



# Plano Anual de Financiamento

Dívida Pública Federal

# 2016

# Plano Anual de Financiamento

Dívida Pública Federal:



Número 16

Brasília/2016

**MINISTRO DA FAZENDA**

Nelson Henrique Barbosa Filho

**SECRETÁRIO-EXECUTIVO**

Dyogo Henrique de Oliveira

**SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL**

Otavio Ladeira de Medeiros (Interino)

**SUBSECRETÁRIOS**

Antônio de Pádua Ferreira Passos (Substituto)

Gildenora Batista Dantas Milhomem

Líscio Fábio de Brasil Camargo

Fabiana Magalhães Almeida Rodopoulos (Substituta)

Paulo José dos Reis Souza

Priscilla Maria Santana

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

Antônio de Pádua Ferreira Passos (Substituto)

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

José Franco Medeiros de Moraes

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

Luiz Fernando Alves

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

Priscila de Souza Cavalcante de Castro (Substituta)

|                               |                                     |                                     |                          |
|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| Adriano Sodré de Moraes       | Giovana Leivas Craveiro             | Marcos Demian Pereira Magalhães     | Róger Araújo Castro      |
| André de Araujo Melo          | Guilherme Pinheiro De Deus          | Marcus Vinícius Socio Magalhães     | Rubens Rodrigues da Cruz |
| André Luiz Gonçalves Garcia   | Gustavo Matte Russomanno            | Mariana de Lourdes Moreira Lopes    | Sérgio Gesteira Costa    |
| André Proite                  | Gustavo Miguel Nogueira Fleury      | Mariana Padrão de Lamonica Freire   | Tatiana de Oliveira Mota |
| Artur Cleber Assunção do Vale | Keiti da Rocha Gomes                | Mauricio Dias Leister               | Tiago Sbardelotto        |
| Cecília De Souza Salviano     | Krisjanis Figueiroa Bakuzis         | Nucilene Lima de Freitas França     |                          |
| Daniel Mário Alves de Paula   | Leandro Puccini Secunho             | Orlando Cesar de Souza Lima         |                          |
| Edis Machado Canedo           | Lena Oliveira de Carvalho           | Paulo Moreira Marques               |                          |
| Eric Lisboa Coda Dias         | Leopoldo Araújo Rodrigues           | Pedro Ivo Ferreira de Souza Junior* |                          |
| Frederico Schettini Batista   | Marcelo Rocha Vitorino              | Petrônio de Oliveira Castanheira    |                          |
| Geraldo Teodoro F. Gonçalves  | Marcia Fernanda de Oliveira Tapajós | Ricardo Machado Miranda Filho       |                          |
| Gian Barbosa da Silva         | Márcia Paim Romera                  | Roberto Beier Lobarinhas            | * Coordenação Técnica    |

**Projeto Gráfico**

Helise Oliveira Gomes

Anna Luiza da Silveira Corrêa

**Diagramação**

Gráfica Movimento

*Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2016. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2016, número 16.*

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@fazenda.gov.br](mailto:stndivida@fazenda.gov.br)Home Page: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br>

*Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2016 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 2016</b>   | <b>11</b> |
| 2.1 Cenários   | 11        |
| 2.2 Necessidade de Financiamento                         | 12        |
| <b>3. Estratégia de Financiamento</b>                    | <b>19</b> |
| 3.1 Dívida Interna                                       | 19        |
| Títulos Prefixados                                       | 22        |
| Títulos Remunerados por Índices de Preços                | 22        |
| Títulos Remunerados por Taxas Flutuantes                 | 23        |
| Demais Atuações no Mercado Doméstico                     | 23        |
| 3.2 Dívida Externa                                       | 24        |
| <b>4. Resultados Esperados</b>                           | <b>27</b> |
| Estoque da DPF   | 28        |
| Composição da DPF  | 28        |
| Estrutura de Vencimentos da DPF                          | 29        |
| <b>5. Perspectivas de Médio e Longo Prazo para a DPF</b> | <b>31</b> |
| 5.1 A DPF no Longo Prazo – Composição Ótima              | 31        |
| 5.2 Evolução Histórica e Monitoramento de Riscos         | 32        |
| Risco de Mercado   | 32        |
| Risco de Refinanciamento                                 | 34        |
| 5.3 Indicativos para a DPF no Médio Prazo                | 36        |
| <b>6. Considerações Finais</b>                           | <b>42</b> |

# Listas de Quadros e Figuras

## Lista de Figuras

|   |    |
|---|----|
| Figura 1 - Vencimentos da DPMFi em 2016.....  | 13 |
| Figura 2 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional.....                        | 16 |
| Figura 3 - Estoque de Títulos da DPFe e Curva de Juros Externa .....                    | 25 |
| Figura 4 - Prazo Médio e Vida Média da DPF.....   | 30 |
| Figura 5 - Composição por Indexadores da DPF.....                                       | 33 |
| Figura 6 - Risco de Repactuação.....  | 34 |
| Figura 7 - Estrutura de Vencimentos da DPF .....  | 35 |
| Figura 8 - DPF Vincendo em 12 Meses .....   | 36 |
| Figura 9 - Composição da DPF no médio prazo .....                                       | 38 |
| Figura 10 - Histórico e projeções para os vencimentos de dívida flutuante .....         | 39 |
| Figura 11 - Teste de estresse: Impacto de Choques de Selic e Câmbio no Estoque da DPF.. | 40 |
| Figura 12 - Indicadores da Estrutura de Vencimentos da DPF no Médio Prazo.....          | 41 |

## Lista de Quadros

|  |    |
|--|----|
| Quadro 1 - Composição dos Vencimentos da DPF .....   | 12 |
| Quadro 2 - Fontes Orçamentárias.....   | 15 |
| Quadro 3 - Perspectiva de Emissão Decorrente de Dívidas em Processo<br>de Reconhecimento ..... | 16 |
| Quadro 4 - Leilões da Dívida Interna em 2016.....  | 21 |
| Quadro 5 - Limites de Referência para a Dívida Pública Federal em 2016.....                    | 27 |
| Quadro 6 - Intervalos Indicativos da Composição Ótima no Longo Prazo .....                     | 31 |

## Mensagem do Ministro da Fazenda

O ano de 2015 se apresentou como de transição, ao longo do qual foi conduzido um processo de realinhamento para diversas questões macroeconômicas, em especial a fiscal. Apesar da frustração com o nível de atividade, influenciado por fatores conjunturais, sólidas bases estão sendo firmadas para a retomada do crescimento econômico sustentável, guiada pelo retorno do investimento e da produtividade.

Para que se compatibilize a capacidade arrecadatória do Estado frente às demandas legítimas da sociedade, deve ser realizada uma contínua reavaliação por parte do gestor público quanto à estrutura e à qualidade da despesa pública. Ao sinalizarmos uma trajetória de endividamento público sustentável, por meio de resultados fiscais perenes, devolveremos aos agentes econômicos a previsibilidade e a confiança necessárias para o retorno dos investimentos privados, vetor principal de dinamização da economia brasileira.

Para o ano de 2016, reafirmamos nosso compromisso com a solidez fiscal, que assume caráter permanente no compromisso do governo com a sociedade brasileira. Paralelamente aos ajustes conduzidos em âmbito macroeconômico, pretendemos coordenar ao longo de todo o ano, em parceria com o Congresso Nacional, uma pauta legislativa de reformas que darão fôlego à atividade nos exercícios seguintes, por meio de melhorias no ambiente de negócios e no crédito, acrescentando substância ao crescimento potencial de médio e longo prazos.

Ainda sobre o lado da expansão da oferta, conduziremos a agenda de concessões de serviços de infraestrutura, consubstanciada na forma do Programa de Investimento em Logística (PIL), com potencial de destravar nós logísticos e baratear os produtos produzidos internamente. Tal programa, que terá parte relevante a ser executada em 2016, contará com a adesão de diversas empresas, nacionais e estrangeiras, o que, dado o caráter de longa maturação dos projetos envolvidos, é mais um sinal da confiança depositada na capacidade de o País superar os desafios transitórios.

O ambiente externo tem se apresentado bastante desafiador, com as mudanças na política monetária norte-americana, e uma desaceleração mais brusca do que a inicialmente prevista em países emergentes, notadamente na China. Entretanto, o realinhamento cambial do período permitiu ao País reduzir substancialmente o seu déficit em conta corrente, sendo este agora totalmente financiado pela entrada de Investimentos Externos Diretos. Adicionalmente, o montante robusto de reservas

internacionais permite ao País atravessar eventuais turbulências no mercado internacional sem crises no balanço de pagamentos, distintamente do que ocorria com a economia em décadas passadas.

Em consonância com o esforço de equilíbrio fiscal e macroeconômico do País, damos ênfase à divulgação da décima sexta edição do Plano Anual de Financiamento (PAF 2016). Esse documento, ao dispor sobre objetivos, diretrizes, estratégias e metas a serem cumpridas na gestão da Dívida Pública Federal (DPF), é essencial como canal de comunicação entre o Tesouro Nacional e a sociedade, auxiliando no provimento de transparência e previsibilidade às ações da Secretaria do Tesouro Nacional, como gestor da Dívida Pública Federal.

*Nelson Henrique Barbosa Filho*

**MINISTRO DA FAZENDA**

# Mensagem do Secretário do Tesouro Nacional

Como ressaltado pelo Ministro da Fazenda, 2016 será um ano em que continuaremos trabalhando para adotar medidas que permitam a normalização da situação macroeconômica. Mas também é um ano em que já será possível observarmos os resultados de políticas implantadas. Em especial quanto à gestão da política fiscal, reafirmamos o compromisso com a estabilização do endividamento público no médio prazo. A décima sexta edição do Plano Anual de Financiamento (PAF 2016) é apresentada nesse contexto de consolidação fiscal e de avanços institucionais que permitem ao Tesouro Nacional agir com maior transparência. Em tal conjuntura, é ainda mais importante a correta sinalização aos agentes acerca das ações executadas no contexto da gestão da Dívida Pública Federal.

O PAF é o documento que transmite à sociedade e aos agentes de mercado os rumos a serem adotados na condução da DPF. Nele constam os objetivos e as diretrizes da gestão da dívida, bem como as estratégias e metas específicas para o ano a que se refere. Dessa forma, procuramos sempre suprir as necessidades de financiamento do governo federal ao menor custo possível, respeitados níveis prudentes de exposição ao risco.

Em decorrência desses preceitos, conduzimos um longo processo de aperfeiçoamento do perfil da DPF ao longo da última década, com alongamento do prazo médio de emissão e de vencimento, diminuição da participação de títulos a taxas flutuantes e indexados ao câmbio e diversificação da base de investidores. Em momentos de turbulência, optamos por recuos estratégicos na evolução de alguns desses indicadores, até mesmo para evitar que se ratifique custos excessivos para o Tesouro Nacional. Entretanto, reiteramos o comprometimento com o alcance da estrutura de dívida ótima desejada para o longo prazo.

No tocante à estratégia de emissão de títulos da dívida interna, manteremos para o exercício de 2016 a estrutura de vencimentos utilizada em 2015. Isso envolve a oferta de LTNs com prazo de até 4 anos e de NTN-F com vencimento em 2023 e 2027. Para a NTN-B, de modo a garantir liquidez nos vértices já emitidos, será mantida a oferta desses títulos com vencimento em 2035 e 2055. Destacamos a importante redução do percentual da DPF vencendo no curto prazo, para percentuais abaixo de 20% do seu estoque, bem como o aumento de participação da parcela flutuante na dívida, este principalmente em função do baixo vencimento de LFT ao longo do atual exercício.

Quanto à dívida externa, a estratégia de emissão possui caráter qualitativo, servindo de referência para a construção da estrutura a termo da taxa de juros para os diversos agentes brasileiros que desejam acessar o mercado internacional de títulos. Tal estratégia só é possível pela compra antecipada de dólares pelo Tesouro Nacional, o que permite flexibilidade para acessar o mercado internacional apenas em momentos convenientes.

Concluimos ressaltando a importância da divulgação desse documento, instrumento de planejamento e transparência da gestão da dívida pública, o que proporciona, pela interface do gestor da dívida com a sociedade, aperfeiçoamento contínuo nos processos de gestão da DPF.

*Otávio Ladeira De Medeiros*

**SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL INTERINO**

# 1. Introdução

O Plano Anual de Financiamento (PAF) tem a finalidade de expor objetivos, diretrizes, estratégias e perspectivas da gestão da Dívida Pública Federal (DPF), nela incluídas as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal<sup>1</sup>. Em sua 16ª edição, este documento já se consolidou como instrumento de planejamento e canal de comunicação entre o Tesouro Nacional e a sociedade, auxiliando no provimento de transparência e previsibilidade às ações do gestor da dívida pública.

O **objetivo da gestão da Dívida Pública Federal** é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo 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.

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

- » Substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados por índices de preços;
- » Consolidação 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;
- » 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

<sup>1</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.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>. Explicação mais detalhada pode ser encontrada também no Box “Estatísticas da carteira de títulos do Banco Central”.

» 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 do PAF, o Tesouro Nacional observará as condições de mercado a cada instante. Assim, em momentos mais adversos, a estratégia de emissão poderá sofrer alterações 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 2016 apresenta mais cinco seções. Na seção 2, são brevemente descritos os cenários utilizados como referência e as informações relativas à necessidade de financiamento do governo federal para este ano. Posteriormente, apresenta-se na seção 3, a estratégia de financiamento e atuação do Tesouro Nacional na gestão da DPF em 2016. A seção 4, por sua vez, aborda os resultados esperados para os principais indicadores da DPF ao final deste ano, sob a forma de limites de referência. Já as perspectivas para a DPF no médio e no longo prazos, bem como as análises de riscos adjacentes, formam o tema da seção 5. Por fim, são apresentadas considerações finais na seção 6.

## 2. Cenários e Necessidade de Financiamento 2016

### 2.1 Cenários

A formulação da estratégia de financiamento para 2016 incorpora múltiplas possibilidades de emissão elaboradas a partir da análise de cenários econômicos alternativos, que sugerem os limites de referência superiores e inferiores para os indicadores da DPF. Diferentes hipóteses para a evolução das economias doméstica e externa também foram consideradas.

Os cenários construídos consideram, no ambiente externo, a hipótese de continuidade do crescimento da economia norte-americana, num contexto de normalização gradual da política monetária; recuperação lenta e heterogênea das economias da Zona do Euro com a continuidade das políticas de estímulo (*Quantitative Easing*) e desaceleração da economia chinesa, mas ainda em ritmo robusto e sustentável. O maior risco a este cenário envolve uma redução mais forte no ritmo de crescimento da China (*“hard-landing”*), que traria um desempenho ainda mais fraco para economias emergentes.

O cenário básico, ao qual atribuímos maior probabilidade, se aproxima das expectativas de mercado para 2016, sendo que suas premissas consideram ausência de choques externos ou domésticos significativos. O cenário doméstico básico apoia-se fundamentalmente no ajuste fiscal já em curso, visto como âncora necessária para a retomada do crescimento econômico, bem como para a convergência da trajetória da inflação à meta oficial. Esse cenário considera desvalorização da taxa de câmbio, em resposta à descompressão dos preços das *commodities* no mercado internacional e fortalecimento do dólar frente às demais moedas. Tal cenário inclui ainda a continuidade das condições favoráveis de financiamento do balanço de pagamentos.

Cenários alternativos, por sua vez, giram em torno da aprovação ou não das medidas necessárias ao ajuste fiscal, o que impactaria tanto os níveis de atividade doméstica quanto a flutuação da taxa de câmbio. Finalmente, não são incluídos cenários com fortes choques ou situações de estresse dentre aqueles que servem de base para a definição dos limites resultantes deste plano de financiamento.

## 2.2 Necessidade de Financiamento

O insumo principal para se definir a estratégia de emissão por parte do Tesouro Nacional é a apuração da necessidade bruta de financiamento da DPF, que consiste no fluxo de vencimentos da dívida do Governo Federal junto ao mercado, projetado para todo o exercício financeiro. Em 2016, tais montantes se subdividem em R\$ 613,2 bilhões para a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) e R\$ 16,1 bilhões relativos à Dívida Pública Federal Externa (DPFe), totalizando R\$ 629,4 bilhões no ano. A maturação, por tipo de título, pode ser visualizada no Quadro 1 abaixo.

Quadro 1 - Composição dos Vencimentos da DPF

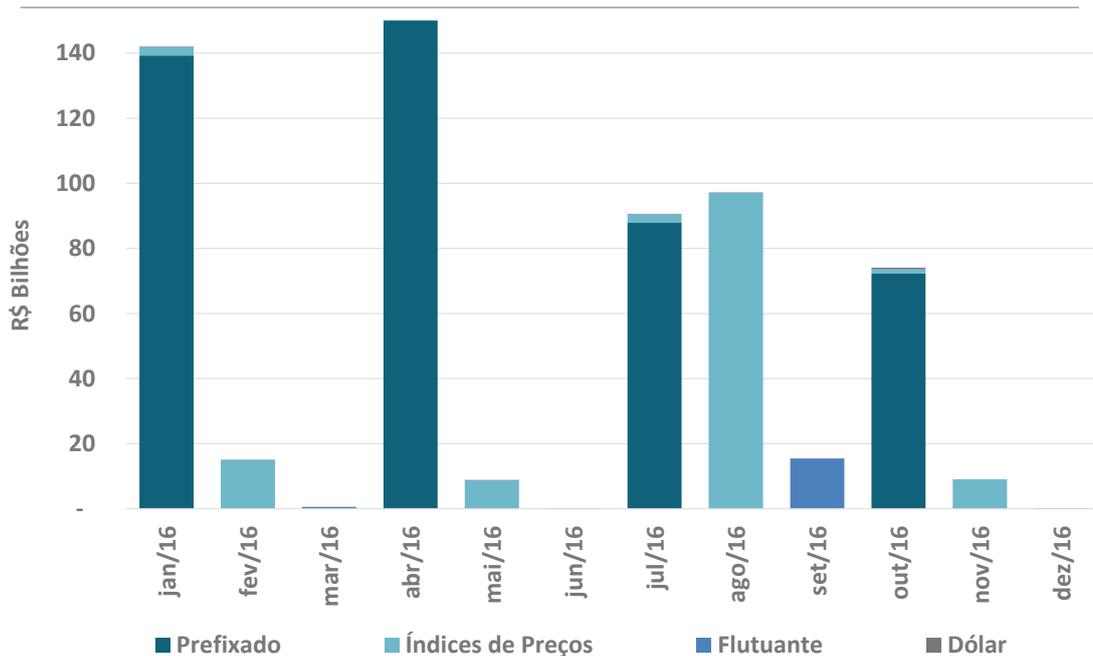
|                          | Valor Financeiro (R\$ bilhões) |              |              | Vencimentos Totais |              |
|--------------------------|--------------------------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|
|                          | Principal                      | Juros        | Total        | % da DPMFi ou DPFe | % da DPF     |
| <b>DPF</b>               | <b>505,3</b>                   | <b>124,1</b> | <b>629,4</b> |                    | <b>100,0</b> |
| <b>DPMFi</b>             | <b>498,6</b>                   | <b>114,6</b> | <b>613,2</b> | <b>100,0</b>       | <b>97,4</b>  |
| LFT                      | 12,4                           | 3,3          | 15,7         | 2,6                | 2,5          |
| LTN                      | 399,3                          | 26,3         | 425,6        | 69,4               | 67,6         |
| NTN-B                    | 83,7                           | 45,7         | 129,4        | 21,1               | 20,6         |
| NTN-C                    | -                              | 6,8          | 6,8          | 1,1                | 1,1          |
| NTN-F                    | -                              | 32,1         | 32,1         | 5,2                | 5,1          |
| Outros                   | 3,1                            | 0,5          | 3,6          | 0,6                | 0,6          |
| <b>DPFe</b>              | <b>6,6</b>                     | <b>9,5</b>   | <b>16,1</b>  | <b>100,0</b>       | <b>2,6</b>   |
| <b>Dívida Mobiliária</b> | <b>3,0</b>                     | <b>8,7</b>   | <b>11,7</b>  | <b>72,4</b>        | <b>1,9</b>   |
| Real                     | 2,9                            | 1,2          | 4,1          | 25,2               | 0,6          |
| Dólar                    | 0,1                            | 7,2          | 7,3          | 45,5               | 1,2          |
| Euro                     | -                              | 0,3          | 0,3          | 1,7                | 0,0          |
| <b>Dívida Contratual</b> | <b>3,7</b>                     | <b>0,8</b>   | <b>4,5</b>   | <b>27,6</b>        | <b>0,7</b>   |

Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2015.

A maturação da DPMFi ao longo do ano é estimada em R\$ 498,6 bilhões de principal e R\$ 114,6 bilhões em juros<sup>2</sup>. Os títulos prefixados respondem pela maior parte dos pagamentos previstos para o ano, equivalente a 74,6% do total, concentrados sempre no primeiro dia útil de cada trimestre, especialmente em janeiro e abril. Por sua vez, os títulos remunerados por índices de preços correspondem a 22,2% do total, vencendo majoritariamente em agosto, quando se amortiza o principal da NTN-B de 15/08/2016. Embora janeiro e abril apresentem os maiores fluxos do ano, a distribuição dos vencimentos encontra-se relativamente equilibrada nos dois semestres do ano, com 53% deles nos primeiros seis meses de 2016.

<sup>2</sup> O principal divulgado corresponde ao valor dos títulos na emissão acrescido de correção monetária, conforme estabelecido na LRF (Art. 5º, § 3º) e na LDO de 2016 (Art. 68º).

Figura 1 - Vencimentos da DPMFi em 2016



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2015.

Para se antecipar aos períodos de maior concentração de vencimentos e reduzir seu risco de refinanciamento, o Tesouro Nacional mantém um “colchão de liquidez”, que corresponde a uma reserva de recursos orçamentários depositados em reais na Conta Única, disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF. Esse caixa equivale a pelo menos três meses do serviço desta dívida em mercado (atualmente em torno de seis meses), o que corresponde a uma situação confortável para a gestão da dívida, considerando-se sua atual estrutura de vencimentos. Deste modo, em condições adversas, o Governo é capaz de se manter por um período correspondente ao permitido pelo colchão sem a necessidade de captar recursos para refinarçar a DPF<sup>3</sup>.

Por fim, ressalta-se que este indicador deve ser tomado como conservador, uma vez que o Tesouro Nacional pode, em situações mais extremas, dispor também de outros recursos depositados na Conta Única para honrar os vencimentos da DPF, ainda que estes não sejam destinados exclusivamente para pagamentos da dívida<sup>4</sup>.

Quanto à DPFe, estimam-se vencimentos de R\$ 11,7 bilhões (US\$ 2,9 bilhões) referentes à dívida mobiliária e R\$ 4,5 bilhões (US\$ 1,1 bilhão) à dívida contratual. Importa ressaltar que, no caso da mobiliária, a maior parte dos pagamentos previstos

<sup>3</sup> Contudo, o pagamento dos vencimentos da DPF com o colchão da dívida afetaria a liquidez bancária, o que obrigaria o Banco Central a fazer operações compromissadas. Ou seja, haveria redução da DPF, mas o efeito seria nulo na dívida bruta do governo geral. Assim, a utilização desses recursos é reservada a situações adversas de mercado, em contextos tais que a busca pelo refinanciamento dos vencimentos da DPF traz volatilidade adicional ao mercado doméstico.

<sup>4</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.*

corresponderá a juros. Essa é uma consequência dos resgates antecipados de títulos da dívida externa situados na ponta curta da estrutura a termo de taxas de juros, política que tem caracterizado a atuação do Tesouro Nacional nos últimos anos. Vale mencionar ainda que, para honrar o serviço futuro da DPFe, o Tesouro já possui dólares<sup>5</sup> em montante suficiente para cobertura dos fluxos de principal e juros a vencerem em 2016.

Dos fluxos de pagamentos da DPFe previstos para 2016, 25,2% têm custo em Real. Ou seja, tratam-se de títulos que não embutem risco cambial para o país. Destaque-se o vencimento do Global BRL em 05/01/2016. Trata-se do primeiro título emitido pela República no exterior com remuneração indexada ao Real, originalmente com o prazo de aproximadamente 10 anos<sup>6</sup>.

Para determinação da necessidade bruta de financiamento, 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>7</sup>. Dessa forma, estima-se a necessidade bruta de financiamento em R\$ 698,2 bilhões, resultado da soma de R\$ 629,4 bilhões de vencimento da DPF em mercado com R\$ 68,8 bilhões de encargos ao Banco Central.

Para honrar parte da maturação prevista, o Tesouro Nacional conta com recursos orçamentários alocados para pagamento da DPF no valor de R\$ 108,5 bilhões<sup>8</sup>, conforme discriminados no Quadro 2 abaixo<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> O Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução nº 3.911, de 05/10/2010, permite que o Tesouro Nacional realize a compra antecipada de dólares para o pagamento de suas obrigações externas com liquidação em um prazo de até 1500 dias.

<sup>6</sup> O lançamento do título ocorreu em 19/09/2005 e sua emissão se deu em 26/09/2005.

<sup>7</sup> Os encargos dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, 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, devendo ser pagos com recursos orçamentários oriundos de outras fontes, inclusive da emissão de títulos em mercado.

<sup>8</sup> Os recursos orçamentários destinados ao pagamento da dívida de responsabilidade do Tesouro Nacional não se confundem com o montante de superávit primário previsto na LOA, apesar de naturalmente correlacionado. Há uma série de fontes orçamentárias de natureza primária e, também, receitas financeiras que se destinam ao pagamento do fluxo da DPF durante o exercício.

<sup>9</sup> Os valores apresentados na Quadro 02 não incluem os recursos que têm as emissões de títulos como origem (Fonte Orçamentárias 143 e 144), 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 do colchão da dívida.

Quadro 2 - Fontes Orçamentárias

| FUNTE ORÇAMENTÁRIA           |  | Total (R\$ milhões) |
|------------------------------|--|---------------------|
| 129                          | Concessões e Permissões  | 4.000               |
| 159                          | Operações Oficiais de Crédito -Retorno do Refinanciamento de Dívidas de Médio e Longo Prazos | 27.634              |
| 163                          | Reforma Patrimonial - Privatizações  | 26.263              |
| 173                          | Operações Oficiais de Crédito -Retorno de Operações de Crédito - Estados e Municípios        | 37.793              |
| 197                          | Dividendos da União  | 12.221              |
| -                            | Demais   | 540                 |
| <b>Subtotal</b>              |  | <b>108.451</b>      |
| 152                          | Resultado do Banco Central   | 152.460             |
| <b>Total (com Fonte 152)</b> |  | <b>260.910</b>      |

Fonte: LOA 2016 e Banco Central. Valores estimados; posição em 31/12/2015. As demais fontes incluem os valores das Fontes 100, 162, 171, 187, 188 e 900 que foram direcionadas para o pagamento de despesas orçamentárias no âmbito da DPF.

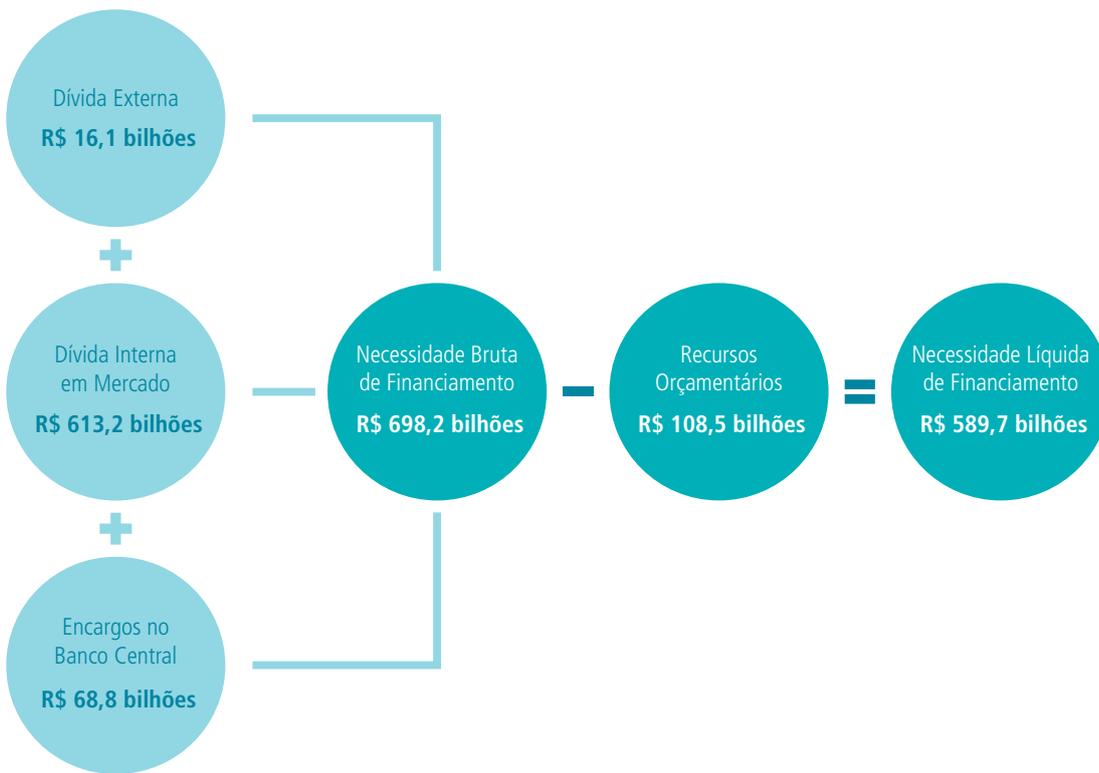
No conjunto de fontes orçamentárias apresentado há previsão de receitas associadas com o resultado positivo do balanço patrimonial do Banco Central<sup>10</sup>(fonte 152), no valor de R\$ 152,5 bilhões, que, se confirmada, reduzirá a necessidade líquida de financiamento nesse montante. A razão para tratar essa fonte em separado 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 dependerá da aprovação do Balanço da Autoridade Monetária pelo Conselho Monetário Nacional<sup>11</sup>.

Portanto, dada a necessidade bruta de financiamento em R\$ 698,2 bilhões, abatem-se desse total os recursos orçamentários previstos para o pagamento da dívida (exceto a fonte 152), no valor de R\$ 108,5 bilhões, e, assim, estima-se a necessidade líquida de financiamento em R\$ 589,7 bilhões, conforme a Figura 2 abaixo.

<sup>10</sup> O artigo 7º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 estabelece que tal resultado constitui receita do Tesouro Nacional.

<sup>11</sup> 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.

Figura 2 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2015.

Esse valor da necessidade de financiamento não contempla a possibilidade de emissões diretas para a liquidação de débitos decorrentes do processo de reconhecimento de passivos contingentes, notoriamente o FCVS<sup>12</sup>. O Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias 2016 traz em seu Anexo de Riscos Fiscais o montante de R\$ 15,5 bilhões passíveis de realização, que não são considerados na Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional por conta do grau de incerteza relacionado ao momento exato do reconhecimento destas dívidas.

Quadro 3 - Perspectiva de Emissão Decorrente de Dívidas em Processo de Reconhecimento

| Origem da Dívida                                   | (R\$ milhões)   |
|--|-----------------|
| 1 - Extinção de entidades e órgãos da Adm. Pública | 1.000,0         |
| 2 - Dívidas Diretas da União                       | 2.000,0         |
| 3 - Fundo de Compensação de Variações Salariais    | 12.500,0        |
| <b>Total</b>                                       | <b>15.500,0</b> |

Fonte: Anexo de Riscos Fiscais (LDO 2016). Valores estimados; posição em 31/12/2015.

<sup>12</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.

## Estatísticas da carteira de títulos do Banco Central

Além da Dívida Pública Federal 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 2015, o estoque de títulos detido pelo BCB era de R\$ 1,29 trilhão, equivalente a 22% do PIB, compondo-se de instrumentos com taxas prefixadas (49,5%), remunerados por índices de preços (33,9%) e com taxas de juros flutuantes (16,6%).

Estatísticas para a DPMFi em Poder do Banco Central e do Mercado

| Indicadores                     | DPMFi - Carteira BC | DPMFi - Em mercado |
|---------------------------------|---------------------|--------------------|
| <b>Estoque (R\$ bilhões)</b>    |                     |                    |
| DPMFi                           | 1.286,5             | 2.650,2            |
| <b>Composição (%)</b>           |                     |                    |
| Prefixados                      | 49,5                | 41,0               |
| Índices de Preços               | 33,9                | 34,3               |
| Taxa Flutuante                  | 16,6                | 24,0               |
| Câmbio                          | 0,0                 | 0,7                |
| <b>Estrutura de vencimentos</b> |                     |                    |
| % Vencendo em 12 meses          | 22,1                | 22,2               |
| Prazo Médio (anos)              | 4,4                 | 4,4                |

Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2015.

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 2016 de principal e encargos dos títulos no BCB são de R\$ 226,4 bilhões e R\$ 68,8 bilhões (posição em 31/12/2015).

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 com o objetivo de cobrir resultados negativos no balanço patrimonial do BCB, conforme previsto no artigo 7 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 Dívida Pública Federal 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\*.

\* <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>

## 3. Estratégia de Financiamento

O arcabouço de planejamento estratégico da DPF está estruturado em três etapas. Na primeira discute-se qual é o perfil desejado para a dívida no longo prazo (*benchmark*)<sup>13</sup>. A seguir, há que se atentar para o horizonte de médio prazo e avaliar as oportunidades, as restrições e os desafios para se alcançar a estrutura almejada de dívida<sup>14</sup>. O principal debate, nesse caso, diz respeito à velocidade do processo de convergência para o *benchmark*. Por último, define-se a estratégia de curto prazo (um ano) que constitui exatamente o objeto deste PAF.

Em cada momento, são observadas as condições de mercado para a colocação de tais títulos para escolher dentre as alternativas mais apropriadas. Em contextos de maior volatilidade e aperto das condições monetárias podem existir *trade-offs* que impeçam o Tesouro Nacional de avançar simultaneamente em todas as diretrizes e dimensões da referência de longo prazo. Entretanto, em um horizonte temporal mais amplo espera-se caminhar rumo ao balanço de custos e riscos apontado pelo *benchmark*.

Nesse sentido, a elaboração do PAF leva em conta o objetivo e as diretrizes da DPF, os cenários macroeconômicos, a estimativa de necessidade de financiamento do Governo Federal e diferentes estratégias de emissão dos títulos da dívida pública.

### 3.1 Dívida Interna

No conjunto de títulos públicos a serem colocados por meio dos leilões da dívida interna em 2016 estão as LTN<sup>15</sup> e as NTN-F<sup>16</sup>, que são instrumentos com remuneração prefixada, têm elevada liquidez e são importantes para o processo de desindexação

<sup>13</sup> O atual portfólio *benchmark* será apresentado na seção 5.1.

<sup>14</sup> Indicativos do planejamento de médio prazo da DPF serão apresentados na seção 5.3.

<sup>15</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 apenas uma vez, 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.

<sup>16</sup> 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.

da dívida às taxas de juros de um dia. O Tesouro também conta com as NTN-B<sup>17</sup>, que são papéis remunerados pelo 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<sup>18</sup> são títulos com remuneração flutuante 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.

Antes de detalhar a estratégia para cada grupo de títulos, no Quadro 4 a seguir, é apresentado um resumo com a periodicidade dos principais títulos previstos para os leilões da dívida interna em 2016. Ao elaborar a estratégia de financiamento, a gestão da DPF busca distribuir os vencimentos em vértices predeterminados, de modo a proporcionar liquidez adequada aos títulos emitidos.

---

<sup>17</sup> 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 2015). Sua rentabilidade é composta por uma taxa pactuada no momento da compra, acrescida da variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA: índice de inflação oficial do governo brasileiro, calculado pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística).

<sup>18</sup> As LFT ou Letras Financeira do Tesouro são títulos com fluxo de pagamento simples, cuja remuneração flutuante 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.

**Frequência dos leilões da DPMFi a serem realizados pelo Tesouro Nacional em 2015**

| Título | Tradicional   |                      | Troca         |                     | Resgate antecipado |                     |
|--------|---------------|----------------------|---------------|---------------------|--------------------|---------------------|
|        | Periodicidade | Critério de Seleção* | Periodicidade | Critério de Seleção | Periodicidade      | Critério de Seleção |
| LTN    | Semanal       | Melhor Preço         | Anual         | Melhor Preço        | Trimestral         | Melhor Preço        |
| NTN-F  | Quinzenal     | Melhor Preço         |               |                     |                    |                     |
| LFT    | Quinzenal     | Melhor Preço         |               |                     |                    |                     |
| NTN-B  | Quinzenal     | Uniforme             | Mensal        | 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 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 2016:

| 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<br>6, 12, 24 e 48 meses<br>(4 vértices)  | Out/2016 e<br>Abr/2017<br>Abr/2017<br>e Out/2017<br>Abr/2018<br>e Out/2018<br>Jan/2020 e<br>Jul/2020 |
| NTN-F  | Prefixado  | 10% ao ano, pagos<br>semestralmente   | Longo Prazo<br>6 e 10 anos<br>(2 vértices)                   | Jan/ 2023<br>Jan/ 2027   |
| LFT    | Taxa Selic | Não há (os juros são pagos no<br>vencimento de acordo com a<br>variação do indexador) | 6 anos<br>(1 vértice)  | Mar/ 2022<br>Set/ 2022   |
| NTN-B  | IPCA       | 6% ao ano, pagos<br>semestralmente  | Grupo I – Curto e Médio Prazo<br>5 e 10 anos<br>(2 vértices) | Mai/ 2021<br>Ago/ 2026   |
|        |            |   | Grupo II – Longo Prazo<br>20 e 40 anos<br>(2 vértices)       | Mai/ 2035<br>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 2016 em:

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

Excepcionalmente, poderá haver leilões de títulos off-the-run (títulos não mais emitidos pelo Tesouro), desde que em linha com as diretrizes da administração da dívida pública.

Além dos leilões apresentados no Quadro 4, o Tesouro Nacional poderá realizar, a depender das condições de mercado, leilões extraordinários, incluindo leilões de recompra em momentos de maior volatilidade.

Em 2016, o Tesouro Nacional continuará a divulgar 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 2016, anexo a este documento, apresenta as datas de cada leilão e os títulos a serem ofertados com suas respectivas datas de vencimento<sup>19</sup>.

## Títulos Prefixados

Em 2016, 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 no início de cada trimestre, ao passo que as NTN-F terão vencimento apenas no mês de janeiro, proporcionando assim liquidez adequada em cada vértice.

A NTN-F com referência de 10 anos terá nova data de vencimento, janeiro de 2027. No intuito de contribuir para o incremento da liquidez do novo vértice nas primeiras ofertas do título, o Tesouro Nacional realizará leilão de troca de NTN-F, permitindo a permuta das NTN-F com prazos mais curtos pelo novo prazo de referência.

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 Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, continuarão ocorrendo quinzenalmente e serão organizadas em dois grupos, de acordo com o prazo dos títulos. O Grupo I será composto de dois títulos com prazos de 5 e 10 anos e o Grupo II contemplará dois vértices com prazos mais longos, de 20 e 40 anos.

As NTN-B do Grupo I terão novas datas de vencimentos, em maio de 2021 e agosto de 2026. Essa combinação de maturação com um ano par e um ímpar fornece a seus detentores um fluxo de caixa trimestral, que é adequado, principalmente, a gestores de passivos de longo prazo, tendo em vista que o vencimento no mês de maio permite pagamentos de cupom em maio e novembro, enquanto aquele no mês de agosto propicia cupons em fevereiro e agosto.

Adicionalmente, de forma a assegurar liquidez aos detentores das NTN-B, serão mantidos os leilões de troca, realizados com frequência mensal, bem como os leilões

<sup>19</sup> Divulgado no endereço eletrônico: <http://www.tesouro.gov.br/web/stn/resultados-dos-leiloes>.

de resgate antecipado das NTN-B de longo prazo, que passarão a ter periodicidade trimestral.

## Títulos Remunerados por Taxas Flutuantes

Em 2016, os títulos remunerados pela taxa Selic – LFT serão ofertados com periodicidade quinzenal e com vencimento nos meses de março e setembro de 2022. 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.

A estratégia de emissão para as LFT prevê significativa emissão líquida<sup>20</sup> ao longo de 2016, tendo em vista a reduzida maturação do referido título no período. Resulta daí, como veremos mais à frente, a expectativa de elevação da parcela do indexador flutuante na composição da DPF no presente ano.

## Demais Atuações no Mercado Doméstico

O Tesouro Nacional dará continuidade ao processo de interlocução com os diversos segmentos representativos do mercado financeiro, com o objetivo de diversificar e ampliar a base de investidores, contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais, elevar a liquidez do mercado secundário de títulos públicos e assegurar a transparência de suas atuações.

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.

Nesse sentido, em 2016, o Tesouro Nacional incentivará a criação de novos veículos de investimento associados a índices de renda fixa, especialmente os Fundos de Índice de Renda Fixa (*Exchange Traded Funds - ETF*)<sup>21</sup>, vislumbrando oportunidades de evolução do mercado secundário de títulos públicos e de sua base de investidores.

Além disso, visando contribuir para o desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro, o Tesouro Nacional mantém seu apoio a ações que busquem consolidar o mercado de debêntures como importante fonte de financiamento para investimentos públicos e privados, 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.

<sup>20</sup> As emissões líquidas correspondem às emissões menos os vencimentos da dívida ou título público em determinado período.

<sup>21</sup> A Lei 13.043, de 13 de novembro de 2014 disciplina o tema citado.

## 3.2 Dívida Externa

Além das diretrizes gerais da DPF, a estratégia para a DPFe apresentará ainda as seguintes diretrizes específicas:

- » Criação e aperfeiçoamento de pontos de referência (*benchmarks*) na estrutura a termo de taxa de juros;
- » Manutenção do programa de resgate antecipado de títulos (*buyback*);
- » Possibilidade de realização de operações de gerenciamento do passivo externo, com o objetivo de aumentar a eficiência da curva de juros externa;
- » 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.

Em 2016, o Tesouro Nacional manterá a política de aperfeiçoamento da curva de juros externa, por meio de emissões dos títulos considerados pontos de referência (*benchmark*) e resgate antecipado de títulos, buscando maior eficiência da estrutura a termo da taxa de juros. A estratégia conjunta de manutenção de *benchmarks* robustos e bem precificados, aliada à recompra de títulos, minimiza eventuais distorções na curva de juros e aumenta a sua eficiência.

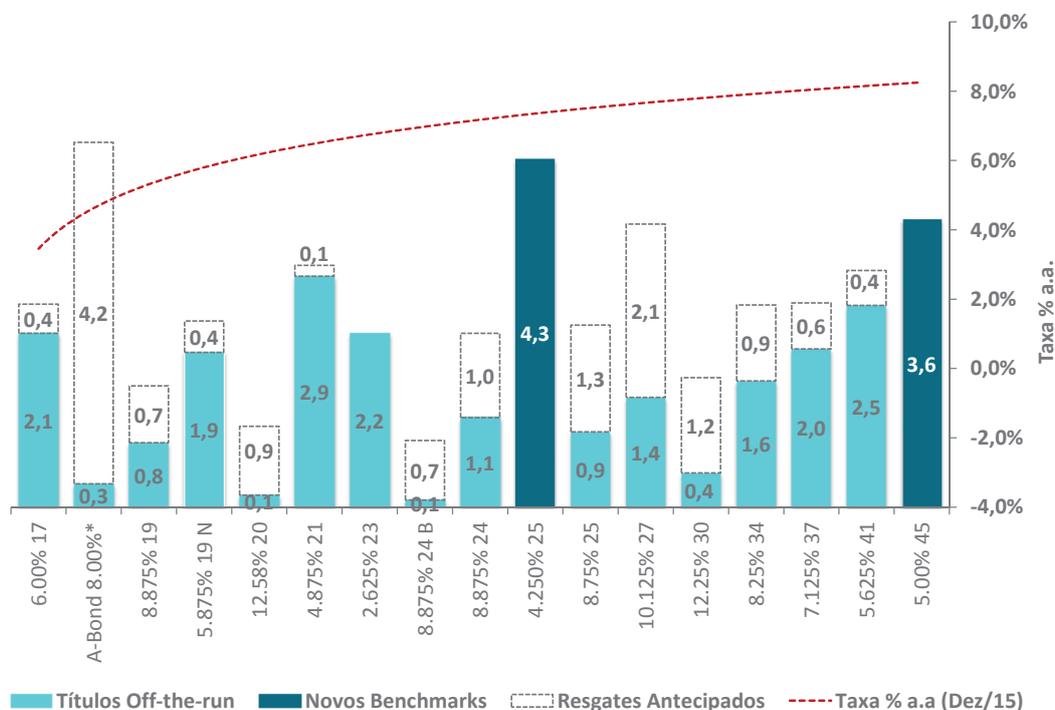
Em linha com as inovações em termos de gestão de dívida externa apresentadas pelo Tesouro Nacional nos últimos anos, os títulos soberanos emitidos no mercado internacional poderão ser retirados do mercado, seja por meio de operações públicas de troca ou de recompra, seja por meio do Programa de Recompras no mercado secundário, este último implantado em 2006. Atualmente, esta prática é diária, o que traz flexibilidade ao gestor, permitindo a recompra no momento adequado e a obtenção de preços mais favoráveis.

Além disso, outra inovação em termos de gerenciamento de passivo externo combina a emissão de um novo título com a recompra simultânea de títulos elegíveis, através de um tipo de operação conhecido por *Switch Tender Offer*. Esta operação foi realizada pela primeira vez em 2012 pelo Tesouro Nacional, quando da emissão do BRL 2024 e, posteriormente, empregada na emissão dos atuais *benchmarks* da curva de títulos denominados em dólares, o Global 2025 e o Global 2045. Destaca-se que esta última emissão foi vencedora de prêmio entregue em 2015, pela *Latin Finance*, fonte de inteligência dos mercados financeiros e das economias da América Latina e do Caribe.

A Figura 3 ilustra a presença do Tesouro Nacional nos mercados internacionais nos últimos anos, o que permitiu aumentar a eficiência da estrutura a termo da taxa de juros. As barras em azul-escuro indicam os novos *benchmarks* que representam, atualmente, os maiores estoques em mercado. Ademais, há também barras (em azul-claro)

que mostram os títulos *off-the-run*, com menores volumes. Por fim, as barras pontilhadas de resgates antecipados indicam a parcela do estoque inicial de cada instrumento que foi retirada do mercado por meio de operações de gerenciamento de passivos ou via programa de recompras.

Figura 3 - Estoque de Títulos da DPFe e Curva de Juros Externa



Fonte: Tesouro Nacional. Posição em 31/12/2015.

Outro resultado da estratégia adotada é a menor necessidade de financiamento externo do Tesouro Nacional, de forma que o caráter qualitativo se destaca nas atuações da dívida externa. Em particular, a dívida vincenda em 2016 já foi financiada, como já previamente mencionado na seção 2.2, o que permite à República acessar os mercados pontualmente, em momentos mais oportunos. Não obstante o novo contexto de perda do grau de investimento do Brasil pelas agências de *rating*, em primeiro momento pela *Standard & Poor's* (S&P) e posteriormente pela *Fitch*, e a expectativa de nova subida de juros pelo FED, que resultam em um custo mais elevado para as futuras emissões da República em 2016, a manutenção de uma curva de rendimentos eficiente tende a reduzir o custo de captação atualmente apresentado pelo mercado, além de favorecer o acesso dos setores corporativo e financeiro ao mercado internacional.

Uma novidade relacionada à dívida externa é a alteração de algumas cláusulas contratuais dos títulos a serem emitidos a partir de 2016, atualização que já consta publicada na *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), agência norte-americana reguladora dos mercados de títulos. Ao longo do ano de 2016, a depender das condições de mercado, o Tesouro Nacional poderá voltar a acessar o mercado internacional

de capitais com a emissão de novos *benchmarks* de diferentes prazos, em linha com a nova documentação.

A redação utilizada de forma padronizada no mercado internacional, até então, poderia gerar interpretações ambíguas e dificultar uma eventual renegociação, prejudicando as partes envolvidas, seja ela o emissor ou o credor. O Tesouro Nacional participou do Grupo de Trabalho formado por emissores, dentre os quais o Tesouro dos EUA, investidores, acadêmicos, advogados e órgãos internacionais, tais como FMI (Fundo Monetário Internacional) e ICMA (*International Capital Market Association*), que tinha como objetivo tornar mais claras as cláusulas contidas na documentação dos títulos.

Uma das conclusões a que se chegou foi a necessidade de aprimoramento nas cláusulas de *Pari Passu* e de ação coletiva (*CAC - Collective Action Clause*), conforme artigo publicado pela ICMA e posteriormente corroborado pelo FMI<sup>22</sup>. A nova redação da cláusula de *Pari Passu*, resumidamente, mantém a igualdade de condições financeiras, garantindo tratamento igualitário para casos semelhantes, mas explicita a não aplicação da igualdade de pagamentos entre credores que aceitaram uma reestruturação e credores intransigentes<sup>23</sup>. Com relação às cláusulas de ação coletiva, por sua vez, o Grupo de Trabalho propôs a inclusão de uma cláusula de agregação, segundo a qual a opinião dos credores seria considerada de maneira agregada, levando-se em conta todo o estoque da dívida sujeita à reestruturação.

Outra alteração discutida foi a substituição da Figura do Agente Fiscal por um *Trustee*. Embora ambos tenham papéis semelhantes do ponto de vista operacional<sup>24</sup>, a Figura do *Trustee* dá mais segurança aos credores, pois tem o poder de representá-los, ao contrário do Agente Fiscal, que representa apenas o emissor. Todas as alterações mencionadas tendem a facilitar eventuais processos de reestruturação de dívida e representam nova tendência na indústria, sendo gradualmente implementadas pelos diversos emissores no mercado internacional.

---

<sup>22</sup> Os artigos elaborados pela ICMA e pelo FMI podem ser obtidos por meio dos seguintes links, respectivamente: <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/> e <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>.

<sup>23</sup> Evita-se, dessa forma, que o pagamento das séries reestruturadas seja cancelado quando contestado por aqueles detentores de séries que não foram reestruturadas.

<sup>24</sup> Ambos são responsáveis por, entre outras atividades operacionais, receber o pagamento do emissor de dívida e fazer as devidas transferências para os diversos credores.

## 4. Resultados Esperados

Com o objetivo de fornecer previsibilidade à trajetória esperada para a DPF e, ao mesmo tempo, manter a flexibilidade necessária para reagir a possíveis alterações nas condições de mercado, o Tesouro Nacional estabelece limites de referência na forma de intervalos, mínimos e máximos, para seus principais indicadores no ano. Considerando-se os cenários econômicos, a necessidade de financiamento do Governo Federal e as estratégias anteriormente descritas, esses limites para 2016 são apresentados no Quadro 5.

Quadro 5 - Limites de Referência para a Dívida Pública Federal em 2016

| Indicadores                     | 2015    | Limites para 2016 |         |
|---------------------------------|---------|-------------------|---------|
|                                 |         | Mínimo            | Máximo  |
| <b>Estoque (R\$ bilhões)</b>    |         |                   |         |
| DPF                             | 2.793,0 | 3.100,0           | 3.300,0 |
| <b>Composição (%)</b>           |         |                   |         |
| Prefixados                      | 39,4    | 31,0              | 35,0    |
| Índices de Preços               | 32,5    | 29,0              | 33,0    |
| Taxa Flutuante                  | 22,8    | 30,0              | 34,0    |
| Câmbio                          | 5,3     | 3,0               | 7,0     |
| <b>Estrutura de vencimentos</b> |         |                   |         |
| % Vencendo em 12 meses          | 21,6    | 16,0              | 19,0    |
| Prazo Médio (anos)              | 4,6     | 4,5               | 4,7     |
| Vida Média (anos)*              | 6,6     | –                 | –       |
| % de Amortização em 12 meses**  | 18,0    | –                 | –       |

\* O Tesouro Nacional divulga a estatística “vida média” exclusivamente para fins de comparabilidade internacional, e representa a vida média residual dos títulos em mercado. As metas são estabelecidas apenas para o indicador “prazo médio”, que entendemos ser o indicador mais correto do ponto de vista de gerenciamento de risco de refinanciamento.

\*\* Na última linha do quadro, 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.

## Estoque da DPF

Após encerrar o ano de 2015 em R\$ 2,79 trilhões, as projeções apontam para um estoque da DPF entre R\$ 3,10 trilhões e R\$ 3,30 trilhões, ao final de 2016. Esse intervalo comporta o crescimento natural do estoque, por meio da apropriação de juros, bem como a expectativa de emissões em volume superior à necessidade líquida de financiamento. Mais que isso, as projeções incorporam emissões maiores que os vencimentos totais da DPF, com o objetivo de auxiliar na redução do excesso de liquidez do sistema bancário. Contudo, as colocações de títulos adicionais para essa finalidade não afetam a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).<sup>25</sup>

## 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, quatro categorias são acompanhadas, quais sejam: prefixados (taxas de juros fixas), índices de preços (títulos indexados à inflação), taxa flutuante (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>26</sup>.

Projetando-se o resultado esperado ao final de 2016, a participação dos prefixados deverá apresentar redução, ficando entre 31% e 35% da DPF, após encerrar com 39,4% em 2015. Já a parcela da dívida vinculada a índices de preços deverá se encontrar entre 29% e 33%, após chegar ao final de 2015 em 32,5%. Por sua vez, os limites propostos para a proporção de flutuantes são de 30% a 34%, indicando a expectativa de aumento do peso das LFT na estratégia de financiamento do Tesouro Nacional, após fechar 2015 com 22,8%. Finalmente, os títulos remunerados pela variação cambial deverão representar entre 3% e 7% da DPF, contra 5,3% em 2015. Este último intervalo comporta espaço para eventuais oscilações da taxa de câmbio sobre o estoque da DPFe avaliado em reais.

O perfil da DPF passou por um longo processo de mudança em direção a uma menor exposição a riscos, devido ao crescimento das categorias de títulos prefixados e dos indexados ao IPCA, em detrimento da parcela indexada à taxa de juros Selic ou da vinculada à taxa de câmbio. Entretanto, como mostram os limites de referência para a composição da DPF neste PAF 2016, é esperado um recuo temporário na substituição dos títulos flutuantes por prefixados ou remunerados por índices de preços. Esse movimento será comentado mais detidamente ao longo da seção 5 deste documento.

<sup>25</sup> Isso ocorre porque, tudo o mais constante, as emissões líquidas da DPF têm como contrapartida a redução no volume de operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central. Ou seja, tal política resulta em uma troca, entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público, sem que haja alteração nos estoques da DLSP e da DBGG.

<sup>26</sup> A dívida cambial hoje é quase totalmente denominada em moeda estrangeira, ou seja, dívida externa. A dívida interna cambial representa somente 0,68% do estoque da DPMFi.

Diante de um cenário macroeconômico que ainda guarda incertezas quanto ao ritmo de retomada da atividade econômica e à velocidade de reação dos preços ao ciclo de aperto monetário, é relevante esclarecer que as metas estabelecidas neste PAF indicam movimentos conjunturais, restritos ao curto prazo, sem que haja alteração das diretrizes observadas pela gestão da DPF para o médio e longo prazos.

## 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 limites de referência deste PAF, projetados para o final de 2016, indicam a expectativa de redução do percentual vincendo em doze meses para o intervalo de 16% a 19%, partindo de 21,6% da DPF ao final de 2015. Já o prazo médio, que ao final de 2015 alcançou 4,6 anos, tende a se estabilizar no intervalo de 4,5 a 4,7 anos.

No curto prazo pode haver um *trade-off* entre alongamento do prazo médio da DPF e aumento da parcela prefixada desta dívida, uma vez que os títulos prefixados possuem prazo médio menor que o da DPF como um todo. Por isso, essas duas diretrizes devem ser avaliadas em conjunto pela gestão da DPF, ponto este que será mais explorado ao longo da seção 5.

Adicionalmente ao prazo médio, o Tesouro Nacional divulga regularmente a vida média (*ATM*<sup>27</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>28</sup>). A Figura 4 permite comparar as estatísticas de prazo médio e vida média (*ATM*) para a DPF. Em 2015, a vida média da DPF registrou 6,6 anos, mantendo estabilidade em relação ao ano anterior. Ao longo do período, os dois indicadores mostram tendência semelhante<sup>29</sup>.

<sup>27</sup> Do inglês “*average time 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>28</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>29</sup> A série histórica considerada para o prazo médio da DPF tem início em 2002, enquanto a série da vida média se inicia em 2005. Consideramos nessa análise apenas os dados do mês de dezembro de cada ano.

Figura 4 - Prazo Médio e Vida Média da DPF



Fonte: Tesouro Nacional. A projeção de 2016 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

Também para favorecer comparações internacionais, vale acompanhar o percentual de amortização em 12 meses<sup>30</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 18% ao final de 2015.

<sup>30</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, sendo expresso como valores de referências 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 6.

Quadro 6 - Intervalos Indicativos da Composição Ótima no Longo Prazo

| Indicadores                     | Limites de longo prazo |           |
|---------------------------------|------------------------|-----------|
|                                 | Referência             | Intervalo |
| <b>Composição - %</b>           |                        |           |
| Prefixados                      | 45,0                   | +/- 2,0   |
| Índices de Preços               | 35,0                   | +/- 2,0   |
| Taxa Flutuante                  | 15,0                   | +/- 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   |

Fonte: Tesouro Nacional.

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 2016, vistos na seção 4 deste PAF, que apontam para um recuo na busca da diretriz de redução da proporção de títulos flutuantes na composição da dívida. Por outro lado, avanços são esperados em sua estrutura de vencimentos.

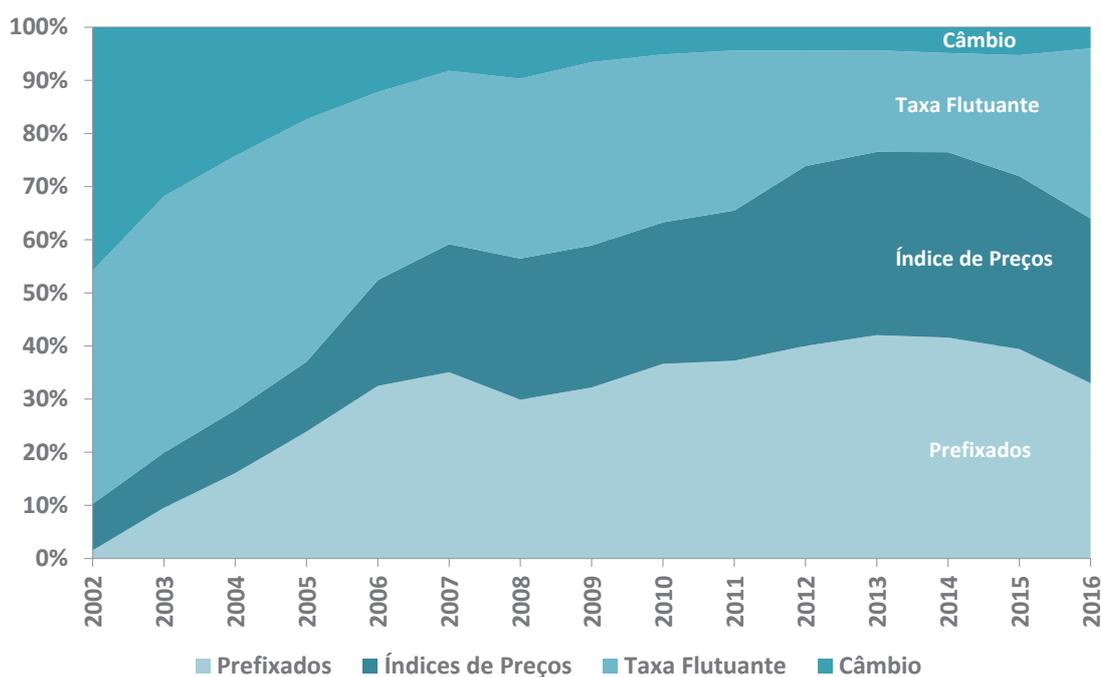
## 5.2 Evolução Histórica e Monitoramento de Riscos

Esta seção abrange uma análise de riscos da DPF em duas dimensões, a saber: o risco de mercado, capturado pela composição da dívida, e o risco de refinanciamento, avaliado a partir de sua estrutura de vencimentos. O risco de mercado se refere à possibilidade de elevação no estoque 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. O risco de refinanciamento, por sua vez, corresponde à possibilidade de que o Tesouro Nacional, ao refinarciá-la 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.

### Risco de Mercado

A evolução histórica dos indicadores da DPF mostra significativos avanços em sua composição. No início do processo, principalmente no período de 2003 a 2006, a prioridade foi reduzir o risco cambial. Posteriormente, os esforços promoveram a substituição dos títulos com juros flutuantes pelos prefixados. A Figura 5, a seguir, ilustra que a redução do risco de mercado ocorreu gradualmente, uma vez que o Tesouro Nacional procurou ajustar o ritmo de mudança às condições de custo e prazo das alternativas de financiamento.

Figura 5 - Composição por Indexadores da DPF

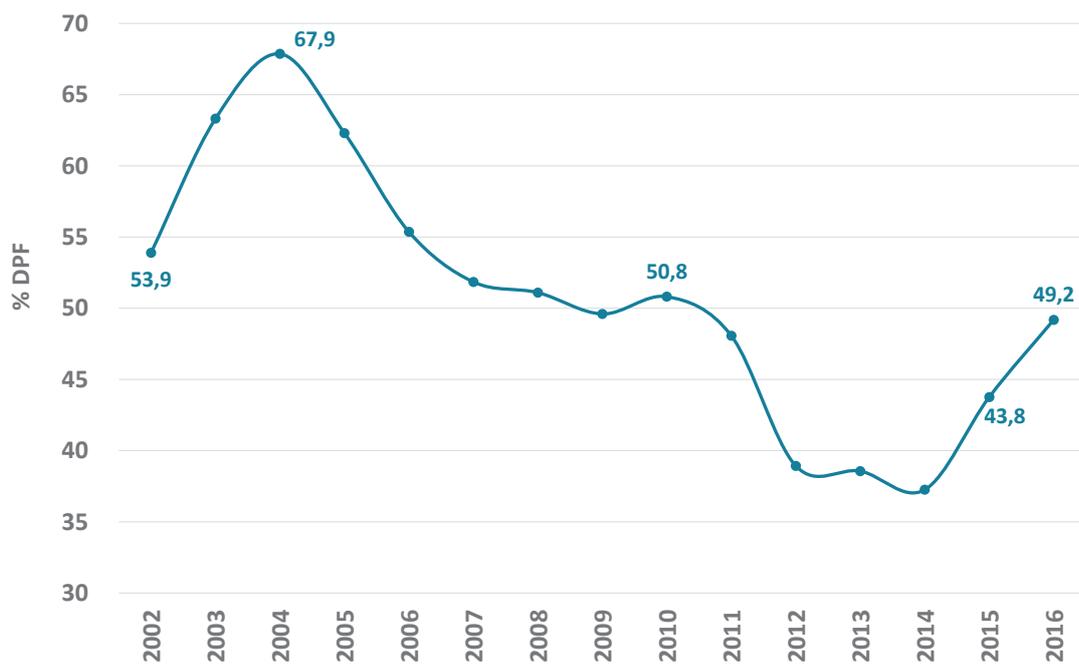


Fonte: Tesouro Nacional; posição em 31/12/2015. A projeção de 2016 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

Um cuidado presente na elaboração de estratégias de financiamento da DPF é que mudanças em sua composição não resultem em concentração de dívida a vencer no curto prazo, o que significaria maior risco de refinanciamento. Assim, para conjugar os efeitos das modificações na composição e no perfil de vencimentos da DPF, uma métrica relevante é o chamado risco de repactuação. Este indicador é dado pela soma de toda a dívida a vencer em doze meses com a parcela da dívida flutuante que vence em um prazo superior a doze meses, ou seja, é o total da dívida que teria seu custo renovado no horizonte de um ano, em caso de mudanças nas taxas de juros nesse período.

Dessa forma, o risco de repactuação é uma medida de sensibilidade da DPF a mudanças de curto prazo nas variáveis econômicas que afetam o custo da DPF, além de refletir um eventual *trade-off* entre risco de mercado e risco de refinanciamento. Note que este indicador não seria alterado caso houvesse uma estratégia de substituição de LFT por títulos prefixados de curto prazo, por exemplo. Trata-se, portanto, de uma métrica mais conservadora em comparação com a simples proporção relativa de determinado tipo de remuneração na composição da dívida. Na Figura 6 a seguir, observa-se que sua trajetória exibe tendência decrescente a partir de 2004, mas esse comportamento foi revertido em 2015 e deve continuar em trajetória de alta em 2016, devido ao crescimento da participação de LFT, associado com baixo volume de vencimento desse título no ano.

Figura 6 - Risco de Repactuação

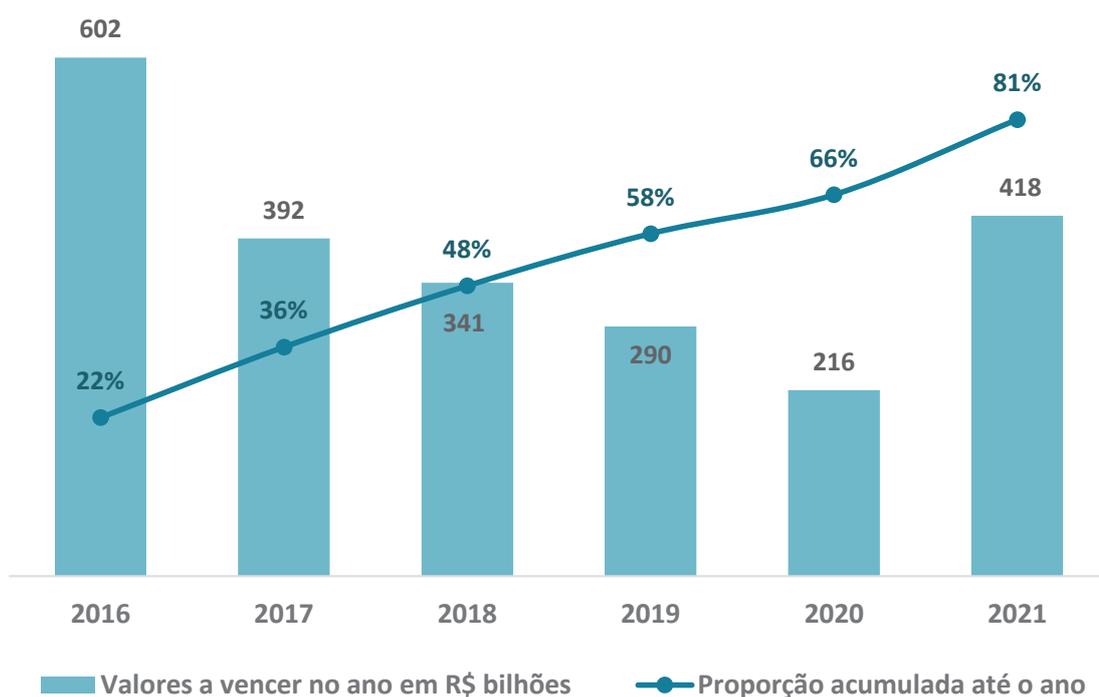


Fonte: Tesouro Nacional. A projeção de 2016 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

## Risco de Refinanciamento

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 Figura 7 ilustra que quase 50% do atual estoque da DPF vence nos próximos três anos, proporção que sobe para 81% no horizonte até 2021, sugerindo que ainda persistem os desafios da suavização do perfil da dívida e do alongamento de seu prazo médio.

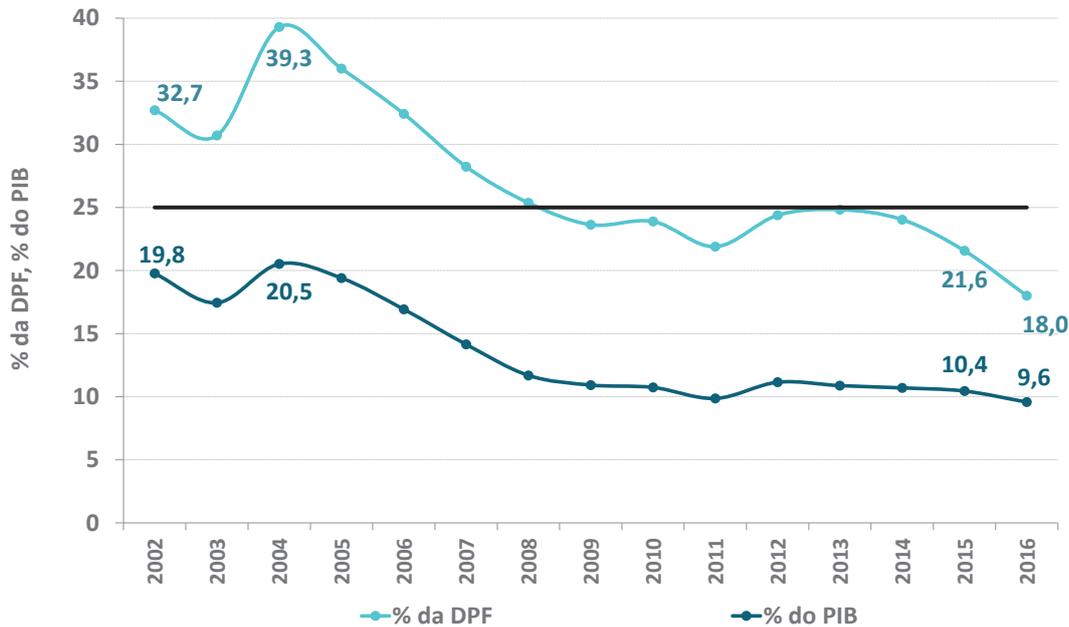
Figura 7 - Estrutura de Vencimentos da DPF



Fonte: Tesouro Nacional. Os montantes correspondem ao valor presente dos fluxos (valor do estoque).

Quanto ao percentual da DPF vencendo em 12 meses, a principal métrica do risco de refinanciamento, na Figura 8 a seguir observa-se redução desde 2004, momento em que correspondia a quase 40% do estoque da dívida ou 20% do PIB. Desde 2009, essa proporção tem se mantido abaixo de 25% da DPF, patamar que pode ser considerado confortável, especialmente quando se leva em conta a política do Tesouro Nacional de manutenção de “colchão de liquidez” de pelo menos três meses de vencimentos. Para 2016, a expectativa é de redução desse indicador para valores abaixo de 20% da DPF.

Figura 8 - DPF Vencendo em 12 Meses



Fonte: Tesouro Nacional. A projeção de 2016 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

### 5.3 Indicativos para a DPF no Médio Prazo

Com o objetivo de mapear as trajetórias mais prováveis de transição entre a estrutura atual da dívida pública e aquela desejada para o longo prazo, o planejamento estratégico da DPF contempla diversos exercícios que projetam as estratégias de financiamento para um horizonte temporal mais largo. Assim, avaliam-se os *trade-offs* entre custos e riscos da dívida, buscando respostas com respeito à trajetória e à velocidade de convergência para o *benchmark*, respeitando-se as condições iniciais, isto é, o atual perfil da dívida e as restrições de curto e médio prazos, especialmente as macroeconômicas e aquelas referentes ao desenvolvimento do mercado financeiro local.

Assim como para o PAF, o desenho das estratégias de transição requer a elaboração e a discussão de cenários macroeconômicos qualitativos e quantitativos para variáveis que afetam os custos e riscos da DPF, tais como taxa Selic, taxa de câmbio, inflação e PIB. A partir desse momento, diferentes alternativas de emissões de títulos são avaliadas, a partir da projeção dos indicadores de custo, risco, perfil de maturação e composição da dívida.

Enquanto o modelo de *benchmark* é baseado na suposição de que a economia se encontra em seu estado estacionário<sup>31</sup>, as estratégias de transição são elaboradas com base nos cenários macroeconômicos mais prováveis para um horizonte de médio prazo. Por causa disto, as discussões sobre cenários macroeconômicos e evolução dos mercados de dívida pública são fundamentais para balizar como poderá ocorrer a convergência da economia para seu estado estacionário e, por conseguinte, para orientar as decisões com vistas ao alcance do *benchmark*.

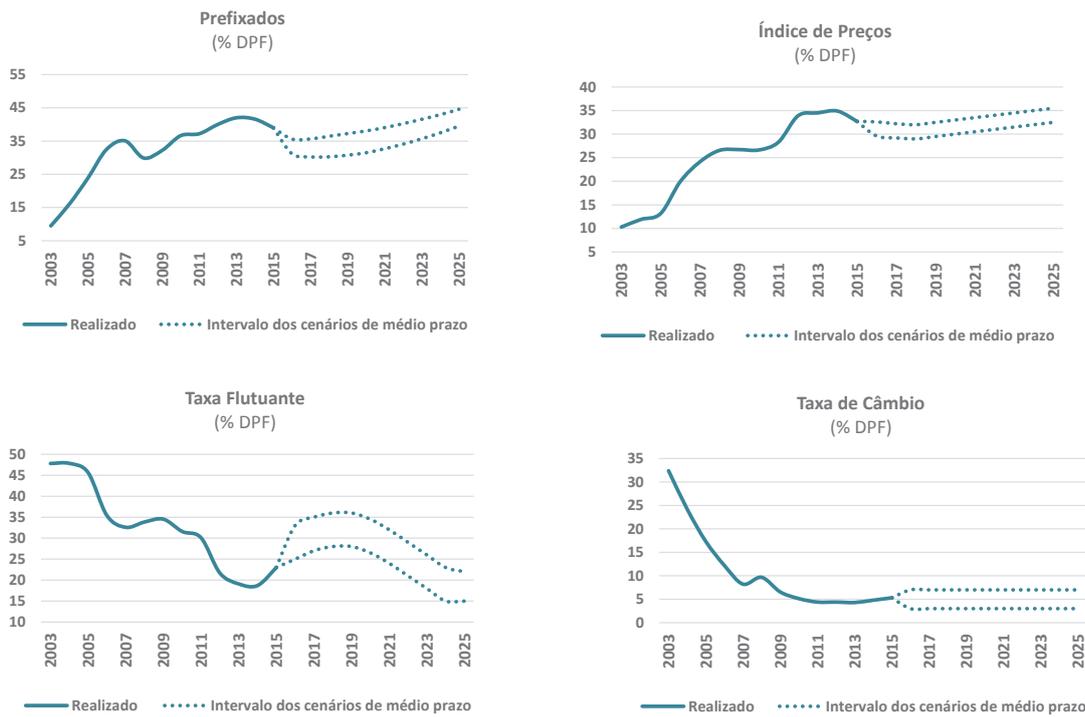
Esta seção, então, busca apresentar indicativos da trajetória esperada para o perfil da dívida nos próximos anos, considerando sua composição e estrutura de vencimentos, explorando sua evolução em um horizonte que extrapola o PAF. Ao fazer isso, não se pretende aqui estabelecer metas para os indicadores da DPF, mas apenas revelar possíveis movimentos que essas variáveis teriam no médio prazo. São indicativos que permitem entender como o Tesouro Nacional poderá conduzir sua estratégia de financiamento, a depender das condições macroeconômicas e financeiras do país.

A começar pela composição da DPF, os primeiros anos do horizonte de planejamento devem ser marcados pelo aumento na proporção dos títulos flutuantes, acompanhado de redução dos prefixados, principalmente, e da parcela remunerada por índices de preços. Ou seja, para esses três componentes há uma perspectiva para os indicadores na direção contrária ao *benchmark* da DPF, sobretudo no próximo triênio, como ilustra a Figura 9. Passado esse período inicial, as trajetórias voltam a projetar convergência para a estrutura desejada no longo prazo.

---

<sup>31</sup> O estado estacionário tem dois significados no modelo de benchmark da dívida pública. Primeiramente, significa que todas as variáveis econômicas estejam oscilando em torno de seus valores de equilíbrio de longo prazo. Na prática, a referência de cenário de estado estacionário compreende as seguintes características: estabilidade do ambiente econômico, reduzida vulnerabilidade fiscal, taxas de juros menores, inflação sob controle e crescimento econômico sustentável. O segundo significado presente na ideia de estado estacionário é que a cada composição de dívida se associa uma estratégia de emissão que mantém constantes as características do portfólio de longo prazo da DPF.

Figura 9 - Composição da DPF no médio prazo



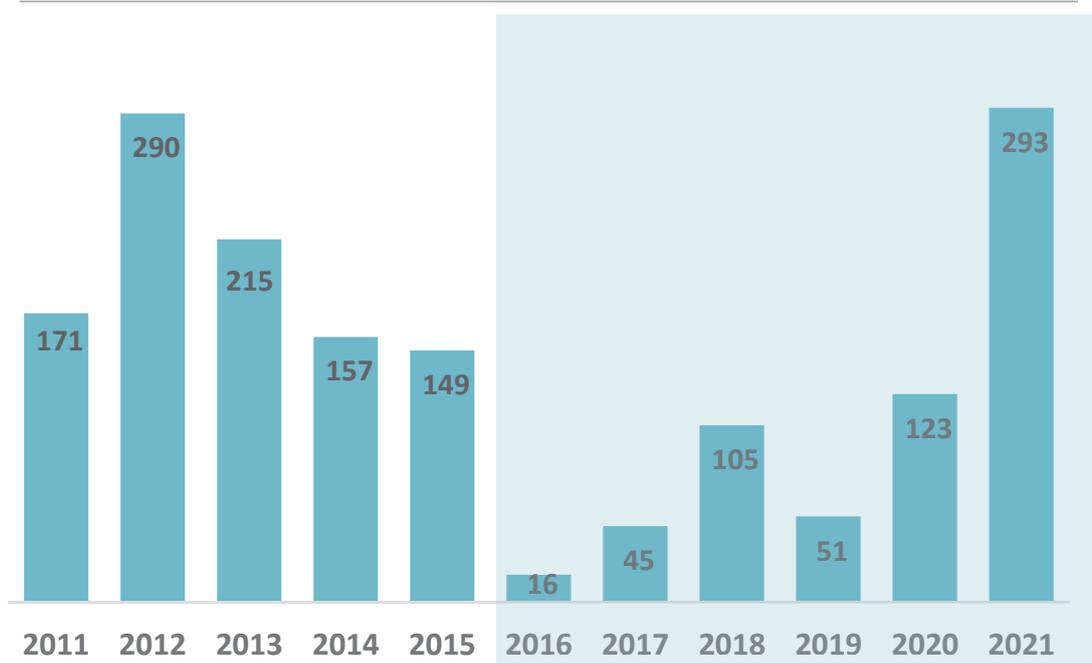
Fonte: Tesouro Nacional.

Esse movimento se explica pela expectativa de emissões líquidas de LFT no próximo triênio. Uma razão é que o montante de LFT a vencer no período é baixo, fruto da estratégia executada entre 2011 e 2014, que privilegiou a colocação de outros instrumentos de dívida, em linha com as diretrizes gerais da DPF. Além disso, as projeções contemplam emissões em volumes superiores aos vencimentos da DPF, o que representará mais colocações de LFT, com o objetivo de contribuir para reduzir o excesso de liquidez no sistema bancário, materializado no estoque de operações compromissadas do Banco Central<sup>32</sup>.

Particularmente em 2016, o montante de títulos remunerados por juros flutuantes (LFT) compreende apenas 2,5% dos vencimentos da DPMFi. Esse baixo percentual é consequência tanto de uma redução mais acentuada nas emissões de LFT no período entre 2011 e 2013, quanto do alongamento do prazo de emissão desse título a partir de 2011. A Figura 10 a seguir mostra o histórico de maturação desses instrumentos e antecipa o padrão que se espera para o próximo quinquênio.

<sup>32</sup> Como já comentado, tal estratégia não afeta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), pois, tudo o mais constante, as emissões líquidas da DPF nesse caso conduzem à redução no estoque de operações compromissadas do Banco Central. Além disso, vale destacar que tanto a LFT quanto as compromissadas da Autoridade Monetária são remuneradas por taxas de juros flutuantes, de maneira que globalmente essa política não contribui para retrocessos no perfil de risco da DLSP ou da DBGG.

Figura 10 - Histórico e projeções para os vencimentos de dívida flutuante



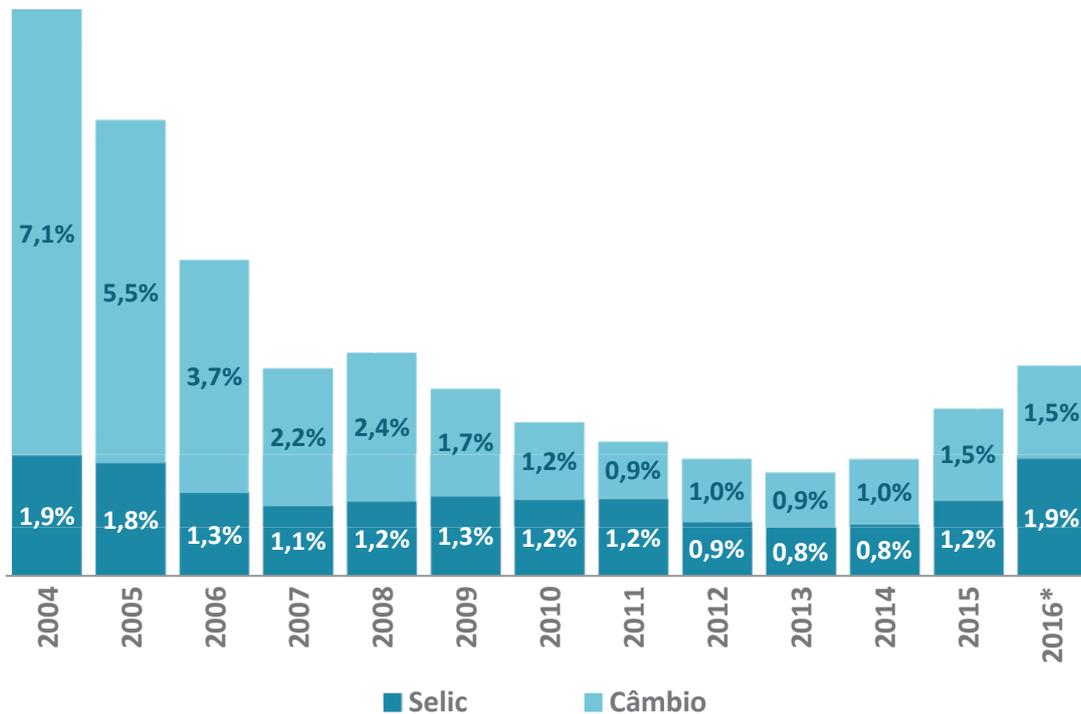
Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2015. Os vencimentos históricos foram trazidos a valor presente pela taxa Selic (Dados do Relatório Mensal da Dívida – Tabela 1.2). A partir de 2016, os montantes correspondem ao valor presente dos fluxos (valor do estoque).

As perspectivas para a composição da DPF no médio prazo revelam ainda a estabilidade da parcela remunerada pela variação cambial nesse horizonte. Após um longo processo de redução do peso desse tipo de dívida no estoque total, sua participação se estabilizou em patamares próximos de 5% da DPF (note que eram mais de 30% em 2003), já coincidindo com o parâmetro desejado para o longo prazo. Esse resultado é expressivo e aponta para a estabilidade e segurança de um perfil de dívida majoritariamente em moeda local, ainda que aproximadamente 20% dela seja detida por investidores não residentes.

Um dos benefícios derivados da menor exposição cambial é ilustrado a partir do teste de estresse<sup>33</sup> da DPF a choques em seus principais indexadores, apresentado na Figura 11 a seguir. O impacto de um choque cambial aplicado sobre o estoque da DPF em 2016 representa 21% do efeito adverso que seria observado com a composição da dívida em 2004. Além disso, as reservas internacionais, que hoje representam um montante muito superior à dívida exposta a variação cambial, fazem com que o impacto do câmbio na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) seja no sentido de sua redução.

<sup>33</sup> Para a realização do teste de estresse, é aplicado um choque correspondente a três desvios padrões no dólar e na taxa SELIC, observando seu impacto sobre o estoque da DPF em % do PIB. O desvio padrão do dólar e da taxa SELIC são calculados considerando a série histórica desde 2000.

Figura 11 - Teste de estresse: Impacto de Choques de Selic e Câmbio no Estoque da DPF

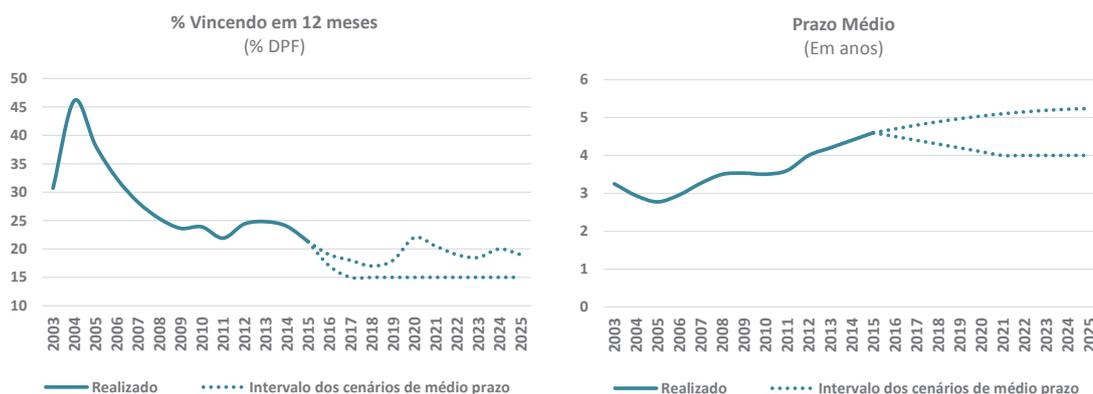


Fonte: Tesouro Nacional.

A evolução esperada para a composição da DPF se relaciona com sua estrutura de vencimentos, que constitui outra dimensão de indicadores de risco da dívida. Em geral, no atual estágio de desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro, em um contexto caracterizado por elevada preferência por instrumentos de menor duração, a adoção de uma estratégia de financiamento com maior colocação de títulos com taxas prefixadas poderia resultar em um aumento da proporção de dívida que vence no curto prazo e redução em seu prazo médio. Esse efeito tende a ser maior em um cenário de crescimento da DPF.

Diante dessa possibilidade, as estratégias implícitas nas projeções de médio horizonte contemplam baixos volumes de oferta de títulos prefixados de curtíssimo prazo (até um ano), enquanto as alternativas com maior duração tendem a observar as condições de demanda em cada momento, com o cuidado para que os leilões da dívida não criem pressões que resultem em aumento excessivo do prêmio de risco implícito no custo desses instrumentos. Assim, a expectativa é que o percentual vincendo em 12 meses da DPF tenha uma trajetória de queda no primeiro triênio das projeções, com o retorno no médio prazo para patamares em torno do *benchmark* estabelecido em 20% da DPF, como ilustra a Figura 12.

Figura 12 - Indicadores da Estrutura de Vencimentos da DPF no Médio Prazo



Fonte: Tesouro Nacional.

Já o prazo médio da DPF aponta para a possibilidade de continuidade do processo de alongamento da dívida em direção ao seu *benchmark*. Entretanto, parte de seu aumento dependerá de condições de demanda que permitam ampliar as emissões de títulos mais longos, com destaque para as NTN-F e NTN-B. Em composições da DPF com menor participação dos instrumentos remunerados por índices de preços, que têm uma maior duração, a estatística tende a refletir um encurtamento da dívida. Contudo, mesmo nos cenários menos favoráveis o indicador se mantém em um patamar confortável, situando-se acima de quatro anos.

## 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 do perfil da dívida em direção a um balanço adequado de custos e riscos, em uma perspectiva de longo prazo.

Contudo, movimentos conjunturais podem resultar em recuos nos indicadores da DPF em relação às diretrizes da administração da DPF. Por exemplo, o Tesouro Nacional pode encontrar dificuldades no curto prazo para conciliar aumento da proporção dos títulos com taxas de juros prefixadas e alongamento do prazo médio da dívida. Nesses casos, uma das dimensões de risco da DPF deverá ser privilegiada sem, no entanto, implicar alteração das referências que norteiam a estratégia da dívida em um horizonte de planejamento mais amplo.

O PAF 2016 e a expectativa de evolução dos indicadores da DPF apresentadas neste documento devem ser interpretados nessa perspectiva de médio e longo prazo, além das condições macroeconômicas e financeiras vigentes no país. Ao longo do tempo, os avanços na direção de um perfil de dívida mais saudável contribuem para que o país se encontre mais resistente a eventuais choques econômicos, sejam eles domésticos ou externos. É dessa forma que uma gestão eficiente e prudente da DPF atua para o fortalecimento das finanças públicas e da política econômica do país.

# Anexo

## Cronograma dos Leilões de Títulos da DPMFi

43

| JANEIRO 2016 |           |                   |                   |                                    |                                 |     |
|--------------|-----------|-------------------|-------------------|------------------------------------|---------------------------------|-----|
| dom          | seg       | ter               | qua               | qui                                | sex                             | sáb |
|              |           |                   |                   |                                    | 1<br>Confraternização Universal | 2   |
| 3            | 4         | 5<br>VENDA NTN-B  | 6                 | 7<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT    | 8                               | 9   |
| 10           | 11        | 12                | 13                | 14<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F | 15                              | 16  |
| 17           | 18        | 19<br>VENDA NTN-B | 20<br>TROCA NTN-B | 21<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT   | 22                              | 23  |
| 24/31        | 25<br>RMD | 26                | 27<br>TROCA NTN-F | 28<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F | 29                              | 30  |

| FEVEREIRO 2016 |               |                   |                   |                                    |     |     |
|----------------|---------------|-------------------|-------------------|------------------------------------|-----|-----|
| dom            | seg           | ter               | qua               | qui                                | sex | sáb |
|                | 1             | 2<br>VENDA NTN-B  | 3                 | 4<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT    | 5   | 6   |
| 7              | 8<br>Carnaval | 9<br>Carnaval     | 10                | 11<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F | 12  | 13  |
| 14             | 15            | 16<br>VENDA NTN-B | 17<br>TROCA NTN-B | 18<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT   | 19  | 20  |
| 21             | 22            | 23                | 24<br>RMD         | 25<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F | 26  | 27  |
| 28             | 29            |                   |                   |                                    |     |     |

| MARÇO 2016 |           |                                   |                   |  |                        |     |
|------------|-----------|-----------------------------------|-------------------|--|------------------------|-----|
| dom        | seg       | ter                               | qua               | qui  | sex                    | sáb |
|            |           | 1<br>VENDA NTN-B<br>RESGATE NTN-B | 2                 | 3<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT            | 4                      | 5   |
| 6          | 7         | 8                                 | 9                 | 10<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F         | 11                     | 12  |
| 13         | 14        | 15<br>VENDA NTN-B                 | 16<br>TROCA NTN-B | 17<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT           | 18                     | 19  |
| 20         | 21        | 22                                | 23                | 24<br>VENDA LTN (2)/NTN-F<br>RESGATE NTN-F | 25<br>Paixão de Cristo | 26  |
| 27         | 28<br>RMD | 29<br>VENDA NTN-B                 | 30                | 31<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT           |                        |     |

| ABRIL 2016 |           |                   |                                    |                                   |     |     |
|------------|-----------|-------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-----|-----|
| dom        | seg       | ter               | qua                                | qui                               | sex | sáb |
|            |           |                   |                                    |                                   | 1   | 2   |
| 3          | 4         | 5                 | 6                                  | 7<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F | 8   | 9   |
| 10         | 11        | 12<br>VENDA NTN-B | 13<br>TROCA NTN-B                  | 14<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT  | 15  | 16  |
| 17         | 18        | 19                | 20<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F | 21<br>Tiradentes                  | 22  | 23  |
| 24         | 25<br>RMD | 26<br>VENDA NTN-B | 27                                 | 28<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT  | 29  | 30  |

| MAIO 2016            |     |                   |                                  |                                    |           |     |
|----------------------|-----|-------------------|----------------------------------|------------------------------------|-----------|-----|
| dom                  | seg | ter               | qua                              | qui                                | sex       | sáb |
| 1<br>Dia do Trabalho | 2   | 3                 | 4                                | 5<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F  | 6         | 7   |
| 8                    | 9   | 10<br>VENDA NTN-B | 11<br>TROCA NTN-B                | 12<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT   | 13        | 14  |
| 15                   | 16  | 17                | 18                               | 19<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F | 20        | 21  |
| 22                   | 23  | 24<br>VENDA NTN-B | 25<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT | 26<br>Corpus Christi               | 27<br>RMD | 28  |
| 29                   | 30  | 31                |                                  |                                    |           |     |

| JUNHO 2016 |           |                                   |                   |  |     |     |
|------------|-----------|-----------------------------------|-------------------|--|-----|-----|
| dom        | seg       | ter                               | qua               | qui  | sex | sáb |
|            |           |                                   | 1                 | 2<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F          | 3   | 4   |
| 5          | 6         | 7<br>VENDA NTN-B<br>RESGATE NTN-B | 8                 | 9<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT            | 10  | 11  |
| 12         | 13        | 14                                | 15                | 16<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA NTN-F         | 17  | 18  |
| 19         | 20        | 21<br>VENDA NTN-B                 | 22<br>TROCA NTN-B | 23<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA LFT           | 24  | 25  |
| 26         | 27<br>RMD | 28                                | 29                | 30<br>VENDA LTN (2)/NTN-F<br>RESGATE NTN-F |     |     |

| JULHO 2016 |           |                   |                   |                                    |     |     |
|------------|-----------|-------------------|-------------------|------------------------------------|-----|-----|
| dom        | seg       | ter               | qua               | qui                                | sex | sáb |
|            |           |                   |                   |                                    | 1   | 2   |
| 3          | 4         | 5<br>VENDA NTN-B  | 6                 | 7<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT    | 8   | 9   |
| 10         | 11        | 12                | 13                | 14<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F | 15  | 16  |
| 17         | 18        | 19<br>VENDA NTN-B | 20<br>TROCA NTN-B | 21<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT   | 22  | 23  |
| 24/31      | 25<br>RMD | 26                | 27                | 28<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F | 29  | 30  |

| AGOSTO 2016 |     |                   |                   |                                    |     |     |
|-------------|-----|-------------------|-------------------|------------------------------------|-----|-----|
| dom         | seg | ter               | qua               | qui                                | sex | sáb |
|             | 1   | 2<br>VENDA NTN-B  | 3                 | 4<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT    | 5   | 6   |
| 7           | 8   | 9                 | 10                | 11<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F | 12  | 13  |
| 14          | 15  | 16<br>VENDA NTN-B | 17<br>TROCA NTN-B | 18<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT   | 19  | 20  |
| 21          | 22  | 23                | 24<br>RMD         | 25<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F | 26  | 27  |
| 28          | 29  | 30<br>VENDA NTN-B | 31                |                                    |     |     |

| SETEMBRO 2016 |           |                                    |                              |  |     |     |
|---------------|-----------|------------------------------------|------------------------------|--|-----|-----|
| dom           | seg       | ter                                | qua                          | qui  | sex | sáb |
|               |           |                                    |                              | 1<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT            | 2   | 3   |
| 4             | 5         | 6                                  | 7<br>Independência do Brasil | 8<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F          | 9   | 10  |
| 11            | 12        | 13<br>VENDA NTN-B<br>RESGATE NTN-B | 14                           | 15<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT           | 16  | 17  |
| 18            | 19        | 20                                 | 21                           | 22<br>VENDA LTN (1)/NTN-F<br>RESGATE NTN-F | 23  | 24  |
| 25            | 26<br>RMD | 27<br>VENDA NTN-B                  | 28                           | 29<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT           | 30  |     |

| OUTUBRO 2016 |                |                   |                         |                                    |     |     |
|--------------|----------------|-------------------|-------------------------|------------------------------------|-----|-----|
| dom          | seg            | ter               | qua                     | qui                                | sex | sáb |
|              |                |                   |                         |                                    |     | 1   |
| 2            | 3              | 4                 | 5                       | 6<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F  | 7   | 8   |
| 9            | 10             | 11<br>VENDA NTN-B | 12<br>N. Sra. Aparecida | 13<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT   | 14  | 15  |
| 16           | 17             | 18                | 19                      | 20<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F | 21  | 22  |
| 23/30        | 24 RMD /<br>31 | 25<br>VENDA NTN-B | 26<br>TROCA NTN-B       | 27<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT   | 28  | 29  |

| NOVEMBRO 2016 |     |                                |                          |                                    |     |     |
|---------------|-----|--------------------------------|--------------------------|------------------------------------|-----|-----|
| dom           | seg | ter                            | qua                      | qui                                | sex | sáb |
|               |     | 1                              | 2<br>Finados             | 3<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F  | 4   | 5   |
| 6             | 7   | 8<br>VENDA NTN-B               | 9                        | 10<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT   | 11  | 12  |
| 13            | 14  | 15<br>Proclamação da República | 16                       | 17<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F | 18  | 19  |
| 20            | 21  | 22<br>VENDA NTN-B              | 23<br>TROCA NTN-B<br>RMD | 24<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT   | 25  | 26  |
| 27            | 28  | 29                             | 30                       |                                    |     |     |

| DEZEMBRO 2016 |     |                                   |                  |  |     |     |
|---------------|-----|-----------------------------------|------------------|--|-----|-----|
| dom           | seg | ter                               | qua              | qui  | sex | sáb |
|               |     |                                   |                  | 1<br>VENDA LTN (1)<br>VENDA NTN-F            | 2   | 3   |
| 4             | 5   | 6<br>VENDA NTN-B<br>RESGATE NTN-B | 7<br>TROCA NTN-B | 8<br>VENDA LTN (2)<br>VENDA LFT              | 9   | 10  |
| 11            | 12  | 13                                | 14               | 15<br>VENDA LTN (1) / NTN-F<br>RESGATE NTN-F | 16  | 17  |
| 18            | 19  | 20                                | 21<br>RMD        | 22   | 23  | 24  |
| 25<br>Natal   | 26  | 27                                | 28               | 29   | 30  | 31  |

1º SEMESTRE  
 VENDA LTN (1) - 1/10/2016; 1/4/2018; 1/1/2020  
 VENDA LTN (2) - 1/4/2017; 1/4/2018; 1/1/2020  
 VENDA NTN-F - 1/1/2023; 1/1/2027  
 VENDA LFT - 1/3/2022

VENDA NTN-B - 15/5/2021; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2051  
 TROCA NTN-B - 15/5/2021; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2051  
 RESGATE NTN-B - 15/5/2035; 15/8/2040; 15/5/2045; 15/8/2050; 15/5/2051  
 RESGATE NTN-F - 1/1/2025; 1/1/2027  
 TROCA NTN-F - 1/1/2017; 1/1/2018; 1/1/2019; 1/1/2021 e 1/1/2025 por 1/1/2022

2º SEMESTRE  
 VENDA LTN (1) - 1/4/2017; 1/10/2018; 1/7/2020  
 VENDA LTN (2) - 1/10/2017; 1/10/2018; 1/7/2020  
 VENDA NTN-F - 1/1/2023; 1/1/2027  
 VENDA LFT - 1/9/2022

VENDA NTN-B - 15/5/2021; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2051  
 TROCA NTN-B - 15/5/2021; 15/8/2026; 15/5/2035; 15/5/2051  
 RESGATE NTN-B - 15/5/2035; 15/8/2040; 15/5/2045; 15/8/2050; 15/5/2051  
 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.





Ministério da  
Fazenda

