos. Os progressos nestes seriam sustentados por políticas monetárias acomodatócias.

Neste contexto, a expectativa é que a economia norte-americana siga em recuperação moderada, com a adoção de uma política fiscal mais expansionista e elevação da taxa básica de juros, em um processo de normalização gradual da política monetária. Já as economias da Zona do Euro se apresentam com desempenho fraco e heterogêneo entre os países que a compõem. O Banco Central Europeu deve seguir auxiliando a consolidar o crescimento (por meio de suas políticas de estímulo - *Quantitative Easing*) e mitigar riscos, tais como a saída do Reino Unido da União Europeia. Além disso, projeta-se desaceleração da economia chinesa, embora esta ainda permaneça em ritmo robusto e sustentável.

O cenário básico, ao qual atribuímos maior probabilidade, se aproxima das expectativas de mercado para 2017, tendo como premissa a ausência de choques externos ou domésticos significativos. No ambiente doméstico, o cenário apoia-se fundamentalmente na retomada de uma base de governabilidade relativamente coesa no país, capaz de adotar reformas estruturais (que incluem os avanços na reforma da previdência). O ajuste fiscal segue com foco no médio prazo, com dinâmica mais favorável das despesas e recuperação das receitas baseada na retomada da atividade econômica, o que deve assegurar uma trajetória sustentável para a dívida pública. A política monetária, que segue as regras do sistema de metas de inflação, terá suporte do ajuste fiscal para prover a âncora necessária para a retomada do crescimento econômico bem como para o arrefecimento da inflação. Esse cenário considera ainda

taxa de câmbio flexível e mais estável do que a observada recentemente e, por fim, a continuidade das condições favoráveis de financiamento do balanço de pagamentos.

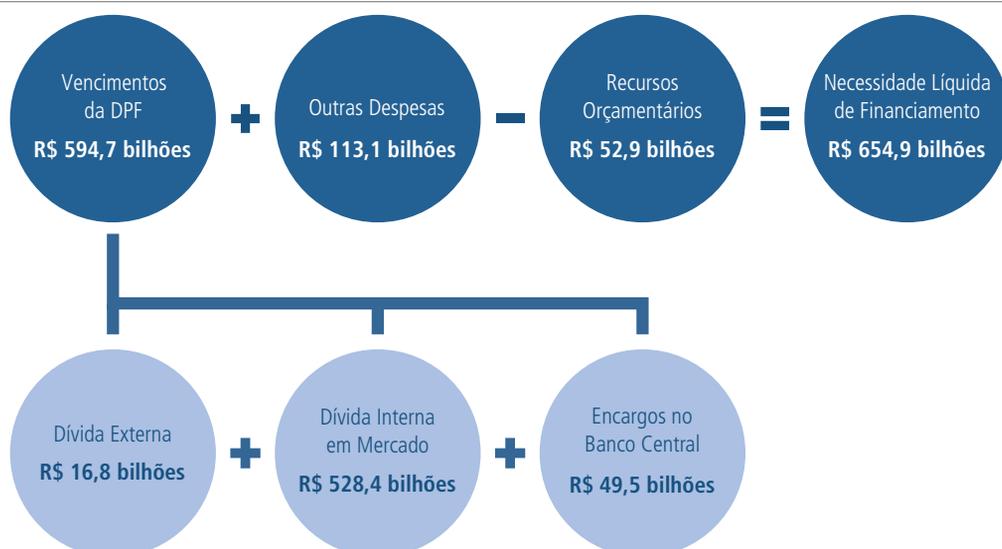
Cenários alternativos levam em conta, por um lado, um aprofundamento do cenário de recessão da economia doméstica como consequência de uma perda de governabilidade e da base de apoio político, comprometendo-se a aprovação das principais medidas necessárias ao ajuste fiscal. Tal cenário compreende o aumento de riscos associados à economia brasileira e desvalorizações adicionais da moeda doméstica. Por outro lado, também foram consideradas hipóteses mais otimistas, onde a base de governabilidade se mantém coesa por tempo mais prolongado, de forma a permitir reformas mais profundas, com melhorias no ambiente de negócios e com avanços em áreas como a tributária e a trabalhista, por exemplo. Tal cenário possibilitaria uma recuperação mais rápida da atividade econômica.

Cenários com fortes choques ou situações de estresse não estão incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição dos limites resultantes deste plano de financiamento.

## 2.2. Necessidade de Financiamento

A estratégia de emissões de títulos públicos é preparada para atender primordialmente à necessidade de financiamento do Governo Federal. O requerimento bruto consiste no somatório dos vencimentos da DPF em mercado, dos encargos da carteira de títulos públicos detida pelo Banco Central do Brasil e da utilização de fontes de recursos oriundas da emissão de títulos públicos para o pagamento de outras despesas que não sejam vencimentos da DPF. Parte da maturação da dívida será honrada com receitas primárias e financeiras não oriundas de operações de crédito. A necessidade líquida é calculada, então, deduzindo-se da necessidade bruta a previsão orçamentária desses recursos. Os valores projetados encontram-se na Figura 1.

Figura 1 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2016.

As projeções apontam um total de vencimentos da DPF de R\$ 594,7 bilhões. Os vencimentos da dívida junto ao mercado se subdividem em R\$ 528,4 bilhões para a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) e R\$ 16,8 bilhões relativos à Dívida Pública Federal Externa (DPFe). Para determinação do total de vencimentos da DPF deve-se ainda adicionar, ao montante da dívida que vence em mercado, os encargos a serem pagos ao Banco Central, em razão da dívida mobiliária de emissão do Tesouro Nacional na carteira da autoridade monetária<sup>3</sup>. Estes foram projetados em R\$ 49,5 bilhões para 2017.

Adicionalmente, a estimativa de utilização de fontes de emissão com outras despesas no montante de R\$ 113,1 bilhões, constante na Lei Orçamentária Anual 2017 (LOA 2017), também compõe a necessidade de financiamento do Governo Federal.

As estimativas para 2017 indicam necessidade líquida de financiamento de R\$ 654,9 bilhões. Para tanto, considera-se a expectativa de R\$ 52,9 bilhões em recursos orçamentários<sup>4</sup> alocados para pagamento da DPF<sup>5</sup>. O leitor encontrará detalhes sobre os recursos orçamentários no Anexo 1.

Com relação aos vencimentos da DPMFi, R\$ 424,6 bilhões são referentes a principal e R\$ 103,9 bilhões a juros<sup>6</sup>. Os títulos prefixados respondem pela maior parte dos pagamentos previstos para o ano, equivalente a 67,6% do total. Por sua vez, os títulos remunerados por índices de preços correspondem a 22,0% do total. Já os vencimentos da DPFe são estimados em R\$ 14,6 bilhões (US\$ 4,5 bilhões) referentes à dívida mobiliária e R\$ 2,2 bilhões (US\$ 0,7 bilhão) à dívida contratual. Para honrar o serviço futuro da DPFe, o Tesouro Nacional mantém também uma reserva de recursos em moeda estrangeira, a qual atualmente representa montante superior aos vencimentos de 2017.

<sup>3</sup> Os encargos dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central do Brasil, por força do Artigo 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº101, de 4 de maio de 2000), não podem ser refinanciados junto ao Banco Central do Brasil, devendo ser pagos com recursos orçamentários oriundos de outras fontes, inclusive da emissão de títulos em mercado.

<sup>4</sup> Os valores de recursos orçamentários não incluem os recursos que têm as emissões de títulos como origem (fontes orçamentárias 43 e 44), que também são previstos orçamentariamente. O motivo é exatamente apresentar aqui a necessidade líquida de financiamento, isto é, o montante de emissões que deve ser feito na ausência de utilização da reserva de liquidez da dívida (colchão da dívida).

<sup>5</sup> Os recursos orçamentários destinados ao pagamento da dívida de responsabilidade do Tesouro Nacional são fontes orçamentárias de natureza primária e, também, receitas financeiras que se destinam ao pagamento do fluxo da DPF durante o exercício. Essas fontes orçamentárias podem sofrer um excesso de arrecadação ou, em contraposição, sofrer frustrações. Em todos os casos, passarão a compor a análise da execução da dívida, ponderando o uso da reserva de liquidez do Tesouro Nacional ou o volume de captação em mercado.

<sup>6</sup> O principal divulgado corresponde ao valor dos títulos na emissão acrescido da correção monetária, conforme estabelecido na Lei de Responsabilidade Fiscal (Art. 5º, § 3º, da Lei Complementar no 101, de 4 de maio de 2000) e na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2016 (Art. 68º).

A maturação, por tipo de título<sup>7</sup>, pode ser visualizada no Quadro 1 abaixo.

Quadro 1 - Composição dos Vencimentos da DPF

	Valor Financeiro (R\$ bilhões)		
	Principal	Juros	Total
<b>DPF</b>	<b>433,9</b>	<b>111,3</b>	<b>545,2</b>
<b>DPMFi</b>	<b>424,6</b>	<b>103,8</b>	<b>528,4</b>
LFT	39,0	12,9	51,9
LTN	233,1	24,9	258,0
NTN-B	46,1	50,8	96,9
NTN-C	9,2	10,2	19,4
NTN-F	93,8	5,3	99,1
Outros	3,4	-0,3	3,1
<b>DPFe</b>	<b>9,3</b>	<b>7,5</b>	<b>16,8</b>
<b>Dívida Mobiliária</b>	<b>7,6</b>	<b>7,0</b>	<b>14,6</b>
Real	0,0	1,0	1,0
Dólar	6,5	5,8	12,3
Euro	1,1	0,2	1,3
<b>Dívida Contratual</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>

Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2016.

A Figura 2 mostra a previsão mensal de vencimentos da DPMFi por indexador. Destaque-se que parte relevante destes vencimentos (R\$ 143,9 bilhões) está prevista para janeiro, tradicionalmente o mês que possui a maior maturação do ano, como

<sup>7</sup> As LTN ou Letras do Tesouro Nacional são títulos com fluxo de pagamento simples, o que significa que o investidor faz a compra e recebe o rendimento em parcela única, na data de vencimento do título, junto com o valor do principal. Sua remuneração é prefixada, ou seja, definida no momento da compra, e equivalente à diferença entre o preço de compra do título e seu valor nominal no vencimento.

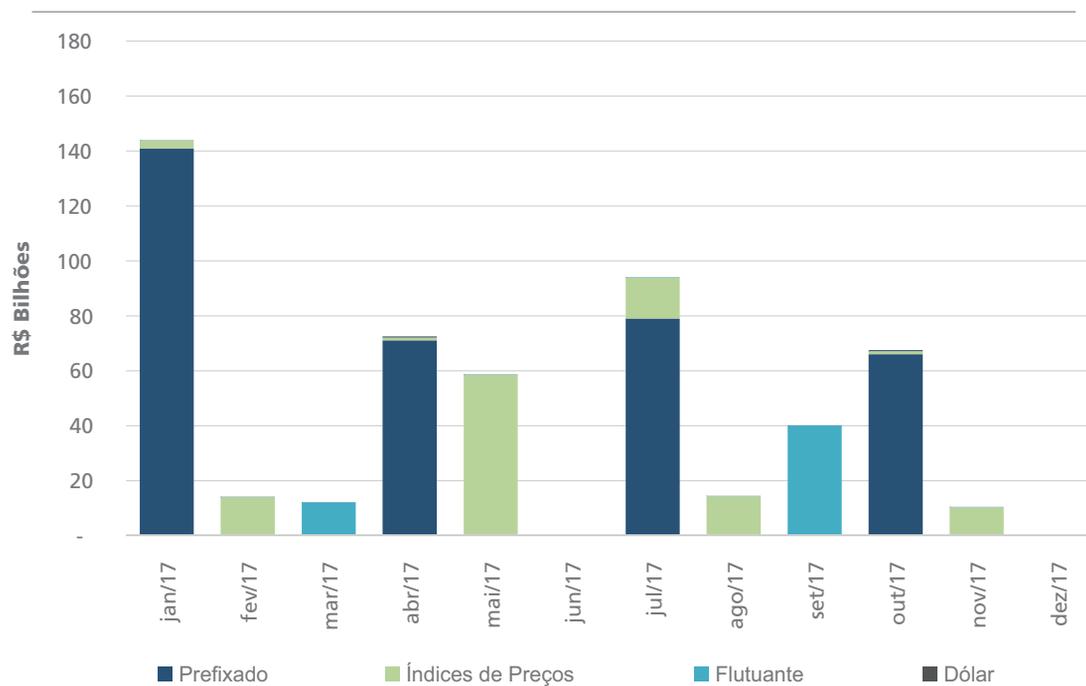
As NTN-F ou Notas do Tesouro Nacional – Série F são títulos com pagamentos semestrais de cupom de juros, cuja rentabilidade prefixada é determinada pela taxa interna de retorno (TIR) do fluxo de pagamentos destes cupons e pelo ágio ou deságio aplicado sobre seu valor nominal. Em momentos de demanda elevada, o preço do título pode ser calculado com ágio, de modo que a rentabilidade ficará menor do que o estipulado na emissão. De forma análoga, quando a demanda está reduzida, a aplicação de um deságio ao preço do título tornará sua rentabilidade maior.

As NTN-B ou Notas do Tesouro Nacional – Série B são títulos pós-fixados, com fluxos semestrais de pagamento de cupom de juros ao investidor (no Tesouro Direto, programa de venda de títulos públicos a pessoas físicas, há uma opção de NTN-B sem pagamentos periódicos de cupons de juros. Mais detalhes sobre o programa Tesouro Direto podem ser encontrados no Relatório Anual da Dívida 2016). Sua rentabilidade é composta por uma taxa pactuada no momento da compra, acrescida da variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que é o índice de inflação oficial do governo brasileiro, calculado pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística).

As LFT ou Letras Financeira do Tesouro são títulos com fluxo de pagamento simples, cuja remuneração pós-fixada é determinada pela variação da taxa Selic entre a data de liquidação da compra e a data de vencimento do título, acrescida, se houver, de ágio ou deságio no momento da compra.

consequência dos pagamentos de LTN e NTN-F<sup>8</sup>. Em seguida, o bimestre de abril e maio concentra fluxos de LTN e NTN-B, de modo que 57% dos vencimentos da dívida interna em 2017 estão previstos para o primeiro semestre.

Figura 2 - Vencimentos da DPMFi em 2017



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2016.

Para se antecipar aos períodos de maior concentração de vencimentos e reduzir seu risco de refinanciamento, o Tesouro Nacional mantém uma “reserva de liquidez” (colchão da dívida), que corresponde a uma disponibilidade de recursos depositados em reais na Conta Única, disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF. Esse caixa equivale atualmente a cerca de seis meses do serviço dessa dívida em mercado, o que garante uma situação confortável para a gestão do passivo, considerando-se sua atual estrutura de vencimentos. Deste modo, em condições adversas, o Tesouro Nacional é capaz de se manter por um período correspondente ao permitido pela reserva sem a necessidade de captar recursos para financiar a DPF<sup>9</sup>. Este indicador, contudo, deve ser tomado como conservador, uma vez que o Tesouro Nacional pode, em situações mais extremas, dispor também de outros recursos depositados na Conta

<sup>8</sup> Do total de vencimentos em janeiro, R\$ 141,0 bilhões se referem a títulos prefixados.

<sup>9</sup> Contudo, o pagamento dos vencimentos da DPF com a reserva de liquidez (colchão da dívida) afetaria a liquidez bancária, o que obrigaria o Banco Central do Brasil (BCB) a fazer operações comprometidas. Ou seja, haveria redução da DPF, mas o efeito seria nulo na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Assim, a utilização desses recursos é reservada a situações adversas de mercado, em contextos tais que a busca pelo refinanciamento dos vencimentos da DPF traga volatilidade adicional ao mercado doméstico.

Única para honrar os vencimentos da DPF, ainda que estes não sejam destinados exclusivamente para pagamentos da dívida<sup>10</sup>.

Os valores apresentados para necessidade de financiamento não contemplam débitos decorrentes de processo de reconhecimento de passivos contingentes. A Lei de Diretrizes Orçamentárias 2017 (LDO 2017) traz em seu Anexo de Riscos Fiscais o montante de R\$ 17,1 bilhões passíveis de realização, sendo R\$12,5 bilhões referentes ao FCVS<sup>11</sup> e R\$ 4,6 bilhões referentes a dívidas diretas da União<sup>12</sup>. Esses valores não são considerados na Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional devido ao elevado grau de incerteza relacionado ao momento do reconhecimento destas dívidas.

---

<sup>10</sup> De acordo com o Art. 3º da Medida Provisória 2170-36 de 2001:

*Art. 3º Fica o Tesouro Nacional autorizado a antecipar recursos provenientes de quaisquer receitas para execução das despesas, até o limite das respectivas dotações orçamentárias, mediante utilização de disponibilidades de caixa.*

<sup>11</sup> Títulos emitidos pelo Tesouro Nacional no âmbito da renegociação das dívidas advindas do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), remanescentes da liquidação de contratos de financiamento habitacional.

<sup>12</sup> Essa categoria representa dívidas de responsabilidade direta da União, tais como o pagamento dos VAF 3 (Valores de Avaliação de Financiamento referentes a regularização, pela União, das obrigações oriundas do FCVS), as obrigações decorrentes da criação de Estados e a subcategoria "Diversos".

## 3. ESTRATÉGIA DE FINANCIAMENTO

O objetivo desta seção é descrever a expectativa de atuação do Tesouro Nacional ao longo de 2017 por meio dos leilões de títulos públicos, visando ao atendimento das necessidades de financiamento descritas acima, bem como outras ações no âmbito da gestão da DPF. A estratégia engloba atuações no âmbito doméstico e na administração da dívida externa, tendo como referência principal o objetivo e as diretrizes da DPF.

### 3.1. Dívida Interna

O PAF 2017 prevê emissões que garantam uma adequada distribuição de vencimentos de forma a contribuir com a liquidez dos títulos emitidos e com a redução do risco de refinanciamento. O Tesouro Nacional manterá a interlocução com os diversos segmentos representativos do mercado financeiro, com vistas a ampliar e diversificar a base de investidores, conservar a transparência de suas atuações, elevar a liquidez do mercado secundário e assegurar a mais adequada oferta de títulos públicos.

A estratégia contemplará a emissão das LTN e das NTN-F, que são instrumentos com remuneração prefixada importantes para o processo de desindexação da dívida às taxas de juros de um dia. Além disso, as LTN possuem papel de destaque no mercado secundário de títulos públicos por conta de sua maior liquidez. O Tesouro Nacional também conta com a emissão das NTN-B, que são papéis remunerados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e, em média, se configuram como títulos de mais longo prazo. As NTN-B e as NTN-F contribuem, em conjunto, para a diretriz de alongamento da DPF. Por fim, as LFT são títulos com juros pós-fixados e que, *ex ante*, têm expectativa de menor custo. Em circunstâncias de maior aversão a riscos, quando os prêmios de risco dos títulos prefixados tendem a se elevar, as LFT se mostram como alternativas para minimizar a fixação de taxas de juros mais altas por longos períodos.

O Quadro 2 a seguir apresenta um resumo com a periodicidade dos leilões previstos para o ano de 2017, assim como os vencimentos dos títulos a serem ofertados, associados a cada prazo de referência (*benchmark*).

Frequência dos leilões da DPMFi a serem realizados pelo Tesouro Nacional em 2017

Título	Tradicional		Troca		Resgate antecipado	
	Periodicidade	Critério de Seleção*	Periodicidade	Critério de Seleção	Periodicidade	Critério de Seleção
LTN	Semanal	Melhor Preço				
NTN-F	Quinzenal	Melhor Preço			Trimestral	Melhor Preço
LFT	Quinzenal	Melhor Preço				
NTN-B	Quinzenal	Uniforme	Trimestral	Melhor Preço	Trimestral	Melhor Preço

\* Critério de seleção de propostas nos leilões: no critério uniforme serão aceitas todas as propostas com cotações iguais ou superiores à cotação mínima aceita, a qual será aplicada a todas as propostas vencedoras. Já no critério melhor preço, as propostas aceitas pagam o próprio preço apresentado no lance.

Os leilões de títulos públicos da DPMFi realizados pelo Tesouro Nacional possuem finalidades específicas, a saber:

- » **Leilões de venda:** têm como principal função o refinanciamento da Dívida Pública Federal por intermédio da emissão de títulos públicos prefixados e indexados à taxa de juros Selic e ao IPCA;
- » **Leilões de Troca:** consistem na permuta de títulos mais curtos por outros mais longos, com o objetivo de melhorar o perfil da dívida; e
- » **Leilões de Resgate Antecipado:** permitem assegurar liquidez ao detentor do título.

A seguir, listamos os títulos de referência\*\* (*benchmarks*) que serão ofertados em 2017:

Título	Indexador	Cupom de Juros	Benchmark	Vencimento***
LTN	Prefixado	Não há (os juros correspondem à diferença entre os valores nominal e o de emissão)	Curto e Médio Prazo 6, 12, 24 e 48 meses (4 vértices)	Out/2017 e Abr/2018 Abr/2018 e Out/2018 Abr/2019 e Out/2019 Jul/2020 e Jul/2021
NTN-F	Prefixado	10% ao ano, pagos semestralmente	Longo Prazo 6 e 10 anos (2 vértices)	Jan/ 2023 Jan/ 2027
LFT	Taxa Selic	Não há (os juros são pagos no vencimento de acordo com a variação do indexador)	6 anos (1 vértice)	Mar/ 2023 Set/ 2023
NTN-B	IPCA	6% ao ano, pagos semestralmente	Grupo I – Curto e Médio Prazo 5 e 10 anos (2 vértices)	Ago/ 2022 Ago/ 2026
			Grupo II – Longo Prazo 20 e 40 anos (2 vértices)	Mai/ 2035 Mai/ 2055

\*\* Para mais detalhes sobre as características dos títulos públicos da DPMFi, vide Decreto no. 3.859, de 04 de julho de 2001.

\*\*\* Para informações adicionais, consultar Cronograma Anual de Leilões de Títulos 2017 em:

<http://www.tesouro.gov.br/web/stn/resultados-dos-leiloes>

Além dos leilões apresentados no Quadro 2, o Tesouro Nacional poderá realizar, a depender das condições de mercado, leilões extraordinários em momentos de maior volatilidade.

Especificamente, o Tesouro Nacional divulga ainda o cronograma anual das ofertas públicas de títulos de sua responsabilidade, mantendo a transparência e a previsibilidade de sua atuação por meio dos leilões da dívida interna. O cronograma de 2017 (Anexo 3) apresenta as datas de cada leilão e os títulos a serem ofertados com suas respectivas datas de vencimento<sup>13</sup>.

### Títulos Prefixados

Será mantida a estrutura de emissão de títulos prefixados com prazos de referência de 6, 12, 24 e 48 meses para as LTN, representando os vértices de curto e médio prazo, e de 6 e 10 anos para as NTN-F, indicando as referências de longo prazo. As LTN serão emitidas com vencimento nos meses de abril, julho e outubro, ao passo que as NTN-F terão vencimento apenas nos meses de janeiro, proporcionando assim liquidez adequada em cada vértice.

Por fim, as operações de resgate antecipado das NTN-F de longo prazo continuarão a ser realizadas trimestralmente, como forma de assegurar liquidez adicional para os investidores, e ocorrerão em março, junho, setembro e dezembro.

### Títulos Remunerados por Índices de Preços

As ofertas públicas de NTN-B, títulos atrelados ao IPCA, continuarão ocorrendo quinzenalmente e serão organizadas em dois grupos, de acordo com o prazo dos títulos. O Grupo I será composto de títulos com prazos de 5 e 10 anos e o Grupo II contemplará vértices com prazos mais longos, de 20 e 40 anos.

As NTN-B do Grupo I terão datas de vencimento em agosto/2022 e agosto/2026. Já os vencimentos do Grupo II serão mantidos em maio/2035 e maio/2055.

Adicionalmente, de forma a assegurar liquidez aos detentores das NTN-B, serão mantidos os leilões de troca, que passarão a ser realizados com frequência trimestral de maneira a contribuir com o bom funcionamento do mercado secundário de títulos públicos, bem como os leilões de resgate antecipado das NTN-B de longo prazo, também com periodicidade trimestral.

<sup>13</sup> Divulgado no endereço eletrônico: <http://www.tesouro.gov.br/web/stn/resultados-dos-leiloes>. A divulgação do cronograma anual de leilões atende ao disposto no Art. 11 da Portaria nº 29 da Secretaria do Tesouro Nacional - STN, de 21 de janeiro de 2016, transcrito a seguir:

*“Art. 11 A Secretaria do Tesouro Nacional divulgará anualmente o cronograma de leilões da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi - até 31 de dezembro do ano anterior ao de referência.*

*Parágrafo único. O Cronograma Anual deverá apresentar no mínimo as datas dos leilões, os tipos de leilões a serem realizados em cada data, os títulos a serem ofertados em cada leilão e as datas de vencimentos destes títulos.”*

## Títulos Remunerados por Taxas Flutuantes

Os títulos remunerados pela taxa Selic (LFT) serão ofertados com periodicidade quinzenal e com vencimento nos meses de março e setembro de 2023, no primeiro e segundo semestre, respectivamente. Assim, o prazo médio de emissão desses títulos deverá ficar próximo a seis anos, mantendo-se em patamar superior ao prazo médio do estoque da DPF.

## Demais Atuações no Mercado Doméstico

Permanece também como ação de interesse do Tesouro Nacional o apoio ao desenvolvimento de índices de renda fixa (*benchmarks*), com reflexos positivos na composição e no alongamento dos títulos de renda fixa, públicos e privados, no mercado doméstico.

O Tesouro Nacional dará continuidade às ações de implementação dos Fundos de Índice de Renda Fixa (*Exchange Traded Funds - ETF*)<sup>14</sup>, vislumbrando oportunidades de evolução do mercado de renda fixa, com externalidade positiva para o mercado secundário de títulos públicos e para sua base de investidores.

Além disso, visando contribuir para o desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro, o Tesouro Nacional manterá seu apoio a ações que busquem consolidar o mercado de títulos privados como importante fonte de financiamento para investimentos, alternativamente às fontes públicas.

Finalmente, o Tesouro Nacional apoiará projetos que visem à qualificação dos profissionais e à educação financeira dos investidores, permanecerá com sua política de aperfeiçoamento do sistema de *dealers (market makers)* e apoio à utilização das plataformas eletrônicas, e ainda priorizará estudos envolvendo práticas e produtos que possam contribuir para o desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro.

### 3.2. Dívida Externa

A política de atuação no mercado externo é de caráter qualitativo, visando a diversificação das fontes de financiamento e da base de investidores, assim como prover importantes vértices de referência para as empresas brasileiras que desejam acessar os mercados internacionais. A dívida soberana brasileira apresenta, atualmente, pontos de referência em dólar (USD), euro (EUR) e real (BRL)<sup>15</sup>.

Em 2017, o Tesouro Nacional permanecerá com sua política de aperfeiçoamento das curvas de juros externas, buscando mitigar os riscos de refinanciamento, por meio de emissões qualitativas e resgate antecipado de títulos antigos que deixaram de ser pontos de referência e que já não refletem adequadamente o

<sup>14</sup> A Lei 13.043, de 13/11/2014 disciplina o tema citado.

<sup>15</sup> O Tesouro Nacional já acessou outros mercados, como o iene.

custo de financiamento externo. Nesse sentido, serão acompanhadas e avaliadas as condições de liquidez, risco e profundidade dos principais mercados internacionais, buscando as melhores alternativas de financiamento externo e a redução do custo de captação do país. O risco de refinanciamento no curto prazo foi mitigado, tendo em vista que a totalidade dos vencimentos de juros e principal em 2017 já foram pré-financiados, seja por meio de emissões nos mercados internacionais, seja por emissões no mercado local e posterior compra antecipada de moeda estrangeira.

Em particular, a estratégia para a DPFe apresentará as seguintes diretrizes específicas:

- » Criação e aperfeiçoamento de pontos de referência (*benchmarks*) na estrutura a termo de taxa de juros nos mercados de capitais internacionais;
- » Manutenção do programa de resgate antecipado (*buyback*) para títulos denominados em dólares (USD), euros (EUR) e reais (BRL);
- » Possibilidade de realização de operações de gerenciamento do passivo externo (*liability management*), combinando recompras e trocas de títulos com novas emissões, com o objetivo de aumentar a eficiência das curvas de juros externas;
- » Monitoramento da Dívida Contratual Externa, em busca de alternativas de operações que apresentem ganhos financeiros para o Tesouro Nacional; e
- » Aprimoramento e diversificação da base de investidores.

Sendo assim, será preservado o esforço de manter presença nos mercados financeiros internacionais, com o objetivo de consolidar curvas de financiamento externas líquidas, eficientes e com termos e condições mais adequados que possam servir de referência para o setor corporativo.

## 4. RESULTADOS ESPERADOS

Os resultados esperados para os indicadores da DPF ao final de 2017 se encontram no Quadro 3, a seguir. As projeções consideram os cenários econômicos, a necessidade de financiamento do Governo Federal e as estratégias anteriormente descritas. O formato de apresentação, com intervalos ou limites de referência, permite conciliar previsibilidade à trajetória esperada para a DPF, com a flexibilidade necessária ao Tesouro Nacional para reagir a possíveis alterações nas condições de mercado.

Quadro 3 - Limites de Referência para a DPF em 2017

Indicadores	2016	Limites para 2017	
		Mínimo	Máximo
<b>Estoque (R\$ bilhões)</b>			
DPF	3.112,9	3.450,0	3.650,0
<b>Composição (%)</b>			
Prefixados	35,7	32,0	36,0
Índices de Preços	31,8	29,0	33,0
Taxa Flutuante	28,2	29,0	33,0
Câmbio	4,2	3,0	7,0
<b>Estrutura de vencimentos</b>			
% Vencendo em 12 meses	16,8	16,0	19,0
% de Amortização em 12 meses*	13,4	–	–
Prazo Médio (anos)	4,5	4,2	4,4
Vida Média (anos)*	6,4	–	–

\* O Tesouro Nacional divulga a estatística “vida média” exclusivamente para fins de comparabilidade internacional, uma vez que as metas são estabelecidas apenas para o indicador “prazo médio”, que entendemos ser o mais correto do ponto de vista de gerenciamento de risco de refinanciamento. O % de Amortização em 12 meses é apresentado em consonância à definição de vida média, tanto por não considerar os cupons intermediários de juros quanto pelo fato de os fluxos de principal não serem trazidos a valor presente. A série histórica deste indicador ainda está em processo de elaboração.

Fonte: Tesouro Nacional.

## Estoque da DPF

Após encerrar o ano de 2016 em R\$ 3,11 trilhões, espera-se um estoque da DPF entre R\$ 3,45 trilhões e R\$ 3,65 trilhões, ao final de 2017. Esse intervalo comporta o crescimento natural do estoque por meio da apropriação de juros e da dinâmica entre emissões e resgates ao longo do ano. A expectativa é que a estratégia de colocações de títulos alcance um percentual de refinanciamento de principal e juros do período de aproximadamente 100%, de modo que a gestão da dívida não adicione liquidez ao sistema financeiro.

## Composição da DPF

A composição da dívida indica as proporções de seu estoque associadas a diferentes fatores de remuneração, que, por sua vez, representam distintas classes de custo e risco. No caso da DPF, são quatro categorias, quais sejam: prefixados (taxas de juros fixas), índices de preços (títulos indexados à inflação), taxas flutuantes (instrumentos com taxas de juros variáveis, englobando majoritariamente os títulos com rendimentos indexados à taxa de juros Selic) e câmbio (dívida denominada ou referenciada em moeda estrangeira)<sup>16</sup>.

Ao final de 2017, a participação dos prefixados deve ficar entre 32% e 36% da DPF, após encerrar com 35,7% em 2016. Já a parcela da dívida vinculada a índices de preços deverá se encontrar entre 29% e 33%, após chegar ao final de 2016 em 31,8%. Os limites propostos para a proporção de flutuantes são também de 29% e 33%, indicando a expectativa de aumento do peso das LFT na composição da dívida, após fechar 2016 com 28,2%.

Esse aumento na participação de títulos flutuantes resulta, principalmente, do volume de emissões de LFT em um período com baixos vencimentos desses títulos. Ou seja, esse movimento não decorre de menores colocações dos títulos prefixados, já que a estratégia da dívida busca o refinanciamento integral dos vencimentos da DPF previstos para o ano.

Finalmente, a fração de títulos remunerados pela variação cambial, que incorpora essencialmente o peso da dívida externa no endividamento total e correspondia a 4,2% da DPF em dezembro de 2016, tende a permanecer estável. O intervalo de 3% e 7% da DPF para a parcela cambial já coincide com aquele apontado pela estrutura desejada no longo prazo e comporta espaço para eventuais oscilações da taxa de câmbio sobre o estoque da DPFe avaliado em reais.

A análise histórica do período entre 2002 e 2014 revela que o perfil da DPF passou por mudanças em direção a uma menor exposição a riscos devido ao crescimento das proporções dos títulos prefixados e dos indexados ao IPCA no estoque total.

<sup>16</sup> A dívida cambial atual é quase totalmente denominada em moeda estrangeira, ou seja, dívida externa. A dívida interna cambial representa somente 0,50% do estoque da DPMFi.

Entretanto, como mostram os limites de referência para a composição da DPF neste PAF 2017, é esperado um recuo na substituição dos títulos flutuantes por prefixados ou remunerados por índices de preços, comportamento que se iniciou em 2015.

Esse movimento deve ser temporário, como será comentado mais detidamente ao longo da seção 5, e não representa um retorno ao patamar de riscos que existia nos primeiros anos da década de 2000, quando a dívida era caracterizada, principalmente, por elevado peso da dívida cambial. Desde aquela época houve um amplo processo de melhorias na composição da DPF, de forma que atualmente há margem para uma gestão mais eficiente no sentido de se equilibrar aspectos de custo e risco no financiamento da DPF.

Assim, diante de um cenário macroeconômico que vislumbra a retomada da atividade econômica, ainda com alguma incerteza na velocidade desse processo, e convergência da inflação aos parâmetros da meta de política monetária, é relevante pontuar que os limites de referência estabelecidos neste PAF refletem movimentos conjunturais, sem implicar alteração das diretrizes observadas pela gestão da DPF para o médio e longo prazos. Superados os desafios de curto prazo, espera-se retomar a convergência da composição da DPF em direção à estrutura desejada para a dívida no longo prazo.

### Estrutura de Vencimentos da DPF

Há dois indicadores principais para se acompanhar a evolução da estrutura de vencimentos da DPF. O primeiro é o percentual vincendo em doze meses, que informa a proporção da dívida que vencerá no curto prazo. A segunda métrica é o prazo médio do estoque, que captura a média de tempo remanescente dos pagamentos da dívida, ponderada pelos valores presentes desses fluxos de principal e juros.

Os valores projetados para 2017 indicam a expectativa de manutenção do percentual vincendo em doze meses dentro do intervalo de 16% a 19%, partindo de 16,8 % da DPF em dezembro de 2016, o qual corresponde ao menor valor para fechamento de ano desde 2001. Já o prazo médio, que ao final de 2015 alcançou 4,6 anos, um recorde de máxima na série histórica anual (também desde 2001), tende a se reduzir e encerrar 2017 dentro do intervalo de 4,2 a 4,4 anos.

A evolução do prazo médio da DPF se beneficiou ao longo dos anos da expansão da participação de títulos remunerados por índices preços no estoque total da dívida. Trata-se de instrumentos com características típicas de investimentos de longo prazo, sendo importante sobretudo para o balanço entre ativos e passivos de instituições de previdência. A redução ou estabilização na fração desses títulos na dívida acaba gerando efeitos na estatística de seu prazo médio da DPF.

Adicionalmente ao prazo médio, o Tesouro Nacional divulga regularmente a vida média (*ATM*)<sup>17</sup> do estoque da DPF. Esse indicador é útil para comparações internacionais, uma vez que muitos países usam essa métrica para calcular a maturidade de suas dívidas e não o conceito de prazo médio (*duration*)<sup>18</sup>. Em 2016, a vida média da DPF registrou 6,4 anos, apresentando uma leve queda em relação ao ano anterior, movimento que deve se acentuar em 2017. A evolução histórica desses dois indicadores mostra tendência semelhante<sup>19</sup>.

Também para favorecer comparações internacionais, vale acompanhar o percentual de amortização em 12 meses<sup>20</sup> calculado sob os mesmos critérios do conceito de vida média, isto é, sem considerar os cupons intermediários de juros e sem trazer a valor presente os fluxos de principal. Neste caso, o indicador registrou o patamar de 13,4% ao final de 2016, reduzindo-se de maneira importante em relação a 2015, quando seu valor era de 18,0%, a exemplo do movimento observado com o percentual vincendo em 12 meses da DPF.

<sup>17</sup> Do inglês “average term to maturity”. Esse indicador é menos eficiente do que o prazo médio, tanto por não considerar os pagamentos de cupons intermediários de juros quanto pelo fato de que os fluxos de principal não são trazidos a valor presente. Tais incorreções, motivo do menor destaque dado a esse indicador nas estatísticas da DPF, fazem com que ele apresente valores bastante superiores ao prazo médio. Apesar dessas limitações, a maior parte dos países adota indicador semelhante à vida média em suas estatísticas de estrutura de vencimentos, tornando incorretas eventuais comparações diretas com a métrica empregada para o estabelecimento de metas neste PAF.

<sup>18</sup> O prazo médio divulgado para a DPF equivale ao conceito de *duration*. Entretanto, para fins de cálculo do valor presente dos fluxos, aplica-se a taxa de emissão dos títulos correspondentes, em estoque (em vez das taxas de desconto de mercado, como ocorre nas análises tradicionais de *duration*).

<sup>19</sup> As séries históricas desses dois indicadores com os dados de dezembro de cada ano se encontram no anexo. Para o prazo médio da DPF os dados têm início em 2002, enquanto a série da vida média se inicia em 2005.

<sup>20</sup> Para efetuar o cálculo da amortização em 12 meses divide-se o total da amortização em 12 meses sem considerar os cupons intermediários de juros e sem trazer a valor presente os fluxos de principal pelo total de principal (valor de emissão) no estoque.

## 5. PERSPECTIVAS DE MÉDIO E LONGO PRAZO PARA A DPF

### 5.1. A DPF no Longo Prazo – Composição Ótima

A definição de diretrizes quantitativas para os indicadores da DPF é uma das principais peças do planejamento da dívida, complementando seus objetivos e suas diretrizes qualitativas. Nesse arcabouço, que engloba a gestão de riscos, o *benchmark* constitui um guia para o delineamento das estratégias de financiamento de curto e médio prazo. Ou seja, o *benchmark* pode ser expresso como valores de referência desejados no longo prazo para a composição e a estrutura de vencimentos da DPF.

Assim, a estrutura desejada no longo prazo da DPF é expressa por meio de limites pontuais para os principais indicadores do perfil da DPF, com intervalo de tolerância em torno deles, como indicado no Quadro 4.

Quadro 4 - Intervalos Indicativos da Composição Ótima no Longo Prazo

Indicadores	Limites de longo prazo	
	Referência	Intervalo
<b>Composição - %</b>		
Prefixados*	40,0	+/- 2,0
Índices de Preços	35,0	+/- 2,0
Taxa Flutuante*	20,0	+/- 2,0
Câmbio	5,0	+/- 2,0
<b>Estrutura de vencimentos</b>		
% Vencendo em 12 meses	20,0	+/- 2,0
Prazo Médio	5,5 anos	+/- 0,5

\* valor de referência atualizado em relação à edição anterior.

Fonte: Tesouro Nacional.

O modelo da composição ótima, que embasa a definição desses limites desejados para o longo prazo, é atualizado anualmente, incorporando os dados mais recentes da economia nacional e internacional, bem como suas respectivas projeções. Dessa forma, apesar de o modelo ser robusto e não apresentar grandes variações de um ano para outro, mudanças significativas no cenário macroeconômico vigente e nas projeções futuras, principalmente no contexto da política fiscal e trajetória da dívida pública, levaram a uma revisão da composição ótima para o longo prazo.

Nesse contexto, a definição dos limites de longo prazo para este PAF incorporou o cenário de dificuldades dos resultados fiscais dos últimos anos e os desafios que ainda serão enfrentados nos próximos. Apesar das medidas que estão sendo tomadas para melhorar os resultados fiscais e estabilização da dívida pública, pode-se considerar que houve uma alteração estrutural nas projeções do nível em que se verificaria estabilidade no endividamento público, em relação ao que se prospectava em momentos anteriores. Com isso, a composição ótima vigente até então passa a não constar mais no rol de portfólios eficientes e factíveis para o longo prazo sem o risco de gerar pressões no mercado de títulos públicos, culminando, assim, na definição de um novo portfólio *benchmark* para a DPF, tal como se apresenta no Quadro 4 acima, vigente a partir de 2017.

Vale destacar que a alteração ficou restrita à composição de títulos remunerados por juros flutuantes (Selic), cuja referência passa a ser de 20% (anteriormente era de 15%), e de títulos com taxas prefixadas, cuja referência passa a ser de 40% (anteriormente era de 45%). Dessa forma, os novos limites de longo prazo se configuram em uma composição que não só é ótima, mas também condizente com as novas perspectivas para o longo prazo.

Os limites indicativos do *benchmark*, entretanto, não devem ser perseguidos a qualquer custo. Ou seja, não é objetivo do gestor trazer a DPF para tais limites em um horizonte curto de tempo, se as condições de mercado assim não favorecerem. Ao contrário, espera-se uma transição gradual, sem promover pressões que resultem em um custo excessivo. No curto prazo, o Tesouro Nacional procura ajustar as estratégias do PAF às condições macroeconômicas e financeiras do país. Choques e dificuldades podem até ocasionar afastamentos temporários da trajetória de convergência para algum dos indicadores, sem perder de vista, no entanto, a referência que se busca alcançar no longo prazo. É o caso dos limites de referência previstos para o final de 2017, vistos na seção 4 deste PAF, que apontam para um recuo na tendência de redução da proporção de títulos flutuantes na composição da dívida. Por outro lado, avanços são esperados em sua estrutura de vencimentos.

## 5.2. Indicativos para a DPF no Médio Prazo

Uma vez definida a estrutura desejada no longo prazo, passa-se à elaboração de uma “estratégia de transição” entre a posição atual da dívida e seu *benchmark*. Com esse objetivo, o planejamento de médio prazo busca prospectar o comportamento do perfil da DPF ao longo do tempo sob diversas estratégias de financiamento.

Cada estratégia, por sua vez, explora diferentes combinações de títulos públicos a serem ofertados, alternando-se, por exemplo, as proporções de instrumentos prefixados, remunerados por índices de preços e com juros flutuantes, bem como variando-se os pesos dos títulos no plano de emissões de acordo com seus prazos de vencimento. Nesse processo, discutem-se ainda os potenciais desafios

e oportunidades para a execução de estratégias alinhadas às diretrizes da DPF no horizonte do planejamento (10 anos).

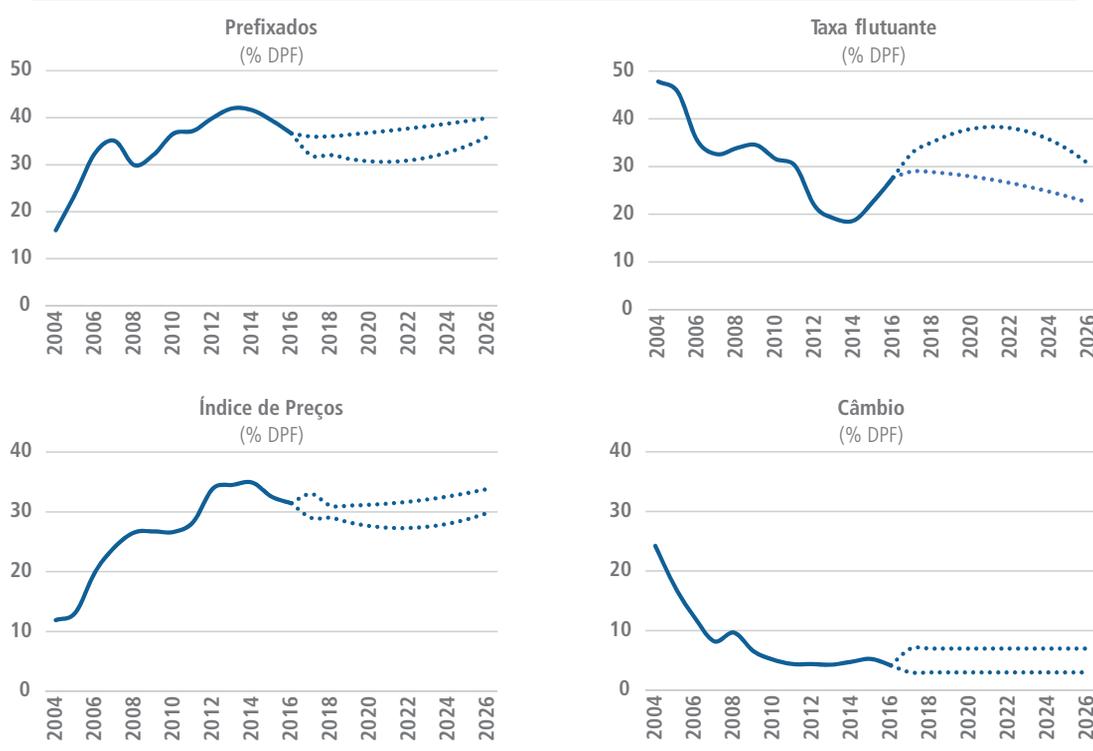
Esta seção busca, assim, apresentar indicativos da trajetória esperada para o perfil da dívida, considerando sua composição e estrutura de vencimentos, em um horizonte de tempo que extrapola o PAF. Ao fazer isso, não se pretende aqui estabelecer metas para os indicadores da DPF, mas apenas revelar os caminhos mais prováveis para essas variáveis nos próximos anos. São indicativos que permitem entender como o Tesouro Nacional poderá conduzir sua estratégia de financiamento, a depender das condições macroeconômicas e financeiras do país.

Nesse sentido, importa avaliar a trajetória esperada da composição da DPF por indicadores de maneira a entender o perfil de risco de mercado da dívida. Com efeito, a trajetória esperada da composição da DPF possibilita a avaliação das exposições da dívida devido a flutuações nas variáveis econômicas que afetam o custo dos títulos públicos, tais como inflação, taxa de câmbio, juros de curto prazo e estrutura a termo da taxa de juros.

A evolução histórica mostra um longo processo de redução de riscos, sobretudo no período de 2003 a 2006, quando a prioridade foi diminuir a exposição cambial da dívida. Posteriormente, os esforços promoveram a substituição de títulos com juros flutuantes pelos prefixados. Houve ainda, principalmente depois de 2004, expansão da proporção de dívida remunerada por índices de preços, essencial para o alongamento do prazo médio da DPF. As mudanças ocorreram gradualmente, ajustando-se seu ritmo às condições de custo e prazo das alternativas de financiamento. O resultado pode ser visto na Figura 3.

No atual ambiente econômico, a estratégia de financiamento da DPF nos próximos anos tem pela frente o desafio de lidar com um estoque de dívida pública crescente, o que pode levar a um distanciamento temporário de seus objetivos de longo prazo. Nesse sentido, as proporções de títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços devem se reduzir no primeiro triênio das projeções, contrariamente ao que prescrevem as diretrizes de longo prazo da DPF.

Figura 3 - Composição da DPF no Médio Prazo



Fonte: Tesouro Nacional.

Esse resultado decorre da premissa de que o Tesouro Nacional perseguirá estratégias com taxa de refinanciamento (razão entre emissões e resgates) em torno de 100% dos montantes de principal e juros da DPF em cada ano, de modo que a gestão da dívida não adicione liquidez ao sistema financeiro. Decorre daí a possibilidade de emissões de LFT em volumes acima de seus vencimentos nos próximos anos, quando a maturação desses títulos é pequena em comparação com os resgates totais da DPF. Consequentemente, a dívida com juros flutuantes aumenta sua proporção no estoque da DPF<sup>21</sup>.

Contudo, é uma estratégia que mantém atenção ao custo de financiamento da dívida. Ao se utilizar as LFT, evita-se pressionar o mercado dos demais títulos públicos por meio de excesso de oferta em relação à demanda que se espera para cada instrumento. Além disso, *ex-ante* as LFT se mostram vantajosas na perspectiva de custo, posto que seu risco de taxa de juros é próximo ao de uma alternativa com duração de 1 dia (*overnight*). Por último, nas análises de risco e composição ótima da dívida, as LFT têm se mostrado preferíveis aos prefixados de curto prazo (até 1 ano), pois estes tendem a cobrar prêmios positivos, mas não protegem significativamente o Tesouro Nacional de oscilações na taxa de juros.

Outra dimensão do perfil da dívida diz respeito à estrutura de vencimentos, que tem o percentual vincendo em 12 meses e o prazo médio da DPF como principais métricas. Trata-se de indicadores do risco de financiamento, que corresponde à

<sup>21</sup> O histórico e as projeções dos vencimentos de dívida flutuante encontram-se no Anexo 5.

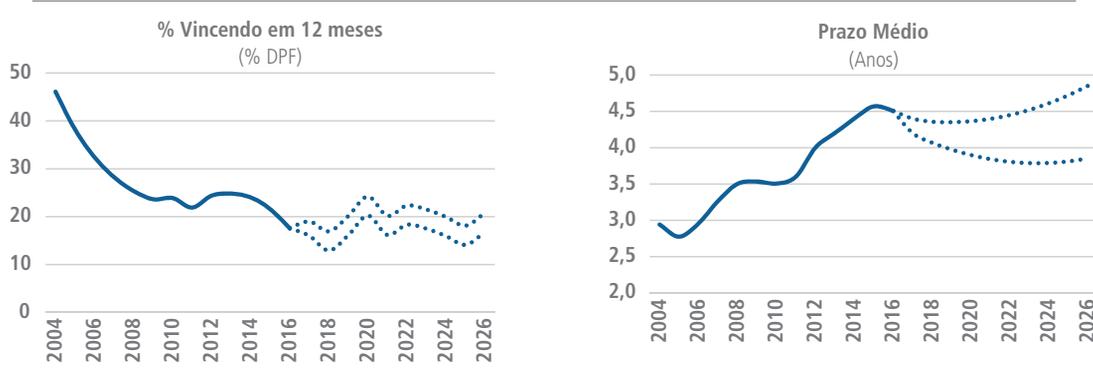
possibilidade de que o Tesouro Nacional, ao refinanciar sua dívida vincenda, encontre condições adversas que impliquem custos de emissão elevados, ou de que, no limite, não consiga captar recursos suficientes para honrar seus compromissos.

O risco de refinanciamento está relacionado à estrutura de maturação da DPF. Uma concentração de vencimentos em poucos períodos e, principalmente, no curto prazo, tende a ser mais arriscada do que uma alocação de pagamentos distribuída de maneira mais uniforme ao longo do tempo.

A evolução dos indicadores também mostra um longo processo de redução de riscos da DPF, como se vê na Figura 4, resultando, ao final de 2016, no registro do menor percentual vincendo em 12 meses, que pela primeira vez ficou abaixo de 20% da DPF, e ao final de 2015, no maior prazo médio das séries históricas anuais<sup>22</sup>.

Para o futuro, as mudanças esperadas na composição da dívida têm reflexos em sua estrutura de vencimentos. Nos primeiros anos do horizonte avaliado, período marcado por baixos vencimentos de LFT e redução das colocações de prefixados de curto prazo, o percentual vincendo em 12 meses da DPF deve situar-se em intervalos abaixo de 20%. Esse indicador deve passar por um aumento em 2020 e 2021, como efeito de maiores vencimentos da DPF, em particular da parcela de LFT (sobretudo aquelas emitidas em 2015), retornando ao patamar inferior a 20% a partir de 2022, como mostra a Figura 4.

Figura 4 - Indicadores da Estrutura de Vencimentos da DPF no Médio Prazo



Fonte: Tesouro Nacional.

<sup>22</sup>

A observação se baseia em dados de fechamento de exercício disponíveis a partir de 2001.



Ainda como reflexo da composição, o prazo médio da DPF tende a diminuir até 2020, após alcançar um valor máximo na série histórica anual em 2015. Esse resultado decorre da possibilidade de menor participação relativa dos títulos remunerados por índices de preços, instrumentos que são essenciais para o alongamento de prazos da dívida. Por se tratar de uma média ponderada, a redução do peso desses títulos afetará o indicador de maneira negativa, com sua recuperação ocorrendo apenas a partir de 2021.

Finalmente, as projeções obtidas no processo de planejamento de médio prazo, realizado em 2016, indicam um horizonte marcado inicialmente por um afastamento temporário do perfil da dívida em relação às diretrizes de longo prazo da DPF e, em um segundo momento, por uma retomada do processo de convergência para a estrutura ótima de longo prazo. Entretanto, vale ressaltar que essa transição será tanto mais benéfica quanto mais rápido se fortalecerem os resultados fiscais, a confiança dos agentes, o controle da inflação e a retomada do crescimento econômico.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O PAF é parte de uma estrutura mais ampla de planejamento, que busca assegurar que as necessidades de financiamento do Governo Federal sejam supridas com a maior eficiência possível. Isso significa promover a evolução da estrutura da DPF rumo a um balanço adequado de custos e riscos, em uma perspectiva de longo prazo.

Quanto à estrutura ótima da DPF, é forçoso reconhecer que a economia brasileira tem passado por mudanças de caráter estrutural, que alteraram de maneira relevante as perspectivas do país e expuseram desafios importantes para os gestores de política econômica em diversas frentes. Assim, a despeito das medidas que estão sendo tomadas para melhora dos resultados fiscais e estabilização da razão entre a dívida pública e o PIB, identificou-se a necessidade de ajustes nos valores da estrutura desejada no longo prazo para a DPF, levando-se em conta as novas condições de contorno para sua definição. De fato, os estudos realizados no âmbito do planejamento da dívida são compatíveis com a maior presença de LFT no estoque da DPF no médio e no longo prazos.

Finalmente, o PAF 2017 e a expectativa de evolução dos indicadores da DPF apresentadas neste documento devem ser interpretados sob o âmbito dessa perspectiva de médio e longo prazo, diante das condições macroeconômicas e financeiras vigentes no país. As oscilações de curto prazo na trajetória do perfil da DPF tendem a ser seguidas por um processo de convergência para a estrutura desejada no longo prazo à medida em que se verificarem os efeitos das medidas em curso para consolidação fiscal e retomada do crescimento econômico.

Ao longo do tempo, um perfil de dívida mais saudável contribui para que a economia brasileira se mostre menos propensa a choques econômicos e mais resistente aos efeitos de tais choques. Uma dívida com baixos riscos e gestão eficiente é fator importante para a saúde das finanças públicas e da economia do país.

## ANEXO 1. Recursos Orçamentários Alocados para Pagamento da DPF

O quadro a seguir detalha os recursos orçamentários<sup>23</sup> discriminados pela LOA para pagamento da DPF em 2017. Os valores apresentados não incluem os recursos que têm as emissões de títulos como origem (fonte orçamentárias 43 e 44), que também são previstos orçamentariamente. O motivo é justamente apresentar aqui a necessidade líquida de financiamento, isto é, o montante de emissões que deve ser feito na ausência de utilização da reserva de liquidez (colchão da dívida).

Quadro 5 - Recursos Orçamentários Alocados para Pagamento da DPF

FONTE ORÇAMENTÁRIA		Total (R\$ milhões)
129	Concessões e Permissões	15.307
159	Operações Oficiais de Crédito - Retorno do Refinanciamento de Dívidas de Médio e Longo Prazos	2.277
163	Reforma Patrimonial - Privatizações	5.501
173	Operações Oficiais de Crédito - Retorno de Operações de Crédito - Estados e Municípios	20.571
197	Dividendos da União	7.708
-	Demais	1.504
<b>Subtotal</b>		<b>52.868</b>
152	Resultado do Banco Central	215.023
<b>Total (com Fonte 152)</b>		<b>267.891</b>

Fonte: LOA 2017. Valores estimados. As demais fontes incluem os valores das fontes 162, 171 que foram direcionadas para o pagamento de despesas orçamentárias no âmbito da DPF. A fonte 152 é tratada em separado devido à sua volatilidade, uma vez que o resultado do Banco Central é impactado pelas oscilações da taxa de câmbio sobre o saldo das reservas internacionais.

<sup>23</sup> No conjunto de fontes orçamentárias apresentado há previsão de receitas associadas com o resultado positivo do balanço patrimonial do Banco Central (fonte 152), no valor de R\$ 215 bilhões, que, se confirmada, reduzirá a necessidade líquida de financiamento nesse montante. O Artigo 7º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, estabelece que tal resultado constitui receita do Tesouro Nacional. O Artigo 3º da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, estabelece que tais recursos (fonte 152) devem ser usados para pagamento da DPF, com prioridade para a dívida existente junto ao Banco Central. A razão para tratar essa fonte em separado aqui é devido à sua volatilidade, pois é sabido que o efeito de oscilações nas taxas de câmbio sobre o saldo de reservas internacionais é o principal determinante do resultado do Banco Central. Além disso, a confirmação dos valores a serem transferidos ao Tesouro Nacional, se ocorrer, dependerá da aprovação do Balanço da Autoridade Monetária pelo Conselho Monetário Nacional.

## ANEXO 2. Estatísticas da Carteira de Títulos do Banco Central

Além da DPF em mercado, o Tesouro Nacional é responsável pelos títulos públicos mantidos em carteira pelo Banco Central do Brasil (BCB). Estes ativos constantes no balanço patrimonial da Autarquia são importantes na operacionalização da política monetária, pois são utilizados como lastro nas transações de mercado aberto para controle da liquidez do sistema bancário, isto é, em suas operações compromissadas. Ao final de 2016, o estoque de títulos detido pelo BCB era de R\$ 1,52 trilhão, em torno de 24% do PIB, compondo-se de instrumentos com taxas prefixadas (43,6%), remunerados por índices de preços (31,1%) e com taxas de juros flutuantes (25,3%).

Quadro 6 - Estatísticas para a DPMFi em Poder do Banco Central e do Mercado

Indicadores	DPMFi	
	Carteira BC	Em mercado
<b>Estoque (R\$ bilhões)</b>		
DPMFi	1.522,8	2.986,4
<b>Composição (%)</b>		
Prefixados	43,6	36,9
Índices de Preços	31,1	33,2
Taxa Flutuante	25,3	29,4
Câmbio	0,0	0,5
<b>Estrutura de vencimentos</b>		
% Vincendo em 12 meses	11,1	17,0
Prazo Médio (anos)	4,4	4,4

Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2016.

A dívida na carteira do BCB não acrescenta riscos ao balanço do setor público, pois ela tem dinâmica própria de refinanciamento. Os encargos desses títulos não podem ser refinanciados pelo BCB, por força do Artigo 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF (Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000), devendo ser pagos com recursos orçamentários oriundos de outras fontes, inclusive da emissão de títulos em mercado. O mesmo não ocorre com o principal dessa dívida, que pode ser refinanciado junto ao BCB e, na prática, não se soma às necessidades de financiamento do Tesouro Nacional como no caso dos encargos. Os vencimentos previstos para 2017 de principal e encargos dos títulos no BCB são de R\$ 176,1 bilhões e R\$ 49,5 bilhões (posição em 31/12/2016), respectivamente.

Essa dinâmica específica da carteira do Banco Central é importante, pois o BCB não está autorizado a emitir títulos próprios para a execução da política monetária,

de acordo com o disposto no Artigo 34 da LRF. Assim, a possibilidade de refinanciamento do principal dessa dívida permite a manutenção de ativos no balanço da autoridade monetária em montantes e condições adequados à execução da política monetária.

Além das emissões destinadas à reposição dos títulos vencidos na carteira do BCB, o Tesouro Nacional é autorizado a emitir títulos para o BCB em outras duas situações, ambas sem contrapartida financeira. Uma delas está prevista no Artigo 1º da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, que autoriza emissões com a finalidade de assegurar ao BCB a manutenção da carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária. A outra possibilidade é a realização de aporte de títulos pelo Tesouro Nacional com o objetivo de cobrir resultados negativos no balanço patrimonial do BCB, conforme previsto no Artigo 7º da LRF.

Em suma, as características do relacionamento financeiro entre Tesouro Nacional e BCB, definidas em legislação própria, conferem uma dinâmica para a carteira do BCB diferente daquela da DPF em mercado. Nesse contexto, o Plano Anual de Financiamento é preparado e divulgado com foco específico nesta última, trazendo a estratégia de gestão e as estatísticas para seus principais indicadores. O leitor interessado, contudo, pode fazer o acompanhamento permanente da dívida detida pelo BCB por meio das publicações mensais do Relatório Mensal da Dívida<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> Disponível em <http://www.tesouro.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>.

# ANEXO 3. Cronograma dos Leilões de Títulos da DPMFi

JANEIRO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
1 "Confraternização Universal"	2	3	4	5 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	6	7
8	9	10 VENDA NTN-B	11	12 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	13	14
15	16	17	18	19 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	20	21
22	23	24 VENDA NTN-B	25 RMD	26 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	27	28
29	30	31				

FEVEREIRO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
				1	2 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	3
5	6	7 VENDA NTN-B	8	9 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	10	11
12	13	14	15	16 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	17	18
19	20 RMD	21 VENDA NTN-B	22 TROCA NTN-B	23 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	24	25
26	27 Carnaval	28 Carnaval				

MARÇO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
			1	2 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	3	4
5	6	7 "VENDA NTN-B RESGATE NTN-B"	8	9 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	10	11
12	13	14	15	16 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	17	18
19	20	21 VENDA NTN-B	22	23 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	24	25
26	27	28 RMD	29	30 "VENDA LTN (1)/ NTN-F RESGATE NTN-F"	31	

ABRIL 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
						1
2	3	4 VENDA NTN-B	5	6	7	8
9	10	11	12	13 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	14 "Paixão de Cristo"	15
16	17	18 VENDA NTN-B	19	20 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	21 Tiradentes	22
23/30	24 RMD	25	26	27 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	28	29

MAIO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
	1 Dia do Trabalho	2 VENDA NTN-B	3	4 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	5	6
7	8	9	10	11 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	12	13
14	15	16 VENDA NTN-B	17 TROCA NTN-B	18 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	19	20
21	22	23	24 RMD	25 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	26	27
28	29	30 VENDA NTN-B	31			

JUNHO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
				1 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	2	3
4	5	6	7	8 "VENDA LTN (1) VENDA NTN-F"	9	10
11	12	13 "VENDA NTN-B RESGATE NTN-B"	14 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	15 Corpus Christi	16	17
18	19	20	21	22 "VENDA LTN (1)/ NTN-F RESGATE NTN-F"	23	24
25	26 RMD	27 VENDA NTN-B	28	29 "VENDA LTN (2) VENDA LFT"	30	

JULHO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
						1
2	3	4	5	6 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	7	8
9	10	11 VENDA NTN-B	12	13 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	14	15
16	17	18	19	20 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	21	22
23/30	24 RMD / 31"	25 VENDA NTN-B	26	27 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	28	29

AGOSTO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
			1	2	3 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	4
6	7	8 VENDA NTN-B	9	10 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	11	12
13	14	15	16	17 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	18	19
20	21	22 VENDA NTN-B	23 TROCA NTN-B	24 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	25	26
27	28	29 RMD	30	31 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"		

SETEMBRO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
					1	2
3	4	5 "VENDA NTN-B RESGATE NTN-B"	6 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	7 "Independência do Brasil"	8	9
10	11	12	13	14 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	15	16
17	18	19 VENDA NTN-B	20	21 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	22	23
24	25 RMD	26	27	28 "VENDA LTN (2)/ NTN-F RESGATE NTN-F"	29	30

OUTUBRO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
1	2	3 VENDA NTN-B	4	5 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	6	7
8	9	10	11 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	12 N. Sra. Aparecida	13	14
15	16	17 VENDA NTN-B	18	19 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	20	21
22	23 RMD	24	25	26 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	27	28
29	30	31 VENDA NTN-B				

NOVEMBRO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
			1 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	2 Finados	3	4
5	6	7	8	9 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	10	11
12	13	14 VENDA NTN-B	15 "Proclamação da República"	16 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	17	18
19	20	21	22	23 "VENDA LTN (2) VENDA NTN-F"	24	25
26	27 RMD	28 VENDA NTN-B	29 TROCA NTN-B	30 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"		

DEZEMBRO 2017						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
					1	2
3	4	5	6	7 "VENDA LTN (2)/ NTN-F RESGATE NTN-F"	8	9
10	11	12 "VENDA NTN-B RESGATE NTN-B"	13	14 "VENDA LTN (1) VENDA LFT"	15	16
17	18	19	20 RMD	21	22	23
24/31	25 Natal	26	27	28	29	30

**1º SEMESTRE**  
 VENDA LTN (1) - 1/10/2017; 1/4/2019; 1/7/2020  
 VENDA LTN (2) - 1/4/2018; 1/4/2019; 1/7/2020  
 VENDA NTN-F - 1/1/2023; 1/1/2027  
 VENDA LFT - 1/3/2023  
 VENDA NTN-B - 15/8/2022; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2055  
 TROCA NTN-B - 15/8/2022; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2055  
 RESGATE NTN-B - 15/5/2035; 15/8/2040; 15/5/2045; 15/8/2050; 15/5/2055  
 RESGATE NTN-F - 1/1/2025; 1/1/2027

**2º SEMESTRE**  
 VENDA LTN (1) - 1/4/2018; 1/10/2019; 1/7/2021  
 VENDA LTN (2) - 1/10/2018; 1/10/2019; 1/7/2021  
 VENDA NTN-F - 1/1/2023; 1/1/2027  
 VENDA LFT - 1/9/2023  
 VENDA NTN-B - 15/8/2022; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2055  
 TROCA NTN-B - 15/8/2022; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2055  
 RESGATE NTN-B - 15/5/2035; 15/8/2040; 15/5/2045; 15/8/2050; 15/5/2055  
 RESGATE NTN-F - 1/1/2025; 1/1/2027

LFT – Letras Financeiras do Tesouro, LTN – Letras do Tesouro Nacional, NTN-B – Notas do Tesouro Nacional – Série B, NTN-F – Notas do Tesouro Nacional – Série F.



## ANEXO 4. Prazo Médio e Vida Média

A figura abaixo mostra a evolução histórica do prazo médio e da vida média<sup>25</sup> da DPF. Conforme mencionado no texto, pode-se observar que ambos indicadores seguem tendências bastante similares, apresentando um longo período de aumento e uma tendência de reversão a partir de 2015.

Figura 5 - Prazo Médio e Vida Média da DPF



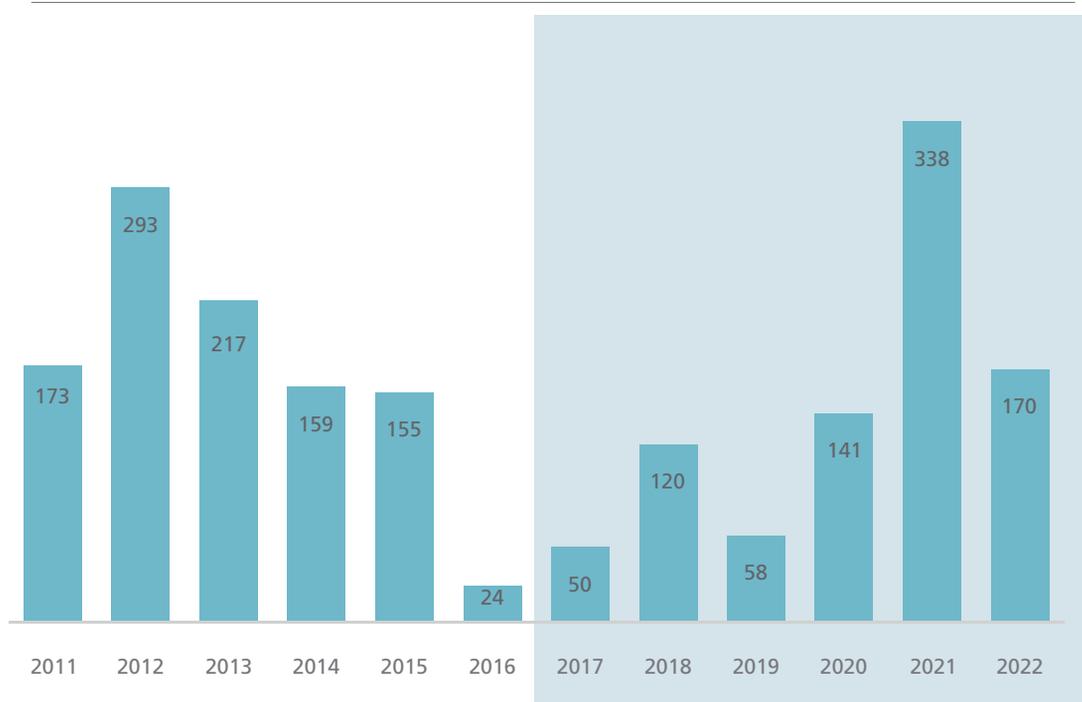
Fonte: Tesouro Nacional. A projeção de 2017 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

<sup>25</sup> Vide nota de rodapé [nº 17](#).

## ANEXO 5. Histórico e Projeções dos Vencimentos de Dívida Flutuante

A figura a seguir mostra o histórico e as projeções dos vencimentos de dívida flutuante. A partir dela pode-se verificar que os vencimentos previstos para os próximos 3 anos são significativamente inferiores à média dos anos anteriores, implicando uma maior emissão líquida desse tipo de títulos, largamente responsável pelo aumento da participação deste no estoque total da DPMFi nos próximos anos.

Figura 6 - Histórico e Projeções para os Vencimentos de Dívida Flutuante



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2016. Os vencimentos históricos foram trazidos a valor presente pela taxa Selic (Dados do Relatório Mensal da Dívida – Tabela 1.2). A partir de 2017, os montantes correspondem ao valor presente dos fluxos (valor do estoque).

## SUPLEMENTO ESPECIAL DO PAF 2017

39

### Dívida Pública Brasileira – Conceitos e Estatísticas

O tamanho da dívida pública é essencial para se avaliar a saúde das finanças públicas do país. Quando a dívida é demasiadamente elevada, o governo pode perder a capacidade de honrar seus compromissos e de manter as políticas públicas. Mas, para se discutir o tamanho é preciso antes entender de que dívida estamos falando. No Brasil, há mais de um conceito e cada um deles têm sua relevância a depender da análise que estamos fazendo. Passemos aos principais<sup>26</sup>.

No Plano Anual de Financiamento trabalhamos com a Dívida Pública Federal (DPF). Esta abrange apenas a dívida do Governo Federal em mercado, incluindo os títulos da dívida interna (cerca de 95%) e os títulos e contratos da dívida externa. Essa dívida é emitida e controlada pelo Tesouro Nacional, que é responsável ainda por seu pagamento. Sua origem são os déficits públicos passados e presentes.

Outro conceito de dívida amplamente utilizado é a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que tem se tornado a principal referência para a elaboração de políticas econômicas e para sinalizar a solvência do Estado brasileiro. A DBGG abrange a dívida do Governo Federal (a DPF), mais as dívidas dos governos estaduais e municipais com o setor privado, mais as operações compromissadas do Banco Central do Brasil (BCB).

As compromissadas constituem o único passivo do BCB que integra a DBGG. Trata-se de um item com características de dívida do Governo Geral, que cresceu principalmente a partir de 2006 quando teve início o processo de acumulação de reservas internacionais. Com essa componente estrutural, é uma dívida que, em algum momento, tende a ser absorvida pela DPF<sup>27</sup>. Além disso, são operações lastreadas em títulos públicos de responsabilidade do Tesouro Nacional.

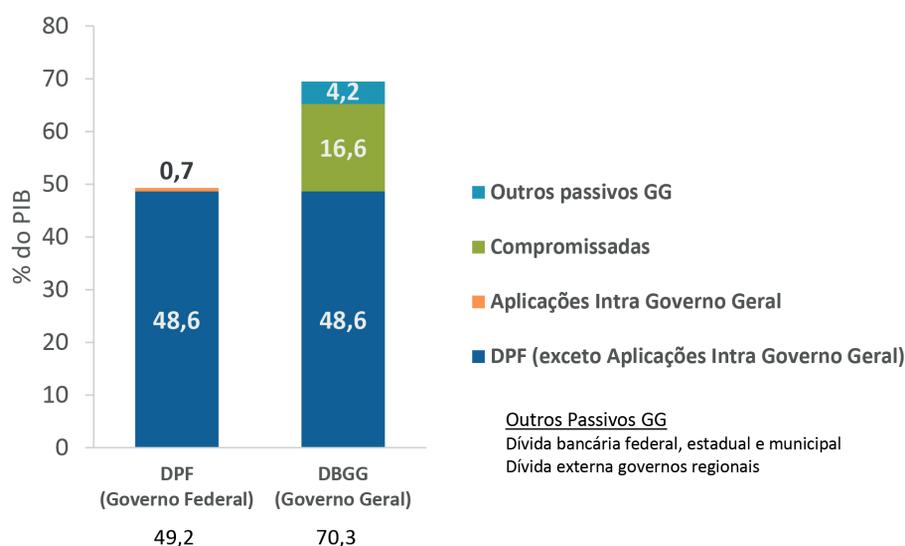
A Figura 7 ilustra os dois conceitos e mostra que a dívida pública atingiu 70,3% do PIB em dezembro de 2016. Esse número refere-se à DBGG, que contém 48,6% do

<sup>26</sup> Neste suplemento abordaremos os indicadores de dívida com menos rigor conceitual, privilegiando uma explicação mais didática para o leitor menos familiarizado. No entanto, apresentaremos ao final um glossário com as definições mais formais.

<sup>27</sup> No cenário em que a estratégia de emissão do Tesouro Nacional alcance um percentual de refinanciamento acima de 100%, o Tesouro passaria a contribuir com a redução do excesso de liquidez no mercado financeiro.

PIB em DPF, 16,6% do PIB em compromissadas do BCB e 4,2% em outros passivos do Governo Geral (incluindo as dívidas estaduais e municipais).

Figura 7 - Relação entre DPF e DBGG



Fonte: Banco Central do Brasil (Nota de Política Fiscal – dez/16). Elaboração: Tesouro Nacional.

A DPF e a DBGG são métricas que não refletem a acumulação de ativos pelo governo. Assim, é útil avançar para o conceito de endividamento líquido, que traz um balanço entre débitos e créditos do governo frente aos agentes privados. Essa característica está presente na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Para além do Governo Geral, o Setor Público abrange ainda as empresas estatais não financeiras e o BCB.

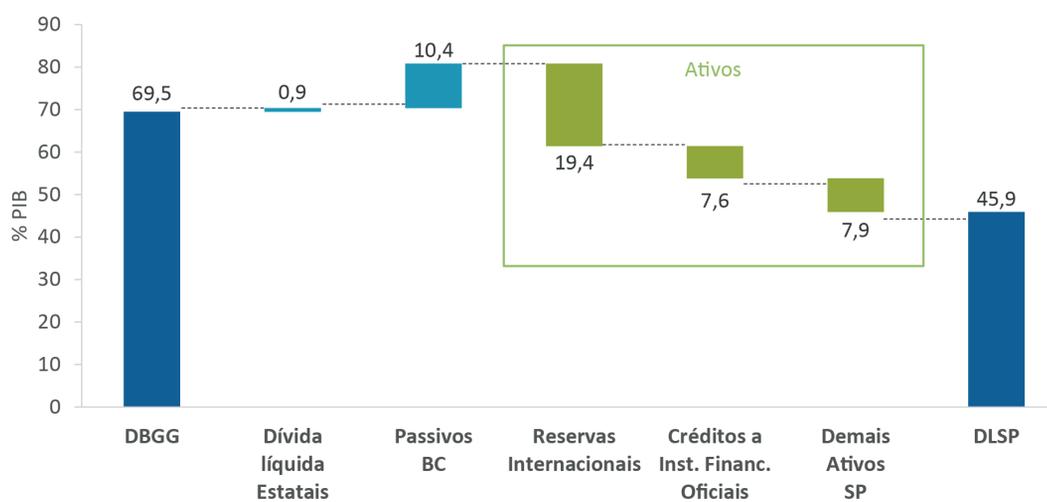
A DLSP é uma das estatísticas mais utilizadas para análises de sustentabilidade fiscal e de capacidade de pagamento do Setor Público. Esse conceito serve ainda como base para o cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), conhecida ainda como resultado nominal “abaixo da linha” e que constitui a base para as metas fiscais do governo.

A Figura 8 permite diferenciar os conceitos de dívidas bruta e líquida para as principais estatísticas do Brasil. Simplificadamente, a DLSP inclui a DBGG e todos os passivos do BCB<sup>28</sup> e deduz os ativos do Setor Público, sendo as reservas internacionais (19,4% do PIB), os créditos do Tesouro Nacional junto a bancos públicos (7,6% do PIB) e outros ativos (7,9% do PIB). Com essa composição, a DLSP alcançou 45,9% do PIB em dezembro de 2016.

<sup>28</sup> As compromissadas já integram a DBGG.



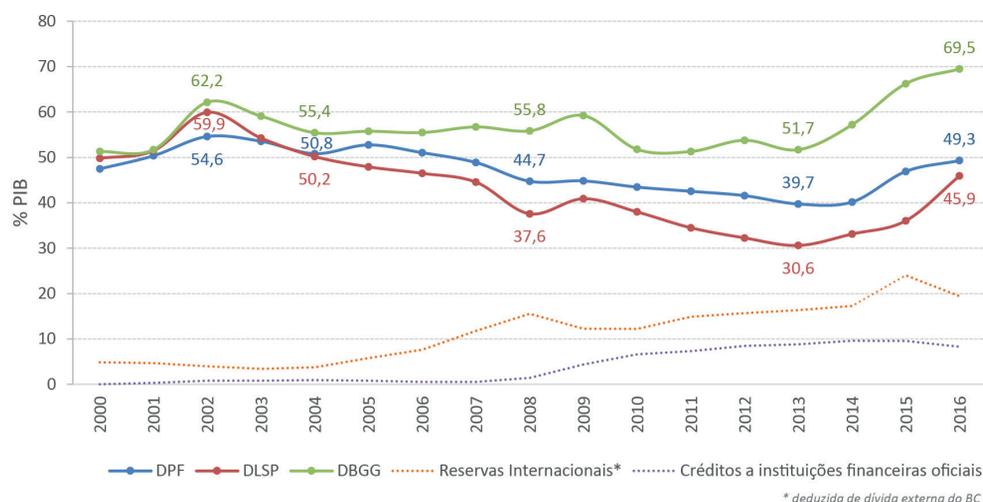
Figura 8 - Relação entre DBGG e DLSP



Fonte: Banco Central do Brasil (Nota de Política Fiscal – dez/16). Elaboração: Tesouro Nacional.

Com respeito ao comportamento histórico, os diferentes conceitos de dívida pública mostraram uma trajetória confortável desde o ano 2002 até 2013, refletindo os resultados fiscais positivos e crescimento econômico nesse período, como mostra a Figura 9. Era pequena a diferença entre a DBGG, a DPF e a DLSP no início desse período. A acumulação de ativos a partir de 2005 começou a gerar um distanciamento entre as três estatísticas. A aquisição de reservas internacionais, por exemplo, não modificava a DLSP (porque aumentava passivos e ativos), mas levava ao incremento das operações compromissadas, o que impedia a DBGG de cair juntamente com a DPF e a DLSP. Após 2008, teve início a constituição de créditos do Tesouro Nacional junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), ampliando a distância entre a dívida líquida e a bruta. A partir de 2014 a dívida pública passou a crescer nos diferentes conceitos, o que se verifica para a DPF, a DBGG e a DLSP, em um contexto de déficits fiscais primários, recessão econômica e aumento das taxas de juros.

Figura 9 - Comparação entre as Trajetórias de Diferentes Indicadores da Dívida Pública

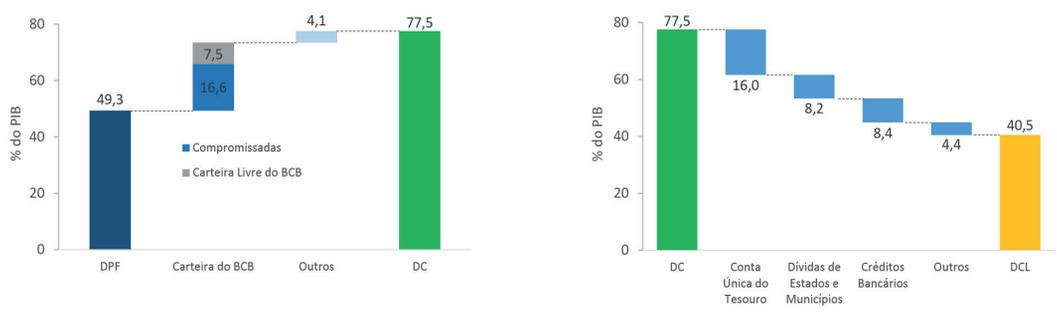


Fonte: Banco Central do Brasil (Nota de Política Fiscal – dez/16). Elaboração: Tesouro Nacional.

Outros indicadores relevantes de dívida são a Dívida Consolidada (DC) e a Dívida Consolidada Líquida (DCL), que são empregados geralmente para a definição de limites legais ao endividamento público. De fato, a Resolução do Senado Federal nº 40, de 2001, estabelece que a DC dos estados e a dos municípios não pode ultrapassar 2,0 vezes e 1,2 vez a Receita Corrente Líquida (RCL) desses entes, respectivamente. No caso da União, está em tramitação o Projeto de Resolução do Senado Federal n. 84, de 2007, que propõe limite tanto para a DC quanto para a DCL.

A DPF é a principal componente da DC (bruta) da União. Soma-se a esta parcela a carteira de títulos de responsabilidade do Tesouro detida pelo BCB, dentre outras obrigações que não integram a DPF. Já para a DCL há que se deduzir da estatística bruta os ativos do Governo Federal, incluindo aqueles junto ao BCB, com destaque para a Conta Única do Tesouro. Outros ativos relevantes<sup>29</sup> são os haveres financeiros (incluindo os empréstimos junto ao BNDES) e os créditos da União com os estados e municípios. Com essa composição, ilustrada na Figura 10, a DC e a DCL registraram 77,5% do PIB e 40,5% do PIB, respectivamente.

Figura 10 - Relação entre DPF e DC e entre DC e DCL



Fonte: Banco Central do Brasil (Nota de Política Fiscal – dez/16) e Tesouro Nacional (Relatório de Gestão Fiscal do Poder Executivo Federal - 3º Quadrimestre de 2016). Elaboração: Tesouro Nacional.

Note que no conceito de dívida consolidada (bruta e líquida) o BCB é um ente externo, que não entra na estatística. E esse fato tem implicações para a comparação desses indicadores com a DBGG e a DLSP, em função do tratamento conferido ao relacionamento entre Tesouro Nacional e BCB.

No caso dos indicadores brutos, a principal distinção está na inclusão dos títulos públicos detidos pelo BCB. Parte deles está alocada para lastros em operações compromissadas e a outra parte é conhecida como carteira livre do BCB. A DC, como vimos, incorpora toda a carteira do BCB na estatística, enquanto a DBGG inclui apenas o montante equivalente às compromissadas. Assim, exceto pelo montante da dívida dos estados e municípios, que integram o Governo Geral, a DC tende a ser sempre maior do que a DBGG. Para os indicadores de endividamento líquido, há distinção também na composição dos ativos, destacando-se que a DCL não inclui, por exemplo, as reservas internacionais entre os créditos da União.

<sup>29</sup> As Reservas Internacionais não fazem parte dos ativos considerados no cálculo da DCL.

O tratamento conferido aos títulos detidos pelo BCB no endividamento bruto é também uma distinção presente quando se comparam as estatísticas oficiais brasileiras e aquelas derivadas da metodologia do Fundo Monetário Internacional (FMI) para a DBGG. Esta última inclui a carteira integral de títulos do BCB. Ao fazer isso, assim como a DC, o indicador tende a superestimar o risco da dívida brasileira, pois o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o BCB tem regras próprias e não causa pressões sobre as necessidades de financiamento do Governo Federal.

Como vimos, há mais de uma maneira de definir e medir o que é a dívida pública. Os conceitos são complementares e a leitura de cada um deles pode ter implicações distintas para a formulação de políticas. Entendê-los é tarefa fundamental para a análise das finanças públicas do Brasil.

## GLOSSÁRIO

Complementando a explicação didática acima, este glossário reúne as definições formais dos indicadores de dívidas abordados.

### Dívida Pública Federal – DPF

A DPF corresponde à soma das dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal. A dívida interna é conhecida por Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e a externa por Dívida Pública Federal externa (DPFe).

A DPMFi é a dívida do Governo Federal sob a forma de títulos públicos, cujos fluxos de recebimentos e pagamentos são realizados em reais.

A DPFe é a dívida do Governo Federal, sob a forma de títulos e contratos, cujos fluxos de recebimentos e pagamentos são realizados em outras moedas que não o real. Como dito anteriormente, o Brasil adota o critério de moeda de denominação para separação entre dívida interna e externa.

### Dívida Bruta do Governo Geral – DBGG

A DBGG, indicador fiscal muito utilizado para efeitos de comparação internacional, abrange, em linhas gerais, o total das dívidas de responsabilidade dos governos federal (incluindo INSS), estaduais e municipais, junto ao setor privado (títulos públicos), ao setor financeiro, ao Banco Central e ao resto do mundo.

A DBGG considera, além dos títulos do financiamento mobiliário do Tesouro Nacional, as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, abrangendo, assim, toda a dívida mobiliária federal em mercado.

### DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

O conceito de setor público utilizado para calcular a DLSP é o de setor público não financeiro mais Banco Central. Considera-se como setor público não financeiro, para fins desse indicador, as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais. Incluem-se também no conceito de setor público não financeiro os fundos públicos que não possuem característica de intermediários financeiros, isto é, aqueles cuja fonte de recursos é constituída de contribuições fiscais.

A DLSP é o conceito mais amplo de dívida, pois refere-se ao total das obrigações do setor público descrito acima, deduzido dos seus ativos financeiros junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros, públicos e privados.

É importante mencionar que o conceito de dívida líquida usado no Brasil é diferente do usado em outros países por considerar os ativos e os passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dentre outros itens, as reservas internacionais (ativo) e a base monetária (passivo).

### Dívida Consolidada – DC

A dívida consolidada, também conhecida como dívida fundada, representa o montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses. A Lei Complementar n° 101, de 2001, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), também inclui no conceito de dívida consolidada as operações de crédito de prazo inferior a doze meses cujas receitas tenham constado do orçamento, e, na dívida consolidada da União, a dívida relativa à emissão de títulos, inclusive os do Banco Central do Brasil.

### Dívida Consolidada Líquida – DCL

A Dívida Consolidada Líquida (DCL) representa o montante da Dívida Consolidada (DC) deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros. O entendimento sobre a composição dos demais haveres financeiros engloba os valores a receber líquidos e certos (devidamente deduzidos das respectivas provisões para perdas prováveis reconhecidas nos balanços), como empréstimos e financiamentos concedidos.

Para efeito de apuração da Dívida Consolidada Líquida, não são considerados como haveres financeiros:

- a) os créditos tributários e não-tributários (exceto os empréstimos e financiamentos concedidos) reconhecidos segundo o princípio da competência, por meio de variações ativas;
- b) os valores inscritos em Dívida Ativa;
- c) outros valores que não representem créditos a receber, tais como Estoques e contas do Ativo Imobilizado;
- d) os adiantamentos concedidos a fornecedores de bens e serviços, a pessoal e a terceiros;
- e) depósitos restituíveis e valores vinculados;
- f) participações permanentes da unidade em outras entidades em forma de ações ou cotas.

