



# DÍVIDA PÚBLICA F E D E R A L

---

Relatório Anual  
2 0 1 2





# Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2012

Número 10

Brasília  
2013

**MINISTRO DA FAZENDA**

Guido Mantega

**SECRETÁRIO-EXECUTIVO**

Nelson Henrique Barbosa Filho

**SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL**

Arno Hugo Augustin Filho

**SUBSECRETÁRIOS**

Cleber Ubiratan de Oliveira

Eduardo Coutinho Guerra

Gilvan da Silva Dantas

Líscio Fábio de Brasil Camargo

Marcus Pereira Aucélio

Paulo Fontoura Valle

**EQUIPE TÉCNICA**

**Subsecretário da Dívida Pública**

Paulo Fontoura Valle

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

Fernando Eurico de Paiva Garrido

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

Otávio Ladeira de Medeiros

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

Antônio de Pádua Ferreira Passos

Alberto Alves Silva de Oliveira

André Proite\*

André Luiz Gonçalves Garcia

Artur Cleber Assunção do Vale

Cláudio Araujo de Freitas Gago

David Rebelo Athayde\*

Fabiano Sílvio Colbano

Flávia Fernandes Rodrigues Barbosa

Frederico Schettini Batista

Helano Borges Dias

José Inácio Burnett Tessmann

Krisjanis Figueiroa Bakuzis

Róger Araujo Castro

Regina Célia Dias

Leandro Puccini Secunho

Luiz Fernando Alves

Marcelo Martins de Bessa\*

Marcelo Rocha Vitorino

Márcia Fernanda Tapajós Tavares

Marcia Paim Romera

Marcos Francisco Ferreira Martinelli

Marcus Vinícius Socio Magalhães

Mariana de Lourdes Moreira Lopes

Mariana Marreco Cerqueira

Mauricio Dias Leister

Pedro Câmara Lima da Costa

Pedro Ivo Ferreira de Souza Júnior

\* Coordenação Técnica

**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

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

Dívida Pública Federal: Relatório Anual é uma publicação da Secretaria do Tesouro Nacional com periodicidade anual. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.

Tiragem: 950 exemplares

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2012. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Fevereiro, 2013, número 10.

1. Dívida Pública Federal 2. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 3. Gerenciamento da Dívida Pública 4. Planejamento 5. Estratégia I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título

## MENSAGEM DO MINISTRO DA FAZENDA

---

O ano de 2012 foi marcado pelo agravamento da crise financeira internacional e seus reflexos em toda a economia mundial. Apesar dos impactos negativos que o baixo dinamismo externo gerou na atividade econômica doméstica no ano passado, o governo adotou uma série de medidas que permitirão ao Brasil crescer de forma sustentável no longo prazo. A nova matriz macroeconômica - marcada pelos juros reais em níveis internacionais, taxa de câmbio mais competitiva e menos volátil e política fiscal sólida com amplo programa de desonerações tributárias - garantirá a consolidação das mudanças estruturais que a economia brasileira passou nos últimos anos e avançará em prol de uma agenda de melhoria da competitividade da economia nacional.

Em 2012, o governo criou as condições para a manutenção da trajetória de queda da taxa Selic que recuou em 3,75 pontos percentuais de janeiro a dezembro. Essa redução foi possível sem colocar em risco a inflação, que encerrou o ano em nível inferior ao de 2011 e deve recuar mais em 2013. Foram adotadas medidas para evitar movimentos exagerados de sobrevalorização do câmbio que não refletissem os fundamentos da economia. Apenas em 2012, o governo desonerou R\$ 46 bilhões de tributos, com destaque para desoneração da folha de pagamentos, que em 2013 já vai atingir mais de 40 setores da economia.

Além disso, com intuito de avançar na redução de custos das empresas e melhorar o ambiente de negócios, o governo federal pretende promover uma modificação e simplificação do perfil tributário do País. Esse processo se iniciou com medida que extingue a chamada "guerra dos portos" e a proposta de reforma do ICMS que visa a estancar a guerra fiscal interestadual. Destaca-se também a redução dos custos da energia que chegará a 18% para residências e até 32% para empresas.

O governo procurou ainda perseguir a melhora da competitividade e estímulo aos investimentos por meio da remoção dos gargalos na infraestrutura, logística e nos custos das empresas. Para tanto, houve ampliação das obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) que desembolsou R\$ 39,3 bilhões em 2012. Foi também lançado um grande programa de concessões dos principais meios de transporte e logística do país (portos, rodovias, ferrovias e aeroportos), com previsão de investimentos da ordem de R\$ 222 bilhões. Esses projetos promoverão uma verdadeira revolução na logística do País e garantirão aumento significativo da competitividade para o setor produtivo no Brasil.

Importante lembrar também que os fundamentos que têm guiado a política econômica nos últimos anos foram mantidos. Ou seja, continuou-se primando pela responsabilidade fiscal, pelo controle de inflação e pela manutenção do câmbio flexível, com atenção especial para o aumento da competitividade do País. Tais fundamentos permitem o fortalecimento do mercado de capitais e a redução do endividamento público.

Esses pilares da política econômica em conjunto com a política de rendas adotada pelo governo ao longo dos últimos anos produziram, mesmo em um ambiente macroeconômico internacional frágil, um mercado de trabalho sólido e dinâmico. Em 2012, encerramos o ano com o menor índice de desemprego da história do país.

Os reflexos positivos dessas transformações da economia brasileira começaram a serem sentidos no mercado de capitais, onde se verificou maior volume negociado de ativos financeiros ligados a produção - debêntures, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e outros produtos financeiros direcionados para o setor privado. Nesse sentido, a queda da taxa Selic foi um importante incentivo aos investidores para buscarem

maiores rentabilidades em ativos privados. Isso significa que um maior volume de recursos está à disposição das empresas e, com isso, espera-se uma expansão da oferta na economia e geração de empregos e mais renda, reforçando o combate à desigualdade no país.

Mesmo realizando R\$ 46 bilhões de desonerações tributárias, reduzimos a dívida líquida do setor público para 35,1% do PIB, garantindo a solidez das contas públicas no longo prazo e condições cada vez mais favoráveis de financiamento para o País. Apesar do agravamento da crise internacional em 2012, o Brasil operacionalizou medidas para a retomada do crescimento, sem prejuízo do controle da inflação e da responsabilidade fiscal anticíclica. Dessa forma, foram lançadas as bases para um crescimento vigoroso de longo prazo.

**GUIDO MANTEGA**  
**MINISTRO DA FAZENDA**

## MENSAGEM DO SECRETÁRIO DO TESOURO NACIONAL

---

É com grande prazer que apresento a 10ª edição do Relatório Anual da Dívida Pública, documento que discorre sobre os avanços na administração da Dívida Pública Federal - DPF - em 2012, tendo como referência as diretrizes traçadas pelo seu Plano Anual de Financiamento.

O ano de 2012 foi marcado, em âmbito mundial, por turbulências nas principais economias, especialmente na zona do Euro, que levaram a consecutivos cortes nas previsões de crescimento global. Nesse cenário, o Brasil conseguiu avançar em mudanças estruturais importantes, possibilitadas pela condução equilibrada das políticas fiscal e monetária.

Sob essa perspectiva, o ano, que começou com a taxa básica de juros da economia em 11% ao ano, acabou entrando para a história com a menor taxa já praticada no País nas últimas décadas, de 7,25% ao ano. Do lado fiscal, o governo atendeu os compromissos fiscais estabelecidos na Lei de Diretrizes Orçamentárias, ao mesmo tempo em que implementou políticas anticíclicas.

Quanto ao perfil da Dívida Pública Federal - DPF, os progressos em 2012 foram notáveis, principalmente no que diz respeito à composição e ao alongamento do seu prazo médio. Os títulos públicos prefixados e remunerados por índices de preços, que correspondiam conjuntamente a 65,5% da DPF ao final de 2011, passaram a representar 73,9%. Já o prazo médio da dívida, de 3,6 anos em dezembro do ano anterior, foi elevado para 4,0 anos.

Essa melhora deve-se, em grande parte, às operações realizadas pelo Tesouro Nacional de trocas de títulos com fundos geridos por instituições governamentais, os Fundos Extramercado e o FGTS, as quais retiraram do mercado quase R\$ 100 bilhões em títulos flutuantes (LFT), substituindo-os por títulos prefixados e remunerados por índices de preços com prazos médios maiores que os recebidos. Além disso, o movimento de queda nas taxas de juros criou incentivos necessários para que gestores de fundos de investimento e entidades de previdência complementar iniciassem substituição de seus ativos por outros mais alinhados aos objetivos do Tesouro Nacional.

Em relação às operações externas, o Tesouro Nacional foi muito atuante no aperfeiçoamento a estrutura a termo da taxa de juros, ao substituir títulos antigos por outros, cujos custos mais baixos são mais aderentes à atual condição de financiamento do país no exterior. Foram emitidos dois títulos referenciados em dólares, os Globais 2021 e 2023, sendo que este último, o novo ponto de referência de 10 anos nesse mercado, foi emitido a 2,686% ao ano, menor taxa da história. Vale ainda destacar que foram emitidos R\$ 3,15 bilhões do novo título em reais, o Global BRL 2024, à taxa recorde de 8,6% ao ano, sendo que, como parte do pagamento, foram recebidos cerca de R\$ 1,33 bilhão de reais em títulos com vencimentos em 2016 e 2022. Essas operações proporcionaram custos mais baixos de financiamento para a República e a consolidação de novos pontos de referência no mercado externo.

Em relação aos investidores individuais, o Tesouro Direto, programa de venda de títulos públicos pela internet, completou 10 anos em 2012 e tornou-se ainda mais atrativo com a adoção de novas funcionalidades. Entre as novidades implantadas podemos citar a redução do valor mínimo de aplicação para apenas cerca de R\$ 30,00, a opção do investidor em realizar compras programadas, fazer reinvestimento dos juros e dos vencimentos, e programar a venda antecipada de títulos. O objetivo foi dar mais comodidade ao investidor, que agora pode organizar melhor seus investimentos ao longo do tempo.

Todos esses avanços são também fruto do esforço do Tesouro Nacional para desenvolver o mercado secundário de títulos públicos e para expandir e diversificar a sua base de investidores. Ele ocorre por intermédio do constante diálogo com administradores de ativos e demais segmentos da sociedade e na certeza de que, agindo com previsibilidade e transparência, o Tesouro vai garantir menores riscos e custos de financiamento para o Governo Federal. É sob essa motivação que publicamos o Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2012.

***ARNO HUGO AUGUSTIN FILHO***  
***SECRETÁRIO DO TESOUREIRO NACIONAL***

## ÍNDICE GERAL

---

1. Evolução das Expectativas em 2012 .....	11
2. Resultados Alcançados e Avanços na Administração da Dívida.....	19
2.1. Estratégia e sua execução .....	20
Dívida Interna .....	20
Dívida Externa .....	26
2.2. Evolução dos Indicadores da DPF .....	31
Estoque .....	32
Composição da DPF .....	34
Estrutura de vencimentos.....	35
2.3. Análise de Risco.....	35
Risco de Mercado.....	36
Risco de Refinanciamento.....	39
Custo da Dívida Pública .....	42
2.4. Base de Investidores .....	46
3. Avanços Institucionais.....	49
Sistema Integrado da Dívida - SID.....	50
Eventos para Investidores Nacionais e Não Residentes.....	50
Visitas Técnicas ao Tesouro Nacional.....	52
Seminário “Prevenção à Fraude Tributária com Títulos Públicos Antigos” .....	52
Construção do Novo Sítio do Tesouro Nacional .....	53
Cooperação Brasil-Turquia .....	53
4. Tesouro Direto .....	53
4.1. Linha do tempo - Tesouro Direto 10 anos.....	54
4.2. Resultados Alcançados .....	55
4.3. Avanços.....	59
Alteração dos Novos Limites de Compra e Venda .....	59

Desenvolvimento das Novas Funcionalidades: As Aplicações Programadas .....	59
Desenvolvimento do novo portal do Tesouro Direto .....	60
Nova Plataforma de Precificação do Tesouro Direto .....	60
Participação em Eventos .....	60

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

---

Gráfico 1 - Projeções do Mercado para o PIB (Focus) - 2012 e 2013 .....	12
Gráfico 2 - Projeções do Mercado para o IPCA (Focus) - 2012 e 2013 .....	12
Gráfico 3 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Primeiro Trimestre .....	14
Gráfico 4 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Segundo Trimestre .....	15
Gráfico 5 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Terceiro Trimestre .....	16
Gráfico 6 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Quarto Trimestre .....	17
Gráfico 7 - Evolução da Taxa de Câmbio (R\$/US\$).....	18
Gráfico 8 - Emissões, Resgates e Emissões Líquidas (R\$ bi) .....	21
Gráfico 9 - Estoque em Mercado e Taxas das NTN-F, das LTN e dos Globais BRL .....	25
Gráfico 10 - Estoque e Taxas dos Principais Títulos Remunerados por Índices de Preços .....	25
Gráfico 11 - Evolução das Taxas de Juros do Global BRL 2024 .....	27
Gráfico 12 - Evolução das Taxas de Juros do Global 2021 e 2023.....	28
Gráfico 13 - Evolução das Taxas do Global 2041 .....	29
Gráfico 14 - Resultado da Estratégia Adotada para a DPFe entre 2006 e 2012.....	29
Gráfico 15 - Percentual de Dólares Adquiridos para Pagamento da DPFe .....	30
Gráfico 16 - Evolução da DPF, DPMFi e DPFe (% do PIB).....	33
Gráfico 17 - Composição da DPF: Realizado Comparado com os Limites de 2012 .....	34
Gráfico 18 - Prazo Médio e Percentual Vincendo em 12 Meses: Realizado versus Limites .....	35
Gráfico 19 - Evolução da Composição da DPF .....	36
Gráfico 20 - Risco de Repactuação da DPF .....	36
Gráfico 21 - Teste de Estresse sobre Juros e Câmbio.....	37

Gráfico 22 - Evolução DV01 de Títulos Prefixados.....	38
Gráfico 23 - Prêmio no Mercado Secundário .....	39
Gráfico 24 - Percentual Vencendo em 12 meses da DPF.....	40
Gráfico 25 - Evolução do Perfil dos Vencimentos da DPF .....	40
Gráfico 26 - Ofertas Públicas de Títulos Prefixados com Prazo Superior a 3 anos .....	41
Gráfico 27 - Prazo Médio do Estoque e das Emissões em Ofertas Públicas da DPMFi (anos) .....	42
Gráfico 28 - Evolução do Custo Médio da Dívida (taxa acumulada em 12 meses).....	42
Gráfico 29 - Taxas Médias Aceitas nas Ofertas Públicas de Títulos Prefixados.....	43
Gráfico 30 - Evolução do Custo Médio da DPF e da DPFe (taxa acumulada em 12 meses) .....	44
Gráfico 34 - Rentabilidade Acumulada do IMA.....	46
Gráfico 35 - Evolução da Carteira Governo .....	46
Gráfico 31 - Base de Detentores da DPMFi .....	47
Gráfico 32 - Composição da Carteira de Títulos Públicos por Detentor .....	48
Gráfico 33 - Distribuição por Prazo de Vencimento por Detentor .....	48
Gráfico 36 - Evolução do Uso do IMA por Fundos de Investimentos .....	49
Gráfico 37 - Número de Investidores Cadastrados - Tesouro Direto .....	55
Gráfico 38 - Vendas Anuais (R\$ Milhões) - Tesouro Direto.....	56
Gráfico 39 - Participação por Título nas Vendas - Tesouro Direto .....	57
Gráfico 40 - Vendas por Prazo - Tesouro Direto .....	57
Gráfico 41 - Estoque do Tesouro Direto - R\$ Milhões .....	58
Gráfico 42 - Composição do Estoque por Título - Tesouro Direto.....	58
Gráfico 43 - Composição do Estoque por Prazo - Tesouro Direto .....	59

## ÍNDICE DE TABELAS

---

Tabela 1 - Emissões Diretas em 2012 .....	21
Tabela 2 - Características das Emissões Diretas para o BNDES em 2012.....	22
Tabela 3 - Características das Emissões para a CEF em 2012 .....	23
Tabela 4 - Características das Emissões para o BB em 2012.....	23
Tabela 5 - Evolução do Percentual de Refinanciamento da DPMFi .....	24
Tabela 6 - Títulos Retirados do Mercado na Troca pelo Global BRL 2024.....	27
Tabela 7 - Impacto das Operações de Administração da DPFe em 2012.....	31
Tabela 8 - Resultados para a Dívida Pública Federal - DPF .....	32
Tabela 9 - Variação da DPF, DPMFi e DPFe em 2012 (R\$ bi) .....	32
Tabela 10 - Principais Eventos Internacionais com a Participação do Tesouro Nacional .....	51

## ÍNDICE DE QUADROS

---

Quadro 1 - Emissões Diretas em 2012.....	21
Quadro 2 - Brasil Realiza Operação de Trocas de Títulos no Mercado Externo .....	27
Quadro 3 - Evolução da Carteira Governo.....	45
Quadro 4 - Medidas junto às Entidades Abertas de Previdência Complementar .....	47

## ÍNDICE FIGURAS

---

Figura 1 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional.....	19
Figura 2 - Linha do Tempo - Tesouro Direto 10 Anos.....	52

## 1. EVOLUÇÃO DAS EXPECTATIVAS EM 2012

---

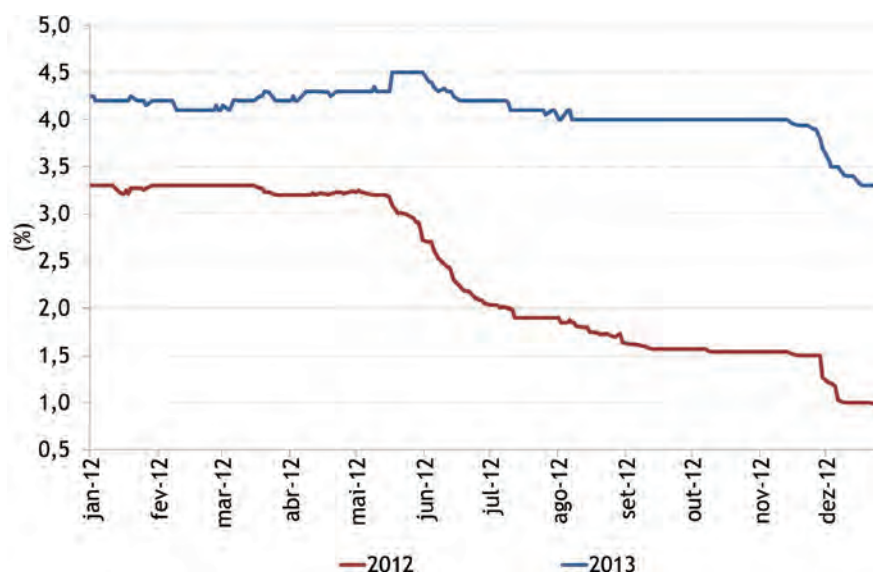
As incertezas em torno da solvência de importantes economias avançadas e a redução do crescimento do produto global, bem como as dúvidas a respeito da implantação e eficácia de políticas econômicas adotadas para lidar com um cenário internacional complexo, constituíram os principais vetores de influência das expectativas dos agentes econômicos em 2012. Com efeito, a economia mundial mostrou grande fragilidade, de um lado pela elevação do risco de recessão e pelas incertezas quanto à dinâmica da dívida pública de importantes economias, e por outro pela baixa capacidade das economias emergentes em manterem expansão forte diante de tal cenário.

No âmbito doméstico, a redução mais intensa do que esperado no nível de atividade e a necessidade de adequação da política econômica para agir anticíclicamente também atuaram de maneira adicional sobre o movimento dos mercados. Sob esse ambiente, as expectativas a respeito do desempenho da economia brasileira alteraram-se de maneira importante diante da persistência do ritmo fraco do nível de atividade, o que acabou afastando a perspectiva de descolamento do ciclo econômico global ao longo do ano. Nesse contexto, a política econômica continuou a ser tempestiva, com ações não limitadas a aspectos conjunturais, mas também com alcances estruturais. Essas mudanças foram acompanhadas por alteração significativa na estrutura a termo da taxa de juros, como veremos a seguir.

As dúvidas quanto à dinâmica da dívida de algumas economias, especialmente da Zona do Euro e dos Estados Unidos (EUA), e as frágeis condições políticas e econômicas para lidar com essas adversidades mantiveram um ambiente econômico restritivo nos primeiros meses do ano. Apesar dos avanços para contornar alguns problemas financeiros, com destaque para as operações de liquidez do Banco Central Europeu (BCE), a possibilidade de a crise extrapolar os limites de países da periferia da Zona do Euro e contaminar economias com papel mais relevante no grupo manteve-se e contribuiu para elevar a percepção de risco ao longo do segundo trimestre. Dessa forma, embora não tenha ocorrido nenhum evento de ruptura nos mercados, a primeira metade do ano registrou grande volatilidade.

Internamente, à medida que os impactos da crise ficavam mais claros, o governo agia oportunamente para mitigar os principais canais de contágio sobre a economia brasileira. Nesse contexto, merecem destaque o amplo processo de flexibilização monetária, o deslocamento do balanço fiscal do setor público de restritivo para expansionista, e as ações adotadas para lidar com a elevada liquidez global. Embora vários desses instrumentos já estivessem em curso nos primeiros meses do ano, a desaceleração do nível de atividade e as incertezas relacionadas à profundidade da crise ainda geravam volatilidade elevada nos mercados domésticos. Esses elementos se refletiram sobre o produto doméstico, que, apesar das medidas governamentais, perdeu dinamismo.

O segundo semestre apresentou alguma tendência de recuperação dos canais de crédito globais, bem como da atividade e do comércio exterior, indicando uma caminhada lenta para a normalização dos mercados internacionais. Apesar de não ocorrer uma solução efetiva para a crise na Zona do Euro, os problemas de curto prazo foram gradativamente equacionados. Além disso, elementos de não deterioração do ambiente internacional passaram a ser encontrados nas perspectivas de recuperação da economia norte-americana, apesar das incertezas relacionadas à questão fiscal, e na capacidade da China manter um ritmo forte de crescimento. Em relação à economia brasileira, o período foi marcado pela expectativa de fortalecimento da recuperação econômica em decorrência, sobretudo, dos esforços envidados pelo governo. Entretanto, as respostas do nível de atividade não vieram como esperado e trouxeram dúvidas quanto à capacidade de se criar um ritmo de crescimento robusto em meio às adversidades. Com efeito, havia vários instrumentos de estímulo, mas a incipiente recuperação denotava a passagem por um período de transição para um novo cenário macroeconômico, caracterizado por taxas reais de juros historicamente baixas, política fiscal agindo anticíclicamente e taxa de câmbio mais competitiva. De qualquer forma, ao final do período predominava o entendimento de que a fase de desaceleração tinha ficado para trás.

**Gráfico 1 - Projeções do Mercado para o PIB (Focus) - 2012 e 2013**


Fonte: Banco Central

As repercussões da crise internacional sobre as expectativas de inflação interna foram dicotômicas nos primeiros meses do ano. Se, por um lado, a perspectiva de desinflação externa e de perda do dinamismo do crescimento doméstico criaram vetores de arrefecimento da trajetória dos preços, por outro lado, os efeitos dos estímulos econômicos efetuados e a perspectiva de descolamento do crescimento brasileiro pressionavam as perspectivas de inflação de prazos mais longos. No segundo semestre, porém, as expectativas inflacionárias de 2012 apresentaram deterioração em decorrência, principalmente, do forte choque de oferta sobre os preços de importantes *commodities* agropecuárias. Apesar do esvaziamento desse efeito ao longo dos últimos meses do ano, as perspectivas de taxas de juros mais baixas e de taxa de câmbio em patamares mais elevados foram alguns dos elementos que contribuíam para manter as expectativas inflacionárias em níveis elevados.

**Gráfico 2 - Projeções do Mercado para o IPCA (Focus) - 2012 e 2013**


Fonte: Banco Central

Apesar dos desafios observados ao longo do ano, ao final de 2012 existiam vários elementos que indicavam a aceleração do crescimento. Medidas de política econômica ajudaram a fortalecer os fundamentos da economia brasileira e revelaram a existência de instrumentos robustos para lidar com os efeitos negativos de uma crise duradoura. De fato, mesmo diante de um cenário de transição, continuavam favoráveis as perspectivas com respeito ao endividamento público e ao aparato de instrumentos de políticas econômicas disponíveis para agir anticíclicamente. Entretanto, alguns desafios foram postos à economia doméstica, especialmente em relação à necessidade de uma célere elevação da capacidade de investimentos diante de cenário complexo, que acomodava elevado grau de incerteza.

## 1º Trimestre

A percepção de que a crise internacional teria impacto arrefecedor sobre a inflação estava consolidada entre os gestores públicos desde o ano anterior. As diversas restrições impostas às economias maduras limitavam substancialmente a utilização de políticas econômicas anticíclicas e a aceleração de crescimento global. Muitas economias emergentes também mostravam moderação no ritmo de atividade, inclusive a brasileira. Adicionalmente, a economia doméstica apresentava sinais de recuo da inflação corrente, o que permitiu continuidade ao processo de flexibilização monetária, fazendo com que a curva de juros doméstica apresentasse significativa inclinação negativa nos vértices mais curtos, apesar das expectativas divergentes quanto à magnitude e ao momento das ações de política monetária e da forte inclinação para prazos mais longos em decorrência da perspectiva de recuperação do crescimento.

Os indicadores econômicos domésticos divulgados ao longo do primeiro trimestre mostravam que os impactos dos acontecimentos externos ocorriam por diferentes canais, a exemplo da corrente de comércio, do fluxo de investimentos e do crédito. Em março, a divulgação do PIB de 2011 ratificou o processo de moderação pelo qual a economia passava e consolidou a percepção de que a política monetária deveria ser mais expansionista do que previamente avaliado. Diante deste quadro, o Comitê de Política Monetária (Copom) deu continuidade ao ciclo de flexibilização monetária, com reduções de 50 p.b e 75 p.b nas reuniões de janeiro e de março, respectivamente, levando a taxa básica de juros para 9,75% a.a.

Com uma linha de atuação baseada na busca do cumprimento da meta de superávit primário, centralizando na política monetária todo o poder de política anticíclica, o governo realizou contingenciamento de R\$ 55 bilhões do Orçamento da União para 2012. Não obstante, ocorreram estímulos à economia por meio da continuidade do processo de desoneração tributária<sup>1</sup>. As medidas tinham como cerne a consolidação de um ambiente favorável para inflação e taxas de juros, bem como a manutenção de uma trajetória cadente do endividamento público. Concomitantemente a esse processo de realinhamento da política econômica, também existia a preocupação quanto ao crescimento da liquidez global, decorrente da flexibilização monetária de importantes economias. Para limitar as distorções advindas desse movimento, o governo brasileiro adotou nova postura com respeito à política cambial, bem como medidas adicionais de caráter prudencial<sup>2</sup>.

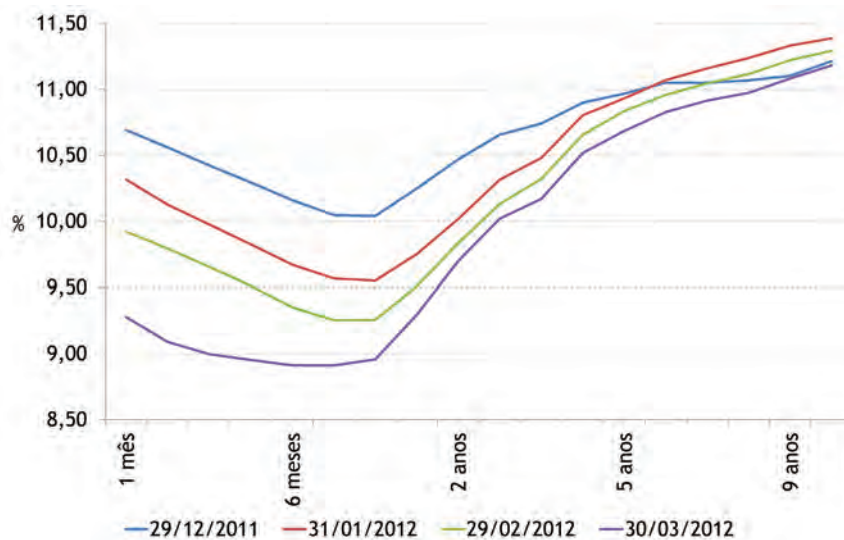
Ao final do primeiro trimestre, a economia mundial ainda enfrentava incerteza acima da usual, apesar de alguma melhora. Havia percepção mais positiva em relação à atividade nos EUA e o provimento de liquidez adicional pelo BCE ajudou a reduzir a probabilidade de eventos bancários extremos, apesar de não ter dissipado os riscos quanto à estabilidade financeira global. No Brasil, o entendimento de que a crise externa

<sup>1</sup> O Governo Federal prorrogou, em 26/03/2012, por mais três meses a redução das alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidentes sobre refrigeradores, congeladores, máquinas de lavar e secar de uso doméstico e fogões de cozinha, itens da chamada linha branca.

<sup>2</sup> Em 01/03/2012 o Governo Federal aumentou de dois para até três anos o prazo de incidência da alíquota do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) nas liquidações de operações de câmbio. Em 12/03/2012 reforçou a decisão de reduzir o fluxo de capital que entrava no país e ampliou de três para cinco anos o prazo mínimo para isenção de cobrança de alíquota de 6% do IOF sobre empréstimos realizados no exterior por empresas e instituições financeiras.

seria prolongada e uma agenda governamental focada na aceleração do crescimento solidificavam a ideia de que as taxas de juros migrariam para patamares historicamente baixos. Contudo, as taxas de juros de prazos mais longos eram menos sensíveis a essa percepção.

**Gráfico 3 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Primeiro Trimestre**



Fonte: BMF&Bovespa

## 2º Trimestre

No começo do segundo trimestre, o governo brasileiro anunciou novas políticas de estímulo, com destaque para a desoneração da folha de pagamentos de setores da indústria<sup>3</sup> que usavam mão de obra intensiva e para a alteração da regra de remuneração da Caderneta Poupança<sup>4</sup>. Com esta última medida, foi desarmado um relevante empecilho institucional para a redução da taxa básica de juros, o que constituiu mais um passo para compatibilizar a estrutura financeira nacional ao novo cenário de inflação e juros em queda. Com efeito, amparada em outras relevantes mudanças estruturais ocorridas em anos anteriores<sup>5</sup>, a mudança na regra da Caderneta de Poupança foi mais um fator que propiciou forte redução da estrutura a termo da taxa de juros.

O segundo trimestre foi marcado por ampla deterioração dos mercados globais. A economia norte-americana, que vinha apresentando resultados surpreendentemente positivos nos meses anteriores, mostrou perda de fôlego. Além disso, a fragilidade da economia espanhola - com aprofundamento da recessão, crise bancária e crescentes custos de refinanciamento - ganhou espaço na agenda econômica e passou a suscitar dúvidas quanto ao transbordamento dos efeitos negativos sobre as demais economias da Zona do Euro. Embora o provimento de liquidez do BCE tenha reduzido a probabilidade de ocorrência de ruptura nos mercados, persistiram riscos elevados para a estabilidade financeira global em decorrência, sobretudo, da exposição de bancos internacionais às dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais. Ao mesmo tempo, a frustração de resultados da

<sup>3</sup> Os setores beneficiados passaram a contribuir com um percentual de 1% a 2% da receita bruta em substituição à contribuição previdenciária. Vale notar que essa medida poderia ser ampliada para outros setores, eventualmente, no sentido de reduzir os custos do setor privado

<sup>4</sup> A Caderneta de Poupança é o investimento mais tradicional, conservador e popular entre os brasileiros, principalmente entre os de menor renda. A regra anterior de rendimento da Caderneta de Poupança funcionava como um obstáculo para a queda das taxas de juros da economia a partir de certo patamar, pois a remuneração fixa da Caderneta de Poupança criava uma taxa mínima de juros para a captação dos bancos. Caso não houvesse a alteração, a partir de um patamar da taxa básica de juros, tenderia a haver forte migração de grandes investidores para a Caderneta de Poupança.

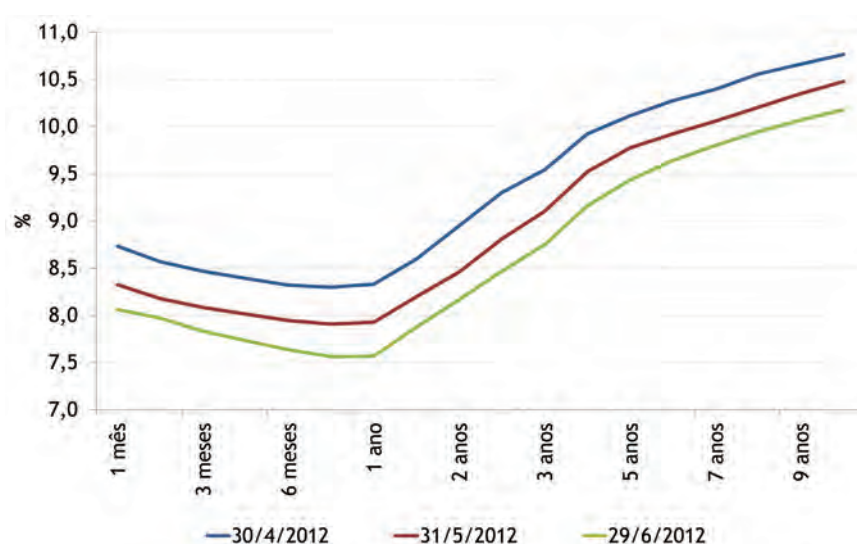
<sup>5</sup> Responsabilidade fiscal, conduzindo ao endividamento público equilibrado, cumprimento das metas de inflação, aprofundamento do mercado de crédito, redução dos prêmios de risco e déficit em transações correntes amplamente financiado por investimentos diretos do exterior.

economia chinesa ensejava a adoção de medidas monetárias para auxiliar sua expansão.

Nos meses de maio e junho, o cenário internacional foi pautado principalmente pelas indefinições na Zona do Euro, com os mercados globais apresentando elevada volatilidade. Eram crescentes as pressões sobre a estabilidade da união monetária. O ambiente internacional continuava a piorar, com progressivo aumento da aversão ao risco e correções significativas nos preços de ativos. O dissenso em torno das possíveis ações de política econômica (se estímulo direto da atividade ou austeridade fiscal e reformas estruturais) apenas deixava clara a falta de liderança e coordenação da região. Eram nítidas as dificuldades políticas quanto a encontrar uma solução ampla para crise. Adicionalmente, havia dúvidas com respeito às eleições na Grécia.

A essa piora externa somava-se a persistente frustração com o desempenho da atividade doméstica. A safra de indicadores divulgados revelava que a economia brasileira continuava a enfrentar dificuldades para engrenar uma retomada mais consistente do crescimento. O governo continuou a divulgar medidas de estímulo, voltadas ao setor automotivo e à indústria de bens de capital, segmentos diretamente afetados pelo agravamento da crise internacional. Além disso, apareciam os primeiros impactos da ausência de aceleração da atividade econômica sobre as contas do governo, com a evolução das receitas dificultando o cumprimento da meta de superávit primário em 2012. O conjunto de informações externas, associado ao balanço de riscos para a inflação e ao ritmo ainda incerto da atividade doméstica, causou correções para baixo ao longo da estrutura a termo da taxa de juros e levou o COPOM a manter a velocidade dos ajustes na política monetária, reduzindo a taxa básica de juros em 75 p.b e 50 p.b. nas reuniões de abril e maio, respectivamente, para 8,50% a.a.

**Gráfico 4 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Segundo Trimestre**



Fonte: BM&FBOVESPA

### 3º Trimestre

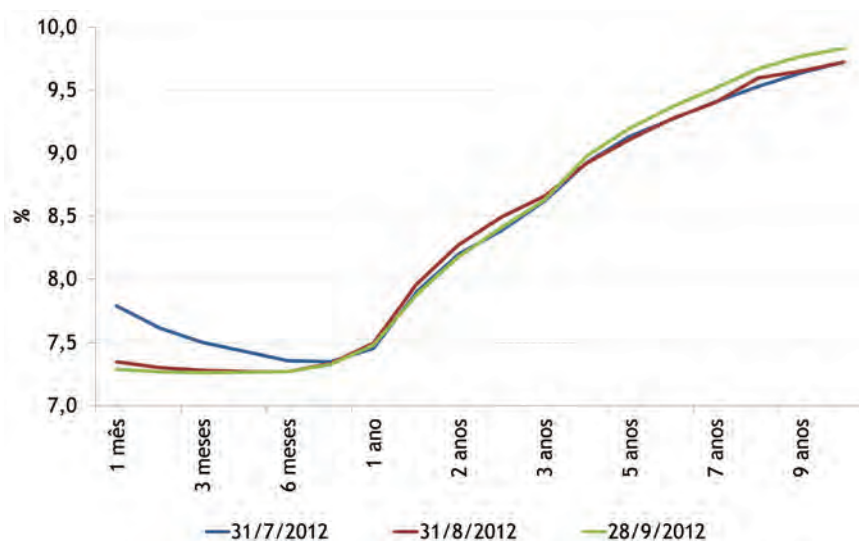
No começo do terceiro trimestre, o encontro de líderes da Zona do Euro trouxe elementos positivos, com a sinalização de que o *European Stability Mechanism* (ESM) poderia atuar diretamente na capitalização dos bancos, abrindo caminho para o resgate do sistema bancário espanhol. Entretanto, permaneceram algumas incertezas sobre pontos práticos associados às propostas acordadas. Nos EUA, o *Federal Reserve* anunciou continuidade da Operação *Twist* até o final de 2012 e a política monetária caminhava na direção de mais uma etapa de afrouxamento quantitativo. Sob esse contexto, havia expectativa de gradual diluição da aversão global ao risco e de um paulatino reaquecimento da atividade econômica nos EUA, na China e até mesmo na Europa.

Mas foi no final do terceiro trimestre que notícias alvissareiras de diferentes regiões ajudaram a melhorar o ambiente externo: i) nos EUA, a *Federal Reserve* garantiu a manutenção da taxa básica de juros no intervalo entre zero e 0,25% a.a. até meados de 2015 e anunciou o programa de compra de US\$ 40 bilhões por mês em ativos lastreados em títulos hipotecários durante prazo indefinido, de forma a contribuir para reduzir ainda mais as taxas de juros nos financiamentos de imóveis e consolidar a incipiente recuperação do setor imobiliário; ii) na Europa, a justiça alemã reconheceu a legalidade do ESM; e iii) na China, o governo anunciou plano de investimento em infraestrutura, como forma de manter o dinamismo da economia doméstica.

No Brasil, foram aumentando os indícios de reaceleração da economia<sup>6</sup>: a) o consumo ganhou fôlego; b) os mercados de trabalho e de crédito apresentaram melhora; e c) indicadores antecedentes e coincidentes sugeriam que o PIB do terceiro trimestre deveria crescer em ritmo anualizado de 4%. As principais dúvidas estavam ao redor de uma aceleração do investimento. Contudo, o entendimento de que o ciclo de flexibilização da política monetária estava se aproximando do fim passou a ser crescente diante, também, do ambiente inflacionário menos favorável. Com efeito, houve intensa perda de inclinação nos trechos mais curtos da curva de juros, mas o cenário de reativação irregular da economia doméstica impedia maior convergência das expectativas. Nesse contexto, a taxa básica de juros atingiu 7,50% a.a. no final do 3º trimestre, após reduções de 50 p.b. nas reuniões de julho e agosto.

Do lado fiscal, a perspectiva de superávit primário abaixo da meta não prejudicava a avaliação de continuidade da trajetória de redução do endividamento público em função de um panorama favorável para o resultado nominal do setor público. Além disso, o governo continuava a perseguir uma agenda de mudanças estruturais: i) redução do custo da tarifa de energia elétrica para as famílias e indústrias; ii) permissão para aumento do endividamento de vários estados que mostraram-se aptos do ponto de vista fiscal, de forma a elevar os investimentos em infraestrutura, especialmente; e iii) ampliação da lista dos setores beneficiados com a redução de tributos sobre a folha de pagamentos, com o intuito de reduzir o custo da mão de obra e tornar as empresas nacionais mais competitivas.

**Gráfico 5 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Terceiro Trimestre**



Fonte: BM&FBOVESPA

<sup>6</sup> Os indicadores coincidentes tanto da indústria quanto do comércio davam indícios de uma recuperação mais forte no 3º trimestre. O IBC-Br, índice de atividade econômica do Banco Central, usado como *proxy* para o PIB mostrou crescimento de 1,1% no trimestre encerrado em setembro. No entanto, a divulgação do resultado do PIB do 3º trimestre ao final de novembro, mostrou crescimento de apenas 0,6% sobre o trimestre anterior, valor significativamente abaixo da mediana das expectativas de mercado (1,2%).

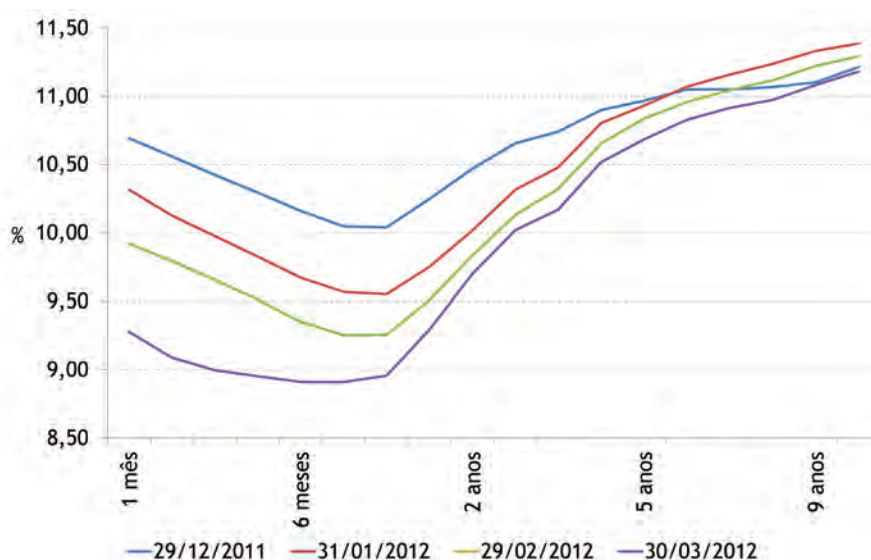
## 4º Trimestre

O último trimestre do ano iniciou com sinais de agravamento da crise europeia e elevada incerteza em relação à política fiscal nos EUA, que continuavam a apresentar ritmo de atividade econômica sem tração, em meio à disputa eleitoral. As economias emergentes também mostravam dificuldade em acelerar o ritmo de crescimento, prejudicando as perspectivas para o ano vindouro. Na Zona do Euro, permaneciam dúvidas sobre a capacidade de os países periféricos implementarem seus programas de ajuste econômico e sobre a habilidade dos governos de contornarem as adversidades, o que, para muitos, elevou o risco de ruptura e as chances da Grécia deixar o bloco. Contudo, os líderes europeus conseguiram avançar em pontos importantes em relação à união bancária e à regularização da atuação do BCE no mercado de títulos públicos.

Posteriormente, o congresso grego aprovou nova rodada de medidas de ajuste fiscal e cumpriu as exigências dos credores para desembolso de mais uma tranche de recursos. Por outro lado, os dados do PIB do terceiro trimestre na Europa confirmavam a recessão técnica, ainda que moderada, e mostravam a fragilização das economias mais fortes. Nesse ambiente, ganhou atenção o impasse político nos EUA a respeito de um possível ajuste fiscal. Caso não houvesse acordo, provavelmente a economia norte-americana voltaria à recessão, encerrando ciclo de discreta recuperação. Apesar dos contratemplos, havia perspectiva de entendimento político capaz de aliviar o impacto adverso. Notícias positivas também passaram a vir da China, que gradativamente afastava os indícios de desaceleração mais intensa.

Concernente à economia doméstica, as expectativas com respeito à política monetária começavam a denotar menor dispersão, consolidando-se consenso de que o ciclo de afrouxamento estava chegando ao fim. De fato, em outubro a autoridade monetária decidiu reduzir a Selic em 25 p.b., para 7,25% a.a., e encerrar o ciclo de flexibilização monetária após 525 p.b. de baixa desde agosto de 2011. O Copom destacou o entendimento de que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado seria a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta. Essa sinalização também foi ratificada na última reunião do Copom do ano e a curva de juros passou a projetar elevação da taxa básica de juros apenas em prazo superior a doze meses.

**Gráfico 6 - Curvas de Juros (Swap Pré-DI) do Quarto Trimestre**

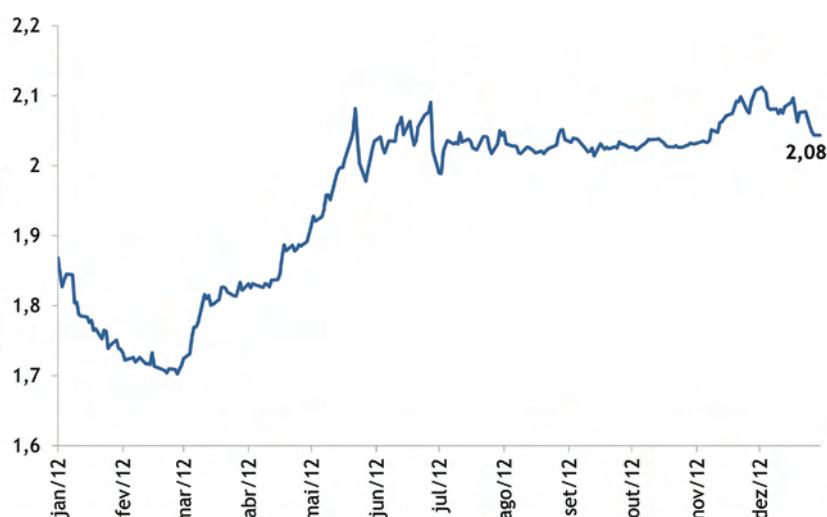


Fonte: Banco Central

O conjunto de indicadores antecedentes e coincidentes da atividade doméstica reafirmava o diagnóstico de que a economia brasileira estava reagindo às medidas de estímulo monetário e fiscal adotadas nos últimos meses. No entanto, do ponto de vista fiscal, as dificuldades para o alcance dos objetivos eram evidentes e o Ministério da Fazenda decidiu utilizar as despesas do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) para abater a meta de superávit primário de 2012, como previsto em lei. Os principais fatores para essa percepção eram as frustrações de arrecadação e as perdas tributárias advindas das políticas de desoneração de impostos<sup>7</sup>.

Outro movimento econômico destacado ao longo do ano foi a mudança na condução da política cambial brasileira. Com a acentuação da crise, políticas monetárias excessivamente flexíveis ao redor do globo contribuíram para elevar de maneira exacerbada a liquidez no mercado internacional, favorecendo a formação de fluxo financeiro potencialmente desestabilizador para economias mais atrativas, a exemplo do caso brasileiro. Nesse sentido, sempre que o Ministério da Fazenda e o Banco Central avaliavam a existência de tendências persistentes e arriscadas, bem como de possível volatilidade em excesso, ações específicas eram tomadas, sejam por meio de medidas tributárias ou de atuações nos mercados à vista ou futuro. Ao longo do tempo, essas intervenções acabaram desvalorizando a taxa de câmbio do patamar de R\$/US\$ 1,70 no primeiro trimestre para algo entre R\$/US\$ 2,0 e R\$/US\$ 2,10 no último trimestre.

**Gráfico 7 - Evolução da Taxa de Câmbio (R\$/US\$)**



Fonte: BM&FBOVESPA

Outro comportamento importante observado ao longo do ano foi a continuidade do ingresso de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED), a despeito da desaceleração do nível de atividade. Esse fluxo continuou a ser a principal fonte de financiamento do déficit em transações correntes, corroborando tendência observada nos últimos anos. Cumpre mencionar que as reservas internacionais atingiram seu maior patamar histórico, superando o montante de US\$ 378,61 bilhões e mantendo-se superior à totalidade do endividamento externo do país (privado e público). Nesse contexto, a percepção de solidez macroeconômica no médio e longo prazos continuou a prevalecer, capturada pelo desempenho dos prêmios de risco soberano.

Por fim, é importante observar que, diante das principais adversidades observadas ao longo do ano, o governo brasileiro tomou uma série de medidas favoráveis à elevação do investimento e da produtividade. Nesse sentido, o conjunto de mudanças teve não apenas caráter anticíclico, sendo algumas medidas de alcance

<sup>7</sup> A redução do IPI para automóveis foi estendida até o fim do ano, o que colaborou para desacelerar a inflação e, principalmente, estimular o crescimento da indústria, uma vez que simultaneamente estimula a demanda por carros e reduz seus preços.

estrutural e maturidade mais elevadas, com prováveis impactos positivos sobre o ambiente de negócios por anos. A agenda de ampliação de investimento continuou como prioridade governamental, que em conjunto com outros fatores (juros reais mais baixos, câmbio mais competitivo e desonerações fiscais) contribuiria para reestabelecer a dinâmica da economia brasileira, mesmo com a possível presença de elevada incerteza no cenário internacional.

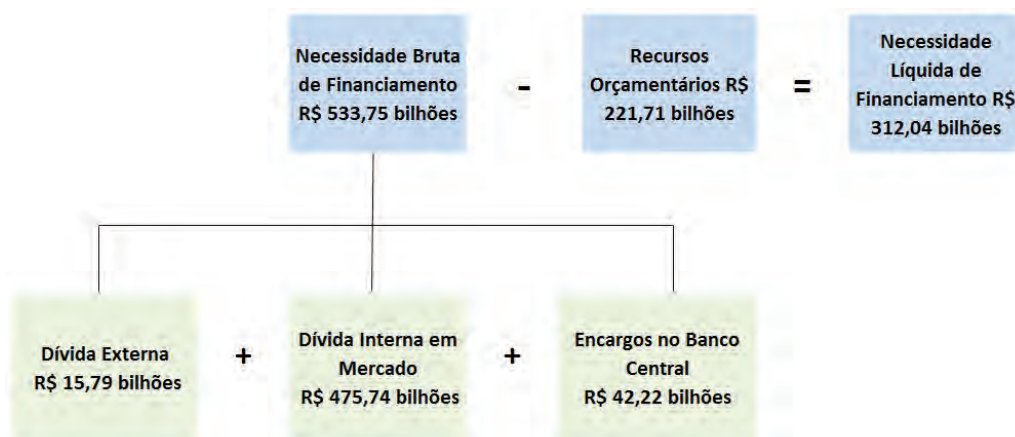
## 2. RESULTADOS ALCANÇADOS E AVANÇOS NA ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA

O objetivo primário da gestão da Dívida Pública Federal é o levantamento de recursos suficientes para o atendimento da necessidade de financiamento do governo federal, sendo este o ponto de partida para a definição da estratégia de emissões de títulos públicos pelo Tesouro Nacional.

No intuito de prover transparência e efetivamente descrever a atuação do Tesouro Nacional quanto ao refinanciamento da dívida pública, o diagrama abaixo traz uma representação da necessidade de financiamento em 2012 considerando os vencimentos da dívida pública externa e doméstica, dos encargos referentes aos títulos na carteira do Bacen<sup>8</sup> e, por outro lado, dos recursos orçamentários direcionados para o pagamento da DPF. Assim, a necessidade bruta de financiamento em 2012 alcançou R\$ 533,75 bilhões.

Para se apurar a necessidade líquida de financiamento do governo federal, deduzem-se desse montante os recursos orçamentários utilizados para pagamento de DPF, que registraram R\$ 221,71 bilhões em 2012. Destaca-se que parte desse valor é oriunda da transferência ao Tesouro Nacional do resultado positivo apurado no balanço do Banco Central, no valor de R\$ 146,97 bilhões<sup>9</sup>. Dessa forma, a necessidade líquida de financiamento em 2012 foi de R\$ 312,04 bilhões.

**Figura 1 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional**



Nota: Os montantes incluem valores decorrentes de compromissos contratuais executados diretamente por unidades da administração federal direta, além de outros fatores decorrentes de ajustes contábeis. Não estão incluídos, nos vencimentos da dívida interna em mercado, as operações de troca/cancelamentos que totalizaram R\$ 179,71 bilhões, uma vez que estas não afetam a necessidade de financiamento. Desse montante, R\$ 74,02 bilhões se referem a trocas efetuadas por meio de leilões e R\$ 105,34 bilhões são resultados das operações diretas realizadas com os fundos extramercado e com o FGTS, que alcançaram R\$ 61,20 bilhões e R\$ 44,14 bilhões, respectivamente (vide Quadros 1 e 3).

Fonte: Siafi

<sup>8</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 ou oriundos da emissão de títulos em mercado.

<sup>9</sup> Deste total, R\$ 61,05 bilhões amortizaram o principal da dívida junto ao próprio Banco Central e R\$ 85,92 bilhões reduziram esta necessidade de financiamento.

As seções seguintes detalham como se deram as operações de emissões, resgates e trocas a fim de colocar em prática a estratégia planejada e explicitada no PAF 2012, tendo em vista as condições do mercado.

## 2.1. Estratégia e sua execução

### Dívida Interna

Como poderemos observar ao longo desta seção, a estratégia adotada pelo Tesouro Nacional seguiu as diretrizes enunciadas no PAF 2012. Em relação às emissões, estas estiveram em linha com a diretriz de substituir gradualmente os títulos indexados a taxas flutuantes por instrumentos prefixados e remunerados por índices de preços.

Para os títulos prefixados, a estratégia executada consistiu na emissão de quatro pontos de referência de LTN, de curto e médio prazos, de até 4 anos. Para as NTN-F, títulos prefixados de médio e longo prazos, foram ofertados dois novos vencimentos, o 2018 e o 2023, representando referências de 5 e 10 anos.

Em relação às emissões de títulos remunerados por índices de preços (NTN-B), foi mantida a estratégia de emissão de seis *benchmarks*, dos quais três com prazos até 10 anos e três entre 20 e 40 anos, bem como a realização dos leilões de troca.

Quanto aos títulos indexados a taxas flutuantes, o Tesouro permaneceu com sua política de redução dos lotes ofertados das LFT, realizando refinanciamento líquido inferior a 100% desses títulos. Diferentemente dos anos anteriores, em 2012 foi ofertado apenas um vencimento de LFT em cada leilão, que passou a ter regularidade mensal, em contraste com as ofertas quinzenais realizadas em 2011.

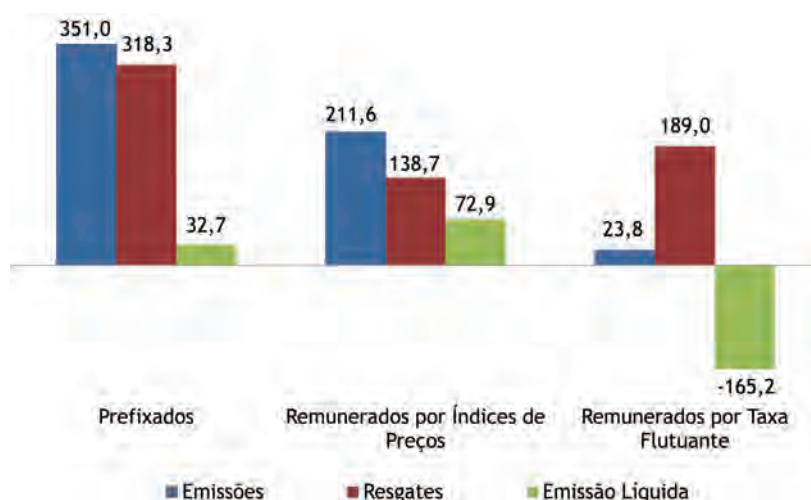
O ano de 2012 permitiu a substituição de forma gradual das emissões de títulos prefixados de curto prazo por prefixados de médio e longo prazo. As emissões tradicionais das LTN mais longas (2 a 4 anos) representaram 90,2% das colocações desses títulos em 2012. No tocante às NTN-F, o volume vendido dos novos vencimentos desse título em leilões tradicionais atingiu R\$ 26,4 bilhões em 2012, superando o volume ofertado em 2011. Ao final, a emissão líquida de títulos prefixados foi de R\$32,7 bilhões, com emissões de R\$ 351,0 bilhões, ante resgates de R\$ 318,3 bilhões.

Quanto às NTN-B, o volume emitido em leilões tradicionais em 2012 foi de R\$ 66,6 bilhões, o que contribuiu para o aumento da participação dos títulos remunerados por índices de preços na DPF. O Tesouro Nacional manteve ainda a realização de leilões mensais de recompra das NTN-B com vencimento após 2030, dando aos seus detentores uma possibilidade adicional de liquidez em relação ao mercado secundário. As emissões totais<sup>10</sup> de títulos remunerados por índices de preços foram de R\$ 211,6 bilhões, com resgates de R\$ 138,7 bilhões. Como resultado, houve emissão líquida de R\$ 73,0 bilhões. A diferença entre as emissões totais e o volume emitido em leilões tradicionais deve-se, em sua maior parte, às operações de troca de títulos com os Fundos Extramercado e com o FGTS, além de concessão de crédito para o BNDES, a Caixa e o Banco do Brasil, conforme detalhado na Tabela 2.

Em relação aos títulos indexados a taxas flutuantes, foram emitidos apenas 34,5% do total vendido em 2011. Nos leilões tradicionais, o volume emitido para este indexador representou apenas 3,8% do volume total vendido em 2012. Em consequência, houve resgate líquido de cerca de R\$ 165,2 bilhões em títulos remunerados por taxas flutuantes, resultado das emissões de R\$ 23,8 bilhões e resgates de R\$ 189,0 bilhões.

O gráfico 8 a seguir apresenta um balanço da atuação do Tesouro no mercado doméstico em 2012. No tocante às emissões, cabe dizer que elas incluem tanto as ofertas de títulos em leilões tradicionais como as emissões diretas, realizadas para atender a objetivos específicos determinados por lei. Um panorama geral das emissões diretas realizadas no ano é apresentado no Quadro 1.

<sup>10</sup> As emissões totais compreendem as tradicionais, realizadas por meio de oferta pública, e as diretas previstas em lei como, por exemplo, as destinadas para o BNDES.

**Gráfico 8 - Emissões, Resgates e Emissões Líquidas (R\$ bi)**


Fonte: Tesouro Nacional

### Quadro 1 - Emissões Diretas em 2012

Em 2012, as emissões diretas de títulos (fora de leilões competitivos), realizadas com o objetivo de atender a finalidades específicas definidas em lei, totalizaram R\$ 191,18 bilhões. Em termos de volume financeiro, as emissões mais significativas foram aquelas referentes às operações de troca de títulos com os Fundos Extramercado e com o FGTS, seguidas das relativas às operações de concessão de crédito para o BNDES, a Caixa Econômica Federal - CEF e o Banco do Brasil - BB, conforme ilustra a tabela a seguir:

**Tabela 1 - Emissões Diretas em 2012**

Programa	Instrumento Legal	Títulos Emitidos	Total Emitido (bilhões de R\$)
<b>1. Operações com Contrapartida Financeira e Impacto no Estoque</b>			
Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior - FIES	Lei nº 10.260/01	CFT-E	2,20
<b>Total</b>			<b>2,20</b>
<b>2. Operações sem Contrapartida Financeira</b>			
<b>2.1 Sem Impacto no Estoque</b>			
Permuta de Títulos - EMGEA	M.P. nº 2.196/01	NTN-B/NTN-F	0,09
Permuta de Títulos - FUNDO PÁTRIA CREDIT E HEDGE	Lei nº 10.179/01	NTN-F	0,14
Permuta de Títulos - FUNDOS EXTRAMERCADO	Lei 10.179/01 - Res. CMN 4034/11	LTN/NTN-B/NTN-F	61,20
Permuta de Títulos - FGTS	Lei 10.179/01 - Res. CCFGTS 687/12	LTN/NTN-B/NTN-F	44,14
<b>Total</b>			<b>105,57</b>
<b>2.2 Com Impacto no Estoque</b>			
Fundo de Compensação das Variações Salariais - FCVS	Lei nº 10.150/00	CVS	1,34
Programa de Financiamento às Exportações - PROEX	Lei nº 10.184/01	NTN-I	0,55
Reforma Agrária	Decreto nº 578/92 e M.P. nº 2.183/01	TDA	0,38
Concessão de Crédito - CAIXA	MP nº 581, DE 20/09/2012	LTN/NTN-B	13,00
Concessão de Crédito - BANCO DO BRASIL	MP nº 581, DE 20/09/2012	LTN-NTN-F	8,10
Concessão de Crédito - BNDES	Lei nº 12.453/11	LTN/LFT/NTN-B/NTN-F	55,00
Substituição de ativos - FGE	Decreto nº 7.731/12	NTN-F	2,91
Acordo Judicial - CEEE	Leis nºs 9.469/97 e 10.179/01	NTN-B	2,13
Securitização - ELETROBRÁS/CEMIG	MP 2.209/01 e Lei 8.029/90	NTN-B	1,5 10 <sup>4</sup>
<b>Total</b>			<b>83,41</b>
<b>Total</b>			<b>191,18</b>

Fonte: Tesouro Nacional

As operações de troca com fundos geridos pelo governo tiveram papel fundamental na expressiva melhora da composição da dívida pública registrada em 2012, uma vez que proporcionaram a retirada de cerca de R\$ 105 bilhões em títulos flutuantes. Tais operações serão descritas com maior detalhe no Quadro 3 deste relatório.

Em relação às emissões diretas para o BNDES, a primeira operação ocorreu em janeiro, no valor de R\$ 10 bilhões, volume remanescente do limite autorizado pela Medida Provisória nº 526, de 2011, posteriormente convertida na Lei nº 12.453, de 2011. Outras três operações foram realizadas em junho, outubro e dezembro, nas quais foram emitidos R\$ 10 bilhões, R\$ 20 bilhões e R\$ 15 bilhões, respectivamente, permitidas pela Medida Provisória nº 564, de 2012, convertida na Lei nº 12.712, de 2012. As características dos títulos emitidos em cada operação estão detalhadas na tabela a seguir:

**Tabela 2 - Características das Emissões Diretas para o BNDES em 2012**

19/1/2012		21/6/2012		16/10/2012		28/12/2012	
Títulos Emitidos	Valor (R\$ bi)	Títulos Emitidos	Valor (R\$ bi)	Títulos Emitidos	Valor (R\$ bi)	Títulos Emitidos	Valor (R\$ bi)
LTN 1/1/16	4,00	LTN 10/1/12	5,00	LFT 21/11/12	10,00	LTN 1/1/13	4,00
NTN-F 1/1/18	2,00	LTN 1/4/14	2,00	LTN 1/4/14	2,50	LTN 1/1/14	2,00
NTN-F 1/1/21	1,50	LTN 1/1/15	1,00	LTN 1/1/15	1,50	LTN 1/1/16	2,00
NTN-B 15/8/22	1,00	LTN 1/1/16	1,00	LTN 1/1/16	1,50	NTN-F 1/1/17	2,00
NTN-B 15/8/50	1,50	NTN-F 1/1/18	1,00	NTN-F 1/1/18	1,50	NTN-F 1/1/18	1,00
				NTN-F 1/1/21	1,50	NTN-B 15/8/16	2,00
				NTN-F 1/1/23	1,50	NTN-B 15/8/50	2,00
<b>Total</b>	<b>10,00</b>	<b>Total</b>	<b>10,00</b>	<b>Total</b>	<b>20,00</b>	<b>Total</b>	<b>15,00</b>

Fonte: Tesouro Nacional

Assim como vem ocorrendo desde 2009, as operações entre o Tesouro Nacional e o BNDES têm sido caracterizadas por empréstimos, celebrados por contratos, sob os quais ocorrem emissões de títulos pelo lado do governo federal e são definidas as condições de pagamento pelo lado do banco.

Os fluxos de recebimentos desses contratos seguem as mesmas características das operações realizadas no ano anterior. O prazo é de 40 anos, com carência de 20 anos para amortização do principal, que será calculada pelo valor do principal vincendo da dívida, dividido pelo número de prestações não vencidas. Quanto às taxas de juros, nos primeiros 15 anos esta será de 1/3 da TJLP (os 2/3 restantes serão incorporados ao principal), limitada a 6% ao ano e, após esse período, a taxa corresponderá à TJLP, também limitada a 6% ao ano. Em caso de a TJLP superar esse limite, a diferença não integrará o fluxo mensal de pagamento de juros, sendo incorporada ao saldo devedor.

Além das emissões ao referido banco de fomento, o Tesouro Nacional, por meio da Medida Provisória nº 581, de 20 de setembro de 2012, realizou concessão de crédito para ampliação dos limites operacionais da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil S.A, nos valores de R\$ 13,0 bilhões e R\$ 8,1 bilhões, respectivamente. As características dos títulos emitidos para a CEF e para o BB em cada operação estão detalhadas na tabela a seguir:

**Tabela 3 - Características das Emissões para a CEF em 2012**

Data	Títulos Emitidos	Valor (R\$ bi)
26/9/2012	LTN 1/10/2012	1,30
	LTN 1/7/2014	1,50
	LTN 1/1/2015	2,25
	LTN 1/1/2016	1,75
	NTN-B 15/5/2015	1,55
	NTN-B 15/5/2016	1,55
	NTN-B 15/5/2017	1,55
	NTN-B 15/8/2018	1,55
Total		13,00

Fonte: Tesouro Nacional

**Tabela 4 - Características das Emissões para o BB em 2012**

Data	Títulos Emitidos	Valor (R\$ bi)
26/9/2012	LTN 1/10/2012	1,21
	LTN 1/7/2014	3,04
	LTN 1/1/2015	1,01
	LTN 1/1/2016	0,81
	NTN-F 1/1/2017	1,01
	NTN-F 1/1/2021	1,01
Total		8,10

Fonte: Tesouro Nacional

Por esses empréstimos do Tesouro Nacional, as referidas instituições pagarão, em contrapartida, juros perpétuos sobre o principal da dívida. Foram firmados ao total 3 contratos, sendo 2 com a Caixa e um com o BB. Diante da celebração dos referidos contratos, ficou assegurado ao Tesouro Nacional, para as destinações definidas nos §§ 3º e 4º do art. 12 da MP 581, de 2012, o recebimento de juros compatíveis com a taxa de remuneração de longo prazo, de 5,5% ao ano, sobre o principal da dívida e, para as demais destinações dos recursos, juros remuneratórios baseados na taxa da NTN-B 2050 à época, de 4,47% ao ano, incidente sobre o valor nominal da dívida atualizado pelo IPCA.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> De acordo com a Exposição de Motivos que acompanhou a MP nº 581, o objetivo dos empréstimos foi minimizar o risco desses bancos federais ficarem desenquadrados em relação aos limites prudenciais estabelecidos por normativos do CMN, bem como fomentar o programa do Governo Federal Minha Casa minha Vida.

Ao longo do ano, considerando as emissões e resgates mencionados, foi possível alcançar avanços consideráveis tanto na composição quanto nos prazos da DPF. A tabela 5 permite visualizar a trajetória crescente do percentual de refinanciamento<sup>12</sup> dos títulos remunerados por índices de preços nos últimos anos e decrescente dos títulos indexados a taxas flutuantes. Os títulos prefixados, por sua vez, apresentaram taxas de refinanciamento sempre superiores a 100%.

**Tabela 5 - Evolução do Percentual de Refinanciamento da DPMFi**

% Refinanciamento	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12
Prefixado (%)	107,8%	136,9%	102,1%	110,3%
Índice de Preços (%)	84,2%	91,8%	109,9%	152,6%
Taxa Flutuante (%)	96,5%	86,3%	67,1%	12,6%

Fonte: Tesouro Nacional

Do ponto de vista da liquidez em mercado, o efeito da atuação do Tesouro Nacional é calculado tendo por base o resultado das emissões com contrapartida financeira e dos resgates, bem como dos demais fluxos da Conta Única. Houve resgate líquido de R\$ 145,3 bilhões em títulos, fruto de R\$ 322,2 bilhões das emissões e R\$ 467,5 bilhões referentes aos resgates. Considerando o superávit financeiro na Conta Única de R\$ 117,3 bilhões em 2012, o Tesouro Nacional, em suas operações, adicionou liquidez em mercado de R\$ 28,0 bilhões.

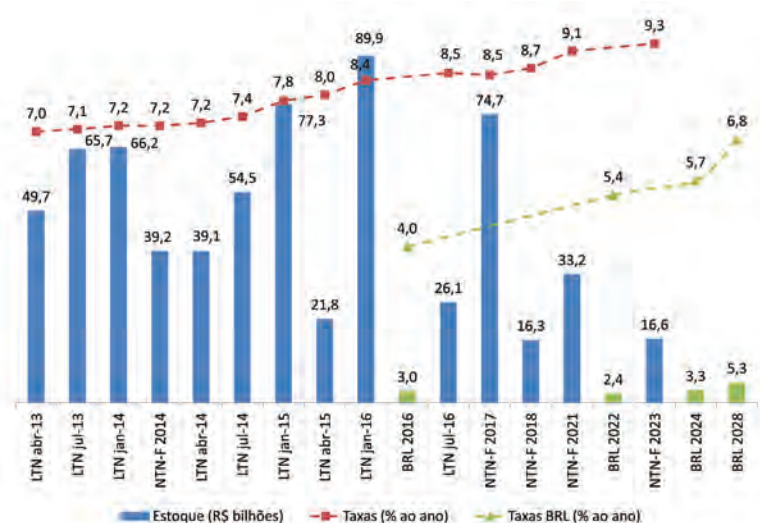
### Atuação do Tesouro Nacional junto ao Mercado Doméstico

A preocupação do Tesouro Nacional com o bom funcionamento do mercado de títulos norteia a estratégia de construção de pontos de referência ao longo da estrutura de maturação. Esta estratégia visa à construção de uma estrutura a termo de taxas de juros, que permite o melhor apreçamento dos títulos emitidos tanto pelo Governo quanto pela iniciativa privada. Para atingir tal objetivo, o Tesouro Nacional se utiliza do mercado doméstico e do internacional, aproveitando a complementaridade entre eles.

Em 2012, a estratégia de construção de pontos de referência promoveu a concentração de vencimentos em datas bem definidas, prezando pelo volume e liquidez associados a cada um deles. Particularmente, é possível notar que ao longo de toda curva há outras referências com volumes significativos. Atuando de forma complementar à curva doméstica, os títulos globais BRL com vencimentos em 2016, 2022, 2024 e 2028 representam boa oportunidade para os investidores não residentes que buscam aumentar sua exposição em reais, porém preferem um ativo que seja emitido e liquidado no mercado internacional.

<sup>12</sup> Relação entre emissões e resgates.

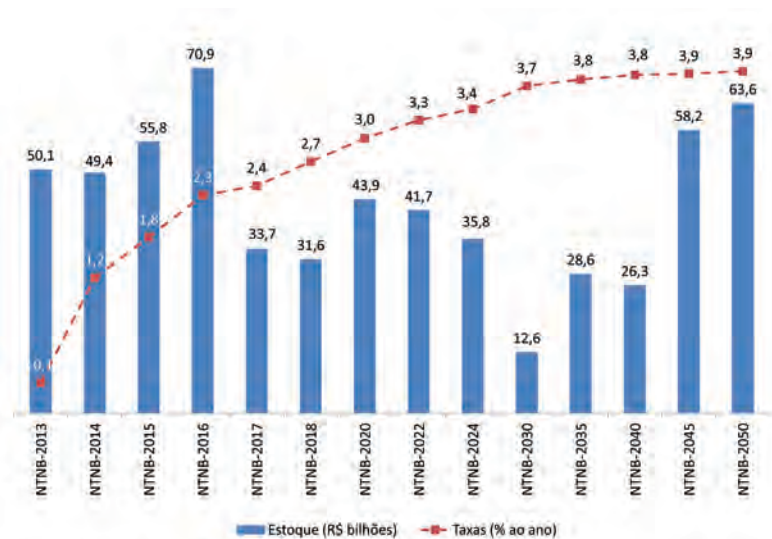
Gráfico 9 - Estoque em Mercado e Taxas das NTN-F, das LTN e dos Globais BRL



Fonte: ANBIMA e Bloomberg

Os títulos remunerados por índice de preços, por sua vez, são segmentados em dois grupos, a partir dos quais são realizados leilões híbridos de três vencimentos distintos, considerados *benchmarks*. Em relação ao Grupo 1, formado por títulos de prazo máximo de 10 anos, foram ofertados ao longo do ano os vencimentos 2016, 2018 e 2022. No que tange ao Grupo 2, formado por títulos com prazos superiores a 10 anos, foram ofertados ao longo do ano os títulos com vencimentos em 2030, 2040 e 2050. A diversidade de vencimentos ofertados demonstra a atenção do Tesouro Nacional com o perfil de maturação, buscando a suavização na estrutura de vencimentos, adicionalmente à diretriz de construção da curva de juros.

Gráfico 10 - Estoque e Taxas dos Principais Títulos Remunerados por Índices de Preços



Fonte: Tesouro Nacional, Anbima e Bloomberg

## Dívida Externa

Quanto à atuação no mercado externo, a estratégia do PAF 2012 se apoiava nas seguintes diretrizes:

- Criação e aperfeiçoamento de pontos de referência (*benchmarks*) na estrutura a termo de taxa de juros, por meio de emissões qualitativas em dólares ou em reais;
- Manutenção do programa de resgate antecipado (*BuyBack*) para títulos denominados em dólares (USD), euros (EUR) e reais (BRL);
- Possibilidade de realização de operações de gerenciamento do passivo externo, com o objetivo de aumentar a eficiência da curva de juros externa; e
- Acompanhamento da Dívida Contratual Externa, em busca de alternativas de operações que apresentassem ganhos financeiros para o Tesouro Nacional.

Considerando essas diretrizes de atuação e, também, as condições vigentes no mercado internacional em 2012, o Tesouro Nacional efetuou duas operações externas em dólares e uma em reais, captando US\$ 3,8 bilhões. As emissões em dólares se referiram às operações com o *benchmark* de 10 anos, consistindo na reabertura do Global 2021 e na emissão de um novo título com vencimento em 2023. Com relação à operação em reais, a emissão do novo título, o Global BRL 2024, foi feita de forma associada à operação de *tender offer*<sup>13</sup>, que incluiu os títulos Globais BRL 2016 e 2022.

No caso do instrumento de 10 anos em dólares, o início de ano positivo no mercado externo permitiu que o Brasil realizasse, já em janeiro, a reabertura do Global 2021, marcando a primeira emissão de mercados emergentes do ano. Essa operação obteve taxa de retorno de 3,45% a.a., a menor registrada para uma emissão de títulos soberanos brasileiros em dólares para esse prazo, até então. A demanda pelo título alcançou cinco vezes o volume inicialmente ofertado, confirmando a percepção positiva dos investidores sobre o País. O Tesouro Nacional estendeu a oferta ao mercado asiático, por meio do *Green Shoe*<sup>14</sup>, elevando o volume final em mais 10%. O volume total emitido do Global 2021 alcançou US\$ 825 milhões, fazendo com que o estoque total em mercado desse título se elevasse para US\$ 2,99 bilhões.

Em abril, foi a vez de o Tesouro acessar o mercado de títulos em reais, com a abertura do Global BRL 2024, aproveitando a elevação da demanda dos investidores internacionais por títulos denominados em moeda local emitidos por países emergentes. A emissão alcançou valor de R\$ 3,15 bilhões, incluindo a oferta do *Green Shoe* no mercado asiático, e foi associada à recompra dos títulos BRL 2016 e 2022, conforme detalhado no quadro 2 a seguir.

<sup>13</sup> *Tender Offer* é uma oferta pública de recompra de um passivo. Na operação em questão, o Tesouro Nacional recomprou títulos existentes em mercado, os Globais BRL 2016 e 2022. Para mais informações, veja [https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Divida\\_publica/Publicacoes/Informes/Informe\\_emissao\\_BRL2024.pdf](https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/arquivos/Divida_publica/Publicacoes/Informes/Informe_emissao_BRL2024.pdf).

<sup>14</sup> Na ocasião, o Tesouro Nacional utilizou o mecanismo conhecido como *green shoe*, no qual a emissão é realizada em horário compatível com os mercados norte-americano e europeu e o emissor se reserva o direito de reabri-la logo em seguida no mercado asiático, com volume e condições predeterminadas. Tal estratégia é especialmente benéfica para expandir a base de investidores, motivo pelo qual tem sido utilizada com frequência nas emissões soberanas brasileiras.

## Quadro 2 - Brasil Realiza Operação de Trocas de Títulos no Mercado Externo

Concomitantemente à emissão em reais do novo *benchmark* de 10 anos no mercado externo, o BRL 2024, o Tesouro recomprou títulos externos (*Tender Offer*) denominados em reais. Nessa operação, que contou com os mesmos bancos líderes da emissão do BRL 2024 - HSBC Securities e Goldman Sachs -, o Tesouro Nacional deu preferência aos investidores que também participaram da emissão do BRL 2024, tendo sido recomprados R\$ 1,33 bilhão em valor de face de títulos com vencimentos em 2016 e 2022, equivalente a R\$ 1,67 bilhão em recursos financeiros.

O resultado da operação é apresentado abaixo:

Tabela 6 - Títulos Retirados do Mercado na Troca pelo Global BRL 2024

Ativo	Vencimento	Cupom (%)	Valor de Face (R\$ milhões)	Preço de Compra (%)	Valor Financeiro Comprado (R\$ milhões)	Estoque Remanescente (R\$ milhões)
BRL 2016	5/1/2016	12,5	543,78	120,5	655,25	2856,22
BRL 2022	5/1/2022	12,5	783,59	130,0	1018,67	2216,41
<b>TOTAL</b>			<b>1327,37</b>	<b>-</b>	<b>1673,92</b>	<b>5072,63</b>

Nota: Preço pago pelo Brasil para cada título recomprado. O preço de compra não inclui os juros decorridos.

Fonte: Tesouro Nacional

A operação de troca foi bem recebida pelo mercado, o que pode ser comprovado pelo forte fechamento da taxa ao longo do tempo do título referenciado em real - BRL 2024 - após a sua emissão.

Gráfico 11 - Evolução das Taxas de Juros do Global BRL 2024



Fonte: Bloomberg

Em setembro, o Tesouro realizou a emissão do Global 2023, novo *benchmark* de 10 anos no mercado de dólares. A emissão somou US\$ 1,35 bilhão, sendo US\$ 1,25 bilhão nos mercados europeu e norte-americano e US\$ 100 milhões no mercado asiático. O título foi emitido a uma taxa de juros de 2,69% ao ano, inferior à obtida na reabertura do Global 2021 e, portanto, a menor historicamente paga por um título brasileiro em dólares com esse prazo.

Os menores custos históricos obtidos nessas três emissões externas realizadas corroboraram a tendência de melhora expressiva na percepção de risco dos investidores internacionais sobre a dívida externa brasileira, conforme pode ser visto no Gráfico 12, que mostra a evolução em mercado dos títulos Globais 2021 e 2023.

**Gráfico 12 - Evolução das Taxas de Juros do Global 2021 e 2023**



Fonte: Bloomberg

Essa expectativa positiva sobre a economia brasileira também beneficiou os títulos da parte longa da curva soberana em dólares, com destaque para o atual *benchmark* de 30 anos, o Global 2041. Tal título, que tem US\$ 2,925 bilhões em valor de face em mercado, alcançou sucessivas mínimas históricas ao longo do ano, como pode ser conferido no Gráfico 13 abaixo.

**Gráfico 13 - Evolução das Taxas do Global 2041**



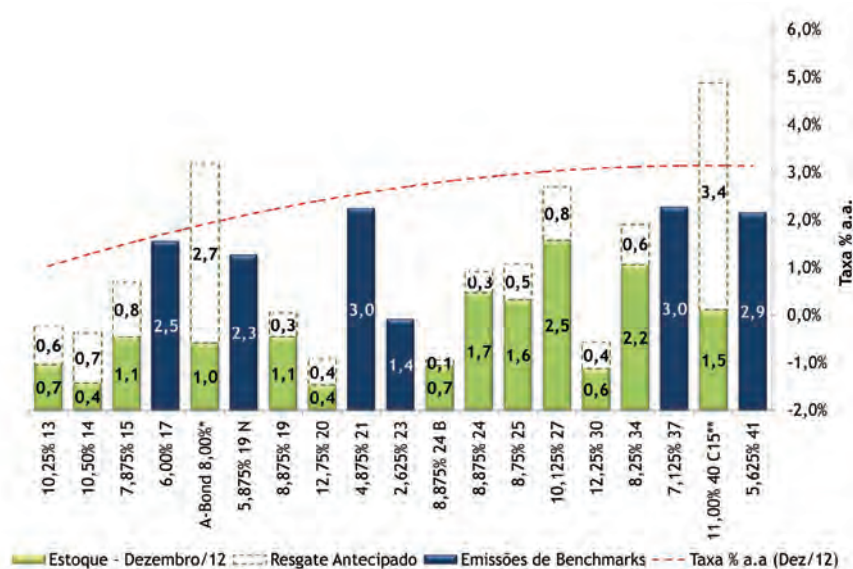
Fonte: Tesouro Nacional

## Programa de Resgate Antecipado

Outro ponto de atuação do Tesouro Nacional no mercado externo foi a manutenção do Programa de Resgate Antecipado de títulos da dívida externa, que é um importante instrumento para aprofundar o processo de aprimoramento da curva de juros<sup>15</sup>. Em 2012, foram recomprados, em valor de face, US\$ 675,36 milhões de títulos denominados em dólares, US\$ 12,50 milhões de títulos denominados em euros e US\$ 706,32 milhões denominados em reais, somando US\$ 1,39 bilhão, montante equivalente a US\$ 1,77 bilhão em valor financeiro<sup>16</sup>. O resgate antecipado dos títulos reduz a volatilidade no serviço da DPF, diminuindo seu risco de refinanciamento, e melhora o perfil da curva, pela retirada dos títulos que não refletem adequadamente o custo atual de financiamento da dívida externa.

O impacto do Programa de Resgate Antecipado no estoque da DPMFe (Dívida Pública Mobiliária Federal externa) desde 2006, assim como a concentração das emissões em pontos de referência podem ser visualizados no gráfico a seguir:

**Gráfico 14 - Resultado da Estratégia Adotada para a DPFe entre 2006 e 2012**



\* Para o A-Bond (BR 8,00% 15/01/2018), a redução do valor no estoque inclui não apenas a quantidade retirada por meio do Programa de Recompra, mas também US\$ 184.5 milhões de amortização.

\*\* Global 2040 possui uma cláusula de *call* que permite que ele seja resgatado pelo emissor em 2015, antes de seu vencimento.

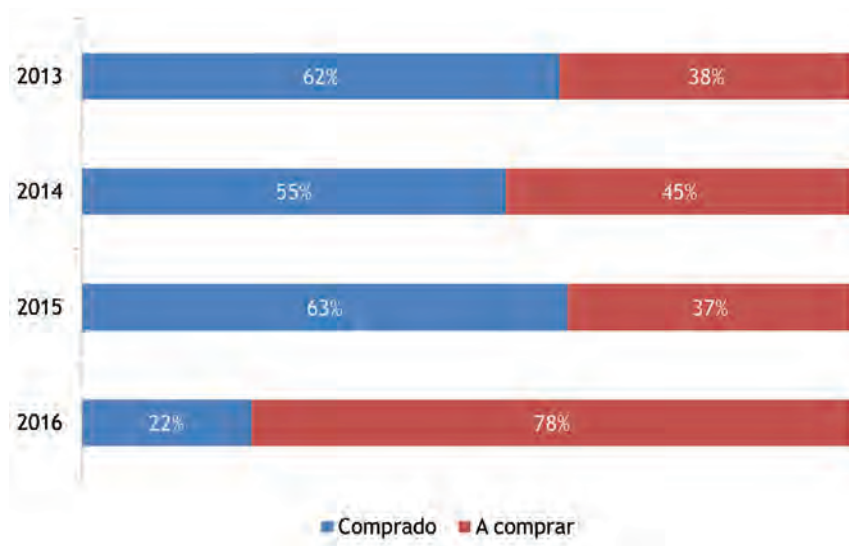
Fonte: Tesouro Nacional. Nota: As informações acima se referem apenas à curva de juros dos títulos denominados em US\$.

## Compra Antecipada de Dólares

Por fim, dentre as ferramentas usadas no gerenciamento da dívida externa, destaca-se a compra antecipada de dólares pelo Tesouro Nacional ao longo de 2012, totalizando US\$ 4,6 bilhões ao final de dezembro. Esta quantia é suficiente para pagar 51% de toda a dívida externa a vencer até 2016. O Gráfico 15 abaixo distribui esse percentual entre 2013 e 2016:

<sup>15</sup> O programa de Resgate Antecipado, iniciado em 2006, consiste na recompra de títulos da dívida soberana no mercado externo. Inicialmente desenhado para diminuir a concentração de vencimentos de curto prazo, reduzindo assim o risco de refinanciamento e aumentando o prazo médio da Dívida Pública Federal externa, a partir de 2007 passou a buscar o aprimoramento da curva de juros externa por meio da redução do estoque de títulos que não representam o atual custo de financiamento da República. Entre 2006 e 2012, já foram recomprados US\$ 20,55 bilhões em títulos, em valor de face.

<sup>16</sup> O valor de face corresponde ao valor que impacta as estatísticas contábeis de estoque da DPF, enquanto o valor financeiro refere-se ao valor efetivamente gasto com a recompra, baseado nos valores de mercado dos títulos na época de cada operação. Os valores considerados no Programa de Resgate Antecipado incluem os títulos resgatados na operação de *Tender Offer*, conforme descrito no Quadro 2.

**Gráfico 15 - Percentual de Dólares Adquiridos para Pagamento da DPFe\***


\* Parte da DPFe a vencer refere-se a contratos remunerados por cestas de moedas (notadamente com Banco Mundial e o BID), bem como à dívida referenciada em reais (BRL). Para esses dois grupos não se realiza compra antecipada de câmbio, pois o valor exato a ser adquirido só é conhecido às vésperas do seu vencimento.

Fonte: Tesouro Nacional

### Impacto das Operações da Dívida Externa sobre o Fluxo de Dólares

No âmbito da administração da DPFe, as operações do Tesouro Nacional no mercado de câmbio geraram em 2012 fluxo líquido de saída de dólares de aproximadamente US\$ 1,3 bilhão, como podemos ver na tabela 7, a seguir. O impacto dessas operações é calculado pelo balanço líquido de resgates e emissões, bem como das operações relacionadas ao Programa de Resgate Antecipado da DPMFe e da compra antecipada de dólares para pagamento de compromissos futuros.

**Tabela 7 - Impacto das Operações de Administração da DPFe em 2012**

Operação	US\$ (bi)
Emissões	5,0
Vencimentos*	-0,5
Compra Antecipada de Dólares **	-4,0
Programa de Recompra	-1,8
<b>Total</b>	<b>-1,3</b>

\*Inclui apenas as parcelas dos vencimentos pagos com dólares adquiridos em 2012.

\*\*Considera apenas os dólares comprados em 2012 para pagamento dos compromissos da DPFe a vencer de 2013 em diante. Note que, em 2012, foram adquiridos US\$ 0,6 bilhão para os vencimentos ocorridos dentro do próprio ano.

Fonte: Tesouro Nacional

## 2.2. Evolução dos Indicadores da DPF

A evolução dos indicadores da Dívida Pública Federal (DPF) ao longo dos últimos anos está apresentada na Tabela 8, com destaque para a comparação entre os dados de 2012 e os limites assinalados pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) do mesmo ano. Os resultados foram satisfatórios, em linha com a gradual e contínua melhora do perfil da dívida pública. Observaram-se pequenos desvios sobre a projeção inicial do PAF 2012. A participação de títulos com taxas de juros flutuantes na DPF ficou ligeiramente abaixo do limite mínimo indicado (22%) e o prazo médio da DPF fechou em 4,0 anos contra o máximo indicado de 3,8 anos. Entretanto, nos dois casos, a evolução do indicador se deu em linha com as diretrizes do planejamento de longo prazo da dívida.

**Tabela 8 - Resultados para a Dívida Pública Federal - DPF**

Indicadores	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12	PAF-2012	
					Mínimo	Máximo
<b>Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)</b>	1.497,4	1.694,0	1.866,4	2.008,0	1.950,0	2.050,0
<b>Composição do Estoque da DPF</b>						
Prefixado (%)	32,2	36,6	37,2	40,0	37,0	41,0
Índice de Preços (%)	26,7	26,6	28,3	33,9	30,0	34,0
Taxa Flutuante (%)	34,5	31,6	30,1	21,7	22,0	26,0
Câmbio (%)	6,6	5,1	4,4	4,4	3,0	5,0
<b>Estrutura de Vencimentos</b>						
Prazo Médio (anos)	3,5	3,5	3,6	4,0	3,6	3,8
% vincendo em 12 meses	23,6	23,9	21,9	24,4	22,0	26,0

Fonte: Tesouro Nacional

### Estoque

Observando os limites do PAF 2012, o estoque da DPF apresentou aumento nominal de 7,6%, passando de R\$ 1,87 trilhão, em dezembro de 2011, para R\$ 2,01 trilhões no mesmo mês em 2012. Os principais fatores desta variação são discriminados na tabela a seguir.

**Tabela 9 - Variação da DPF, DPMFi e DPFe em 2012 (R\$ bi)**

Indicadores	2012 R\$ bi
<b>Estoque anterior</b>	<b>1.866,35</b>
DPMFi	1.783,06
DPFe	83,29
<b>Estoque ano em análise</b>	<b>2.007,98</b>
DPMFi	1.916,71
DPFe	91,28
<b>Variação da DPMFi</b>	<b>133,65</b>
Emissão Líquida <sup>1</sup>	(145,66)
Emissões Diretas <sup>2</sup>	85,41
Juros Apropriados	193,91
<b>Variação da DPFe</b>	<b>7,98</b>
Emissão Líquida (exceto resgate antecipado)	(2,84)
Resgate Antecipado	(3,26)
Juros Apropriados	14,08

<sup>1</sup> Emissões em ofertas públicas menos vencimentos

<sup>2</sup> Inclui apenas emissões diretas que tiveram impacto sobre estoque, não incluindo aquelas envolvidas em operações de troca

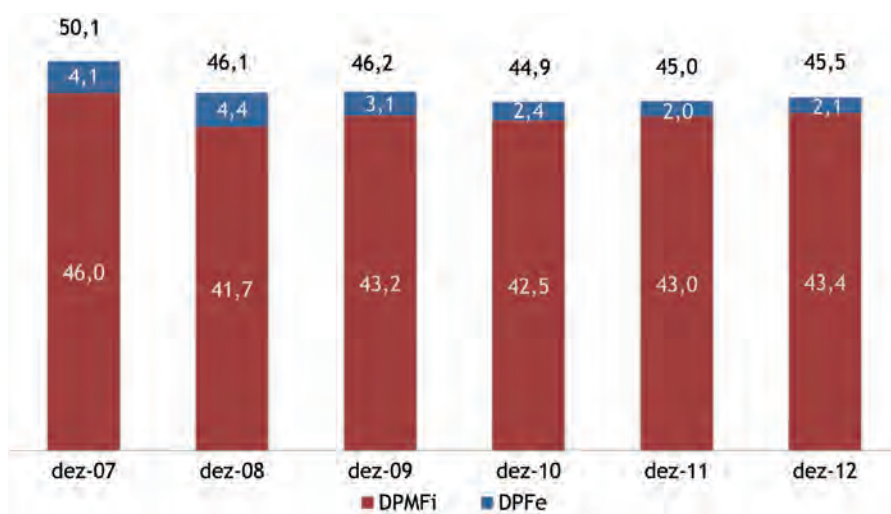
Fonte: Tesouro Nacional

Analisando a Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi, verifica-se que o incremento do estoque se deu, em grande parte, à apropriação de juros no período, que mais que compensou o resgate líquido ocorrido. Pesaram ainda nesse resultado as emissões diretas realizadas em favor dos bancos públicos - BNDES, BB e CEF -, conforme descrito nas tabelas 2, 3 e 4.

Já em relação à Dívida Pública Federal externa - DPFe, houve um acréscimo em seu estoque de US\$ 44,4 bilhões em 2011 para US\$ 44,7 ao final de 2012, o equivalente a um aumento de 0,7%. Quando denominada em reais, esta se elevou de R\$ 83,3 bilhões ao final de 2011 para R\$ 91,3 bilhões em dezembro de 2012, acréscimo de 9,6%. O aumento do estoque medido em dólares ocorreu porque o vencimento de dívida no ano, somado aos resgates antecipados, foi inferior às emissões acrescidas da apropriação de juros. Quanto ao valor da DPFe em reais, sua elevação ocorreu, sobretudo, devido à desvalorização cambial do real em relação à cesta de moedas que compõe a DPFe.

Como proporção do PIB, a DPF também aumentou, passando de 45,0% em 2011 para 45,5% em 2012. A DPMFi registrou aumento de 0,4% do PIB, enquanto o incremento na DPFe representou 0,1% do PIB.

**Gráfico 16 - Evolução da DPF, DPMFi e DPFe (% do PIB)**

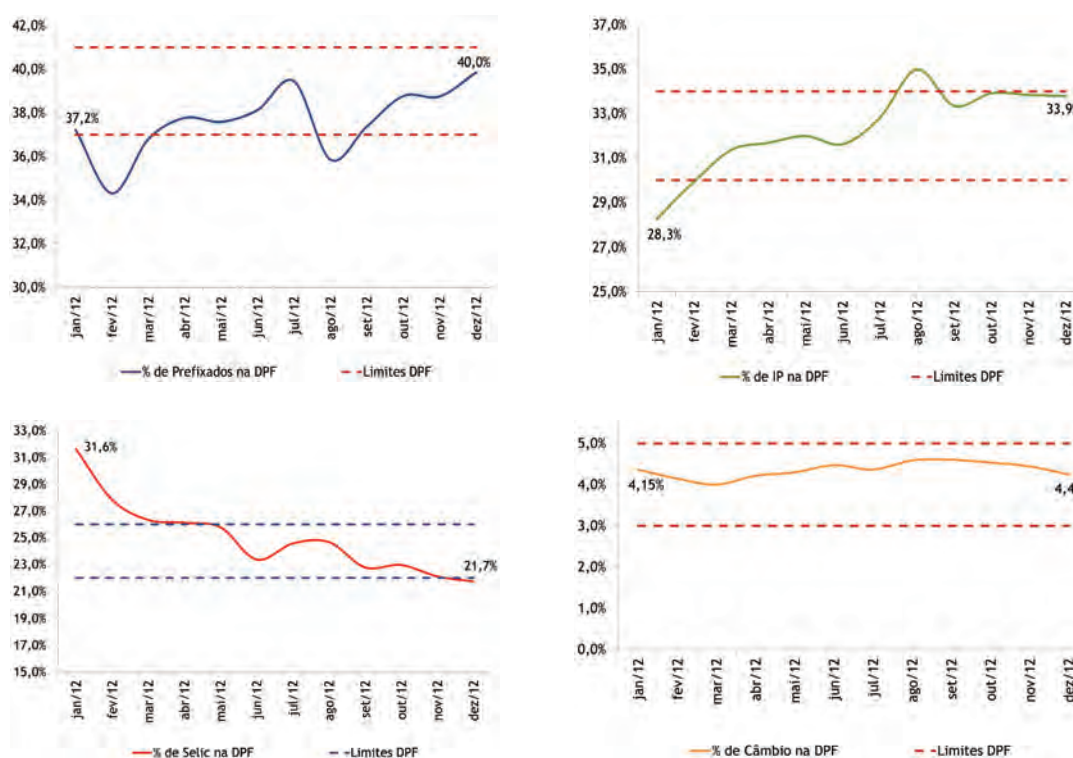


Fonte: Tesouro Nacional

### Composição da DPF

A gestão da dívida nos últimos anos tem seguido diretrizes no sentido de avançar paulatinamente na mudança da composição da DPF. O Gráfico 17 mostra que 2012 representou mais um passo em direção à substituição de dívida remunerada por taxas de juros flutuantes, particularmente a Selic, por títulos prefixados ou remunerados por índices de preços, reduzindo, assim, o risco de taxa de juros.

**Gráfico 17 - Composição da DPF: Realizado Comparado com os Limites de 2012**



Fonte: Tesouro Nacional

A queda na parcela flutuante foi fruto de uma menor emissão ao longo do ano e, principalmente, de duas grandes operações de troca de títulos ocorridas no primeiro semestre. Em fevereiro, houve a troca de LFT das carteiras dos fundos extramercado (R\$ 61,2 bilhões em LFT) e, em junho, a troca de títulos da carteira do FGTS (R\$ 38,1 bilhões em LFT). A contrapartida foi a emissão de títulos prefixados e remunerados por índices de preços, o que contribuiu consideravelmente em 2012 para a mudança do perfil da dívida pública<sup>17</sup>.

O percentual da DPF relativo aos títulos prefixados elevou-se de 37,2%, em dezembro de 2011, para 40,0%, em dezembro de 2012, percentual que respeita os limites do PAF 2012, entre 37% e 41%. Ao longo do ano, o percentual de refinanciamento dos vencimentos de prefixados situou-se próximo a 110%, com destaque para os títulos emitidos com vencimentos entre 3 e 4 anos, que representaram aproximadamente 40% do volume total de prefixados emitidos no ano.

A dívida remunerada por índices de preços também aumentou sua participação na DPF, saindo de 28,3% ao final de 2011 para 33,9% ao final de 2012, também dentro dos limites do PAF, que indicavam uma participação entre 30% e 34%.

Já a dívida remunerada por taxas de juros flutuantes atingiu, ao final de 2012, 21,7% da DPF, proporção situada ligeiramente abaixo do limite inferior do PAF, que apontava para uma participação entre 22% e 26%, mas fortemente abaixo do percentual registrado no fim ano anterior, quando esta parcela representava 30,1% da DPF.

Por fim, a dívida remunerada pela variação da taxa de câmbio, representada quase exclusivamente pela dívida externa, teve sua participação mantida constante, em 4,4% ao final de 2012, ficando entre as bandas definidas no PAF 2012, 3% a 5% da DPF.

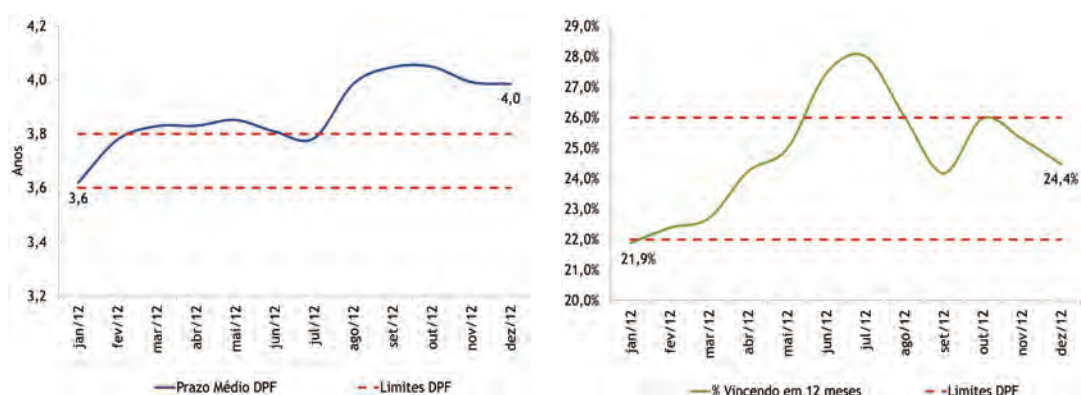
### Estrutura de vencimentos

Em 2012, verificou-se extensão do prazo médio da DPF, que chegou a 4,0 anos, ligeiramente acima do limite superior do PAF 2012 (mínimo de 3,6 e máximo de 3,8 anos), um aumento relevante em relação ao ano anterior, 3,6 anos. As operações de troca realizadas ao longo do ano com os fundos extramercado e o FGTS contribuíram para este resultado, com destaque para o prazo médio das NTN-B emitidas para o FGTS. Outro fator preponderante foi a busca por prazos médios mais elevados por parte do mercado, dada a redução da taxa de juros de curto prazo.

Outro importante indicador da estrutura de vencimentos analisado pelo PAF é o percentual da dívida vencendo em 12 meses. Este indicador terminou o ano em 24,4%, ante 21,9% em 2011. Esta elevação já era esperada devido aos fortes vencimentos de prefixados e de LFT previstos para 2013. Os limites do PAF de 2012 (mínimo de 22% e máximo de 26%) já tinham este volume de vencimento como referência. Apesar da elevação, valores inferiores a 25% são considerados historicamente confortáveis, assegurando a manutenção de baixo risco de refinanciamento da dívida.

<sup>17</sup> Para maiores detalhes sobre estas duas operações de troca, ver Quadro 3.

**Gráfico 18 - Prazo Médio e Percentual Vencendo em 12 Meses: Realizado versus Limites**



Fonte: Tesouro Nacional

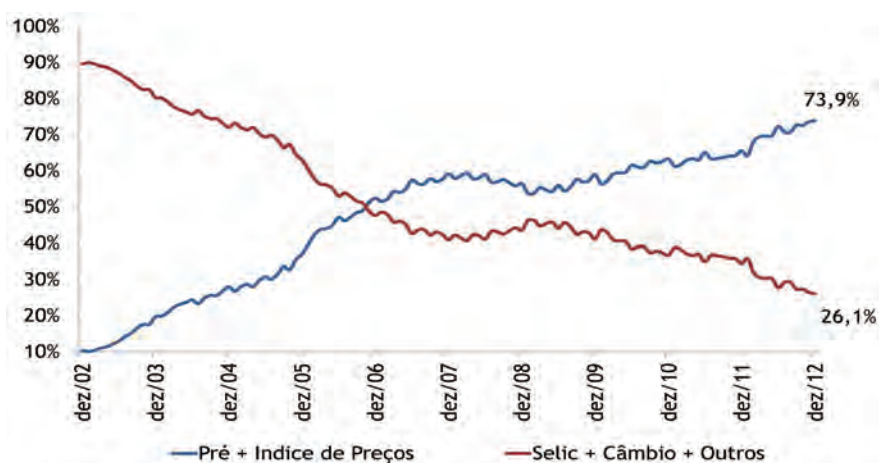
### 2.3. Análise de Risco

O escopo da análise apresentada nesta seção corresponde à avaliação dos riscos de mercado e de refinanciamento a que está exposta a DPF. O primeiro destes riscos está relacionado à elevação potencial do estoque nominal da dívida em virtude de oscilações nas condições de mercado que afetem os custos dos títulos públicos federais, bem como seus indexadores. O risco de refinanciamento, por seu turno, representa a possibilidade de o Tesouro Nacional ter de suportar elevados custos para se financiar no curto prazo ou, no limite, não ser capaz de captar recursos a fim de honrar seus vencimentos.

#### Risco de Mercado

O norte principal para avaliação do risco de mercado é a composição do estoque da dívida por tipo de remuneração, dado que alterações nos indexadores da dívida influenciam o custo da parcela da dívida vinculada a eles. Portanto, desde 2002, o Tesouro Nacional tem pautado sua estratégia no intuito de privilegiar o incremento da participação de títulos remunerados por índice de preços e prefixados, em detrimento de títulos remunerados pela variação cambial ou por juros pós-fixados. Em 2012, o valor da parcela da dívida referente à soma dos títulos prefixados e remunerados por índices de preços alcançou 73,9% da DPF, contra 65,5% em 2011, conforme o gráfico 19.

**Gráfico 19 - Evolução da Composição da DPF**

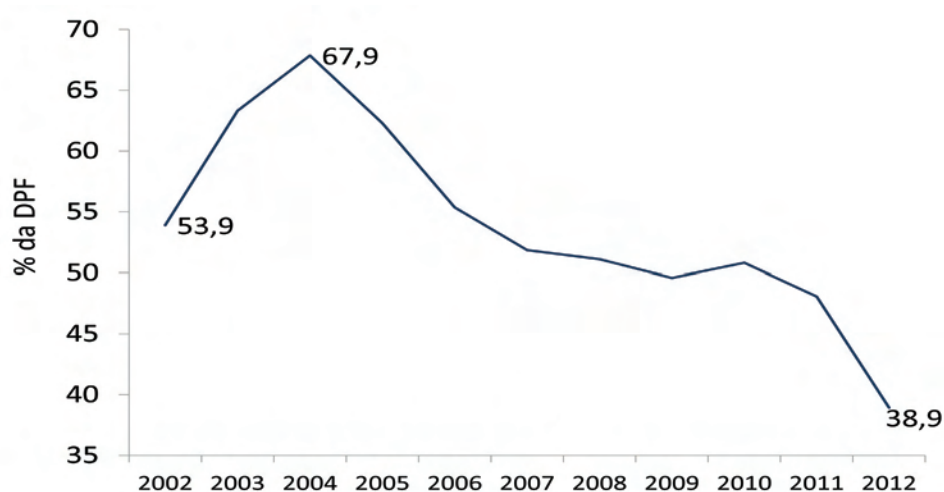


Fonte: Tesouro Nacional

Importante destacar que os títulos prefixados aumentam a previsibilidade dos custos e dos fluxos de pagamento da dívida, enquanto os títulos remunerados por índices de preços oferecem proteção distinta, dado que há uma correlação positiva e elevada entre as receitas do governo e a inflação no médio e longo prazos. Os títulos indexados às taxas de juros de curto prazo e os denominados em moeda externa estão sujeitos à maior volatilidade e, portanto, adicionam imprevisibilidade à trajetória da dívida.

Aliado ao acompanhamento do risco de mercado, monitora-se também o risco de repactuação. Este é um indicador que visa avaliar o risco de mudança no custo da dívida por conta de alterações na taxa de juros de curto prazo. É calculado como proporção da DPF, somando-se a dívida a vencer em 12 meses ao volume de títulos indexados à taxa flutuante com vencimento superior a 12 meses, que corresponde à parcela da dívida que teria seu custo renovado em situações de alteração nas taxas de juros no horizonte de um ano.

**Gráfico 20 - Risco de Repactuação da DPF**



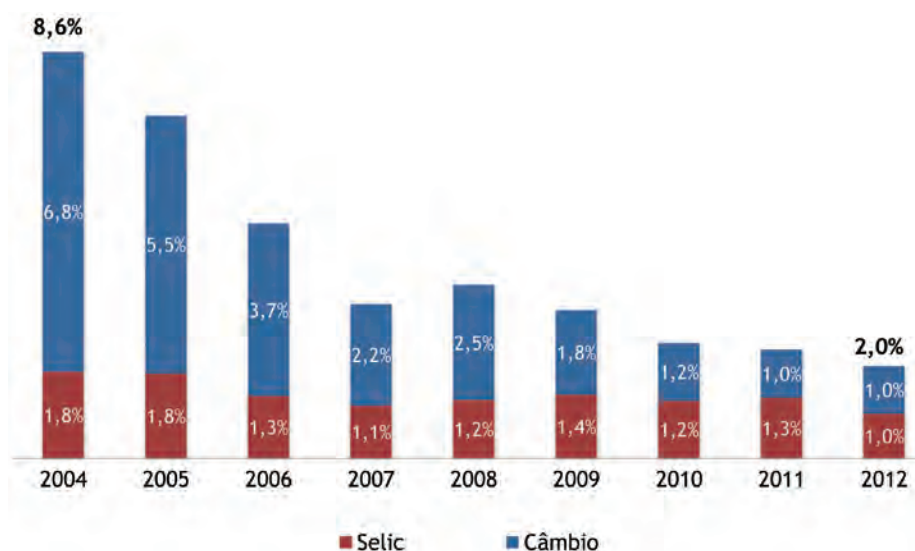
Fonte: Tesouro Nacional

Ao longo dos últimos anos, observa-se trajetória declinante neste indicador por conta da estratégia adotada na gestão da dívida. Em 2012, houve queda mais acentuada devido às operações de troca já citadas anteriormente. Contribuíram para esse resultado o alongamento da dívida com taxas prefixadas e o aumento da parcela de títulos remunerados por índices de preços.

A análise conjunta da composição e do risco de repactuação revela que o Tesouro Nacional obteve sucesso em sua estratégia, ao substituir os títulos indexados a taxas flutuantes sem criar concentração excessiva de vencimento no curto prazo.

Nesta linha de redução da sensibilidade do estoque da dívida pública a variações da taxa de câmbio e das taxas de curto prazo, reduz-se também a exposição da DPF a situações de grandes turbulências no mercado financeiro, o que pode ser capturado pelo teste de estresse. Dados os estoques da DPF ao final dos anos de 2004 e 2012, o impacto de um choque de proporções extremas nos juros e no câmbio seria de 8,6% do PIB ao final de 2004, e de apenas 2,0% do PIB ao final de 2012, representando uma redução do risco em aproximadamente 77%, devido à mudança no perfil da dívida neste período<sup>18</sup>. O gráfico abaixo demonstra tal redução ao longo dos anos.

<sup>18</sup> Estresse, nesse exercício, representa um choque de 3 desvios-padrão sobre a média da taxa de juros Selic real e da desvalorização cambial real acumuladas em 12 meses, aplicado sobre as parcelas do estoque da DPF remuneradas por taxas de juros flutuantes ou pela variação cambial. Aplica-se o cenário de estresse para o período de um ano sobre a dívida em Selic e, instantaneamente, para a correção da dívida cambial.

**Gráfico 21 - Teste de Estresse sobre Juros e Câmbio**


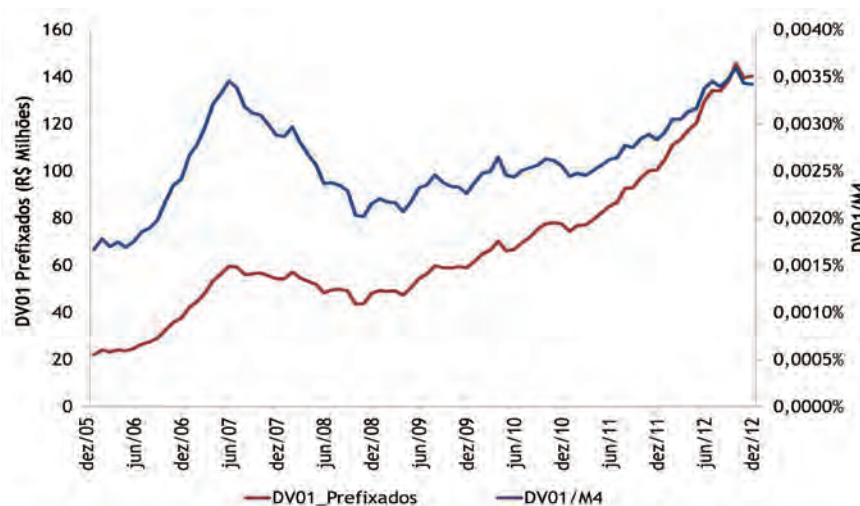
Fonte: Tesouro Nacional

Com o objetivo de evitar pagamentos elevados de prêmios de risco, a redução da vulnerabilidade a choques da DPF tem sido galgada paulatinamente, procurando-se respeitar as condições de mercado para o financiamento público. Para tal, o Tesouro Nacional monitora o risco de mercado também sob a ótica do detentor de títulos públicos, especialmente o risco a que este se submete em caso de oscilações em seus preços ou em virtude de alterações não antecipadas nas taxas de juros, que eventualmente se traduzem em mudanças de curto prazo na demanda por ativos governamentais.

No mercado de renda fixa, uma medida comum de risco de mercado é o *Delta Value of a Basis Point*, conhecido como DV01, que mensura a exposição de uma carteira de ativos a oscilações das taxas de juros e, assim, monitora o risco de perdas. O risco de mercado calculado pelo DV01 é influenciado pelo estoque, pelo prazo médio e pela curva de juros. O aumento do estoque ou do prazo, com as demais variáveis constantes, eleva o risco do investidor. Por outro lado, a elevação da taxa de juros diminui o nível de risco percebido, uma vez que reduz a *duration* da carteira. Em suma, o DV01 é uma medida que mostra o impacto da queda de um ponto percentual na taxa de juros sobre o valor da carteira do investidor.

O gráfico seguinte exhibe a evolução do DV01 da carteira total de títulos públicos prefixados em poder do público desde 2006. Neste período, percebe-se trajetória ascendente deste indicador. Ao compará-lo com os meios de pagamento ampliados (M4), observa-se que o risco carregado pelo investidor eleva-se desde 2008, superando em 2012 o máximo alcançado em 2007 e denotando uma maior propensão à absorção de risco por parte do mercado. A elevação recente é explicada em parte pela maior busca por *duration* pelos participantes do mercado, dada a redução na taxa de juros de curto prazo.

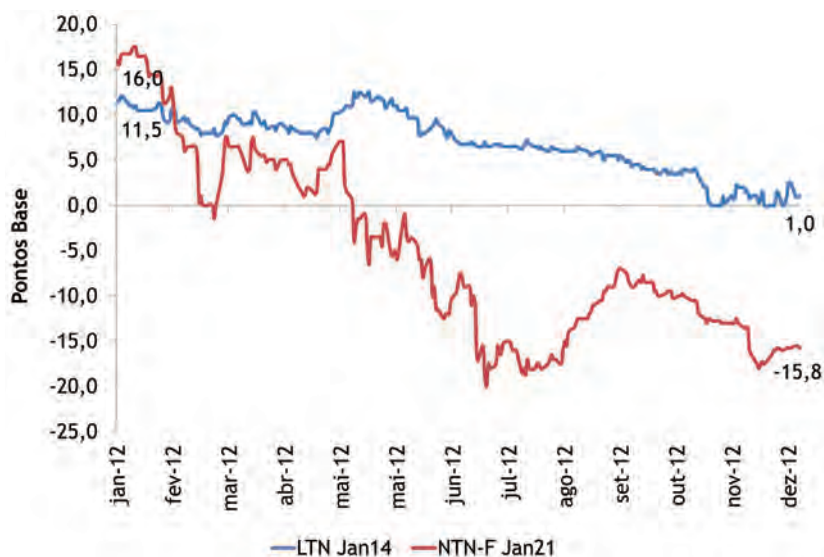
**Gráfico 22 - Evolução DV01 de Títulos Prefixados**



Fonte: Tesouro Nacional

O que evidencia esta maior propensão ao risco é a evolução das taxas e dos prêmios<sup>19</sup> dos títulos prefixados ao longo do ano. O ano de 2012 experimentou mínimas históricas para taxas médias aceitas para os títulos prefixados de longo prazo. Neste período, observou-se também tendência de redução dos prêmios para estes títulos mais longos, o que denota maior demanda por títulos prefixados. Deve ser destacado que os títulos mais longos passaram a ser negociados com prêmio negativo já no final do primeiro semestre do ano.

**Gráfico 23 - Prêmio no Mercado Secundário\***



\*Definido sobre os contratos de futuro de DI.

Fonte: Tesouro Nacional

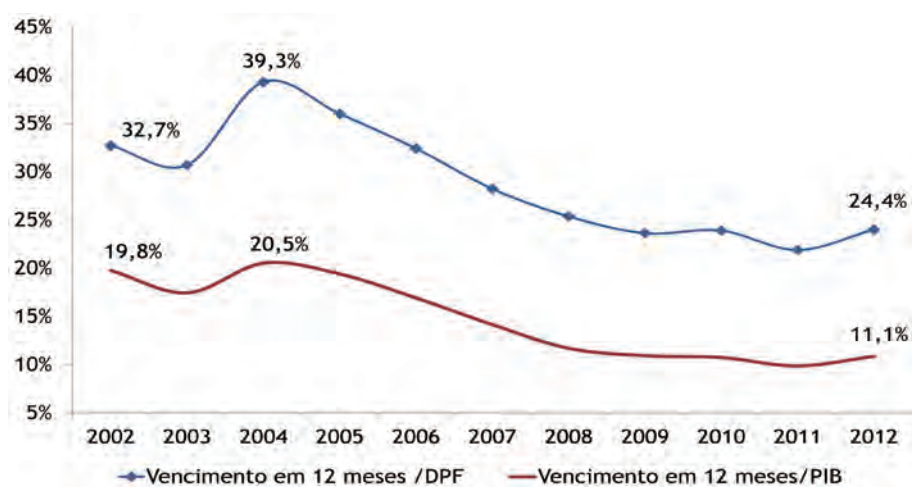
<sup>19</sup> A principal referência para a avaliação da estrutura a termo de taxas de juros brasileira são os contratos futuros de juros (DI Futuro) negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Desta forma, toda operação prefixada é comparada à rentabilidade do DI Futuro. A diferença entre os dois mercados é chamada de prêmio e é medida em basis point, onde 100 basis points representam 1% a.a.. Se o prêmio é positivo é porque o título em questão tem uma remuneração superior ao DI Futuro negociado na BM&F.

## Risco de Refinanciamento

O risco de refinanciamento é o risco de o Tesouro Nacional, ao ter que acessar o mercado para refinarçar sua dívida vincenda, encontrar condições de mercado adversas que impliquem elevação em seus custos de emissão ou, no limite, incapacidade de levantar recursos no volume necessário para fazer seus pagamentos. Da própria definição, pode-se concluir que a estrutura de maturação da dívida está diretamente relacionada a este risco. Quanto maior a concentração de vencimentos da dívida em um determinado período, maior é o risco de refinanciamento.

A principal medida para avaliação desse risco é o percentual da dívida a vencer nos próximos 12 meses. Esse é o indicador mais imediato de concentração de vencimentos da dívida no curto prazo. No gráfico abaixo, pode-se ver que o Tesouro Nacional tem trabalhado no sentido de reduzir essa concentração, com uma queda praticamente contínua do percentual vincendo em 12 meses entre os anos de 2004 e 2012.

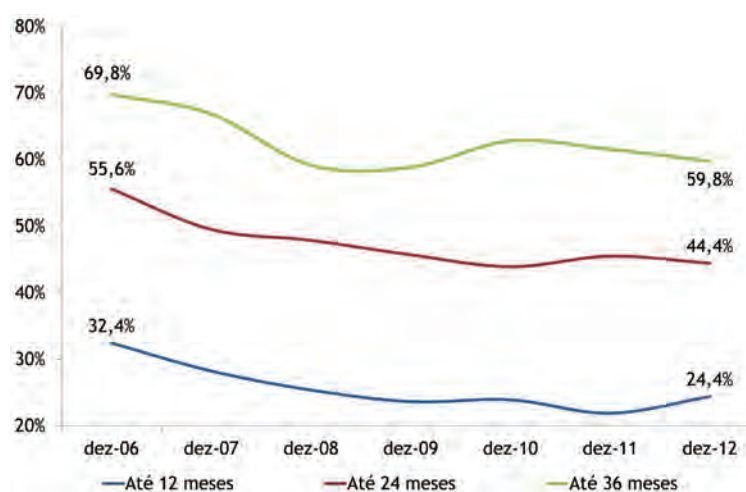
**Gráfico 24 - Percentual Vincendo em 12 meses da DPF**



Fonte: Tesouro Nacional

Além da análise da proporção da dívida com vencimento em 12 meses, o controle da evolução do percentual vincendo nos demais prazos faz-se necessário para evitar grandes concentrações em datas futuras mais distantes. Nesta direção, pode ser percebida, a partir dos percentuais observados no Gráfico 25, a seguir, uma tendência de ampliação da dívida com vencimento acima de três anos, o que implica alongamento da carteira e aumento de seu prazo médio.

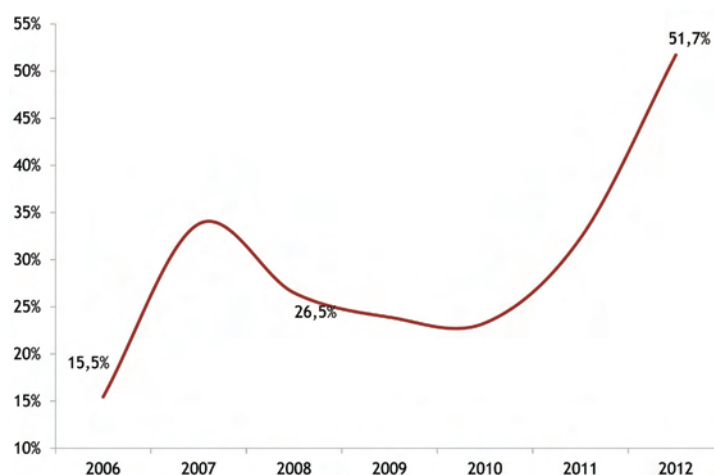
**Gráfico 25 - Evolução do Perfil dos Vencimentos da DPF**



Fonte: Tesouro Nacional

Em 2012, apenas 6,7% das novas emissões de prefixados tiveram prazo de vencimento inferior a 12 meses. Em 2006, por exemplo, essa proporção era de 22,8% e, em 2008, de 31,0%. Em contrapartida, tem havido incremento na importância dos títulos prefixados com prazo mais longos no financiamento da DPF. Em 2012, a proporção de emissões com prazo superior a três anos alcançou 51,7% do total das novas colocações de prefixados, sendo que a proporção de títulos com mais de quatro anos representou 12,1% do total.

**Gráfico 26 - Ofertas Públicas de Títulos Prefixados com Prazo Superior a 3 anos**



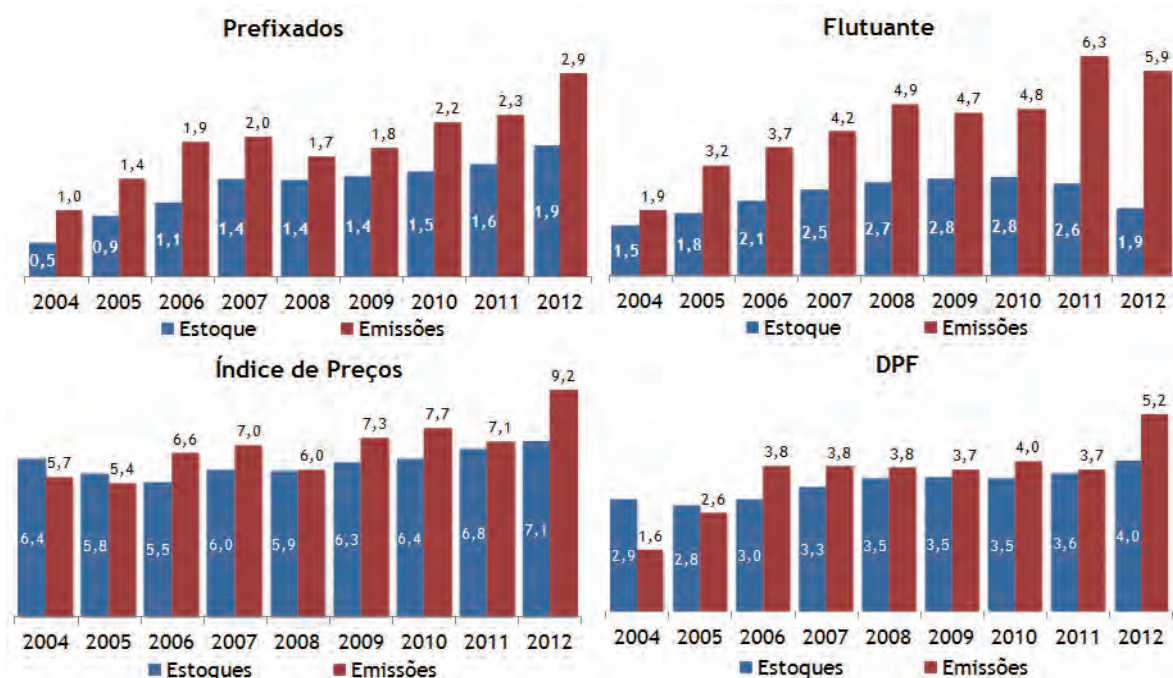
Fonte: Tesouro Nacional

Os títulos remunerados por índices de preços também tiveram papel relevante no alongamento da DPF. Neste caso, destaca-se que o prazo médio das emissões de NTN-B, que em 2012 alcançou 9,2 anos, elevando o prazo médio do estoque da dívida remunerada por índices de preços para 7,1 anos. O aumento da participação relativa desse título impulsionou o prazo médio de emissão da DPMFi para o seu recorde histórico de 5,2 anos.

Outro indicador que evidencia o progresso na estratégia de gerenciamento da dívida brasileira é a análise dos prazos médios de emissão e de estoque, apresentados nos gráficos seguintes. Comparativamente a 2004, o prazo médio do estoque de prefixados apresentou aumento de, aproximadamente, 280%, enquanto o prazo médio das emissões teve aumento de 190%. Esse ponto é significativo e reflete esforços no sentido de conciliar mudanças na composição da DPF, sobretudo pelo aumento da participação de dívida prefixada no estoque total, com aperfeiçoamentos na estrutura de vencimentos da DPF.

Importante mencionar que o Tesouro Nacional divulga regularmente a vida média do estoque, um indicador usado para comparações internacionais da estrutura de maturação da dívida. Este indicador desconsidera os pagamentos de cupons intermediários e os fluxos de principal não estão a valor presente. Em 2012, a vida média da DPF registrou seu maior valor anual, considerando a série iniciada em 2004, estendendo-se para 6,4 anos, contra 5,7 anos em 2011.

**Gráfico 27 - Prazo Médio do Estoque e das Emissões em Ofertas Públicas da DPMFi (anos)**



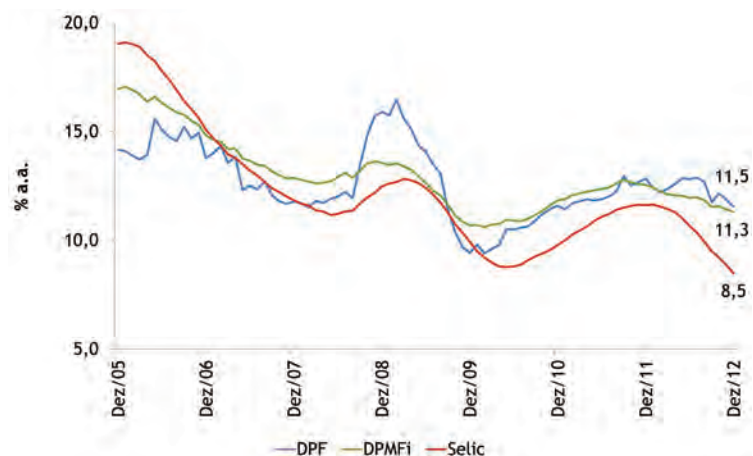
Fonte: Tesouro Nacional

### Custo da Dívida Pública

Além dos riscos anteriormente descritos, o custo de financiamento da DPF também é um indicador que o Tesouro Nacional considera relevante ao elaborar sua estratégia de financiamento. O *mix* entre dívida prefixada, remunerada por índices de preços e flutuante garantiu ao Tesouro Nacional, por um lado, o amortecimento do custo médio da dívida durante os ciclos monetários e, por outro, a convergência desse custo para níveis mais baixos, em linha com a tendência declinante dos juros básicos da economia observada nos últimos anos.

A esse respeito, destaca-se a adoção de uma estratégia gradualista na substituição dos títulos indexados a taxas flutuantes por prefixados ou remunerados por índices de preços. Por suas características, os títulos flutuantes (Selic) trazem consigo um claro *trade-off* entre custo e risco. Como se vê no gráfico abaixo, desde 2005 a taxa básica de juros (Selic) tem mostrado tendência de redução e o custo médio da dívida acompanhou bem de perto esse movimento.

**Gráfico 28 - Evolução do Custo Médio da Dívida (taxa acumulada em 12 meses)**



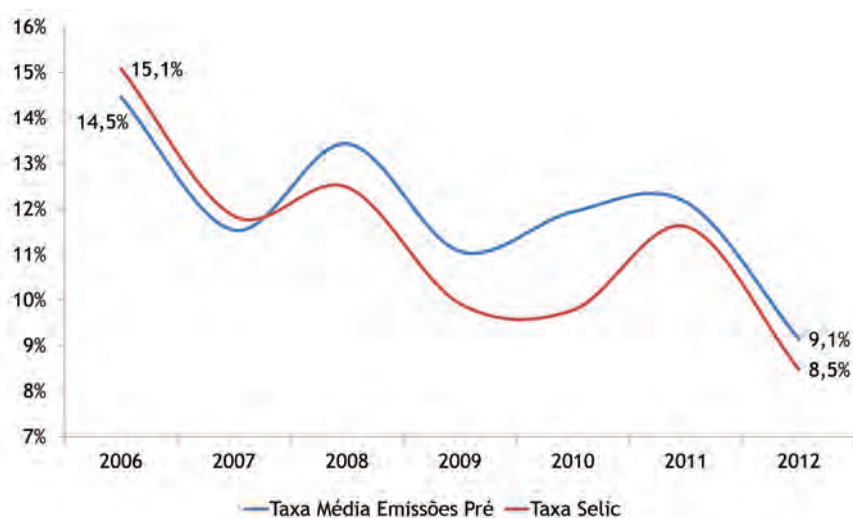
Fonte: Tesouro Nacional

Entretanto, à medida que o Tesouro Nacional modifica a composição da dívida em direção a menor indexação à taxa de juros de um dia, ocorre redução dos riscos de oscilações nos custos da DPF, pagando-se, em contrapartida, um prêmio pela proteção adicional decorrente do novo perfil da dívida. Observa-se, então, descolamento maior entre o custo médio da DPF (e da DPMFi) em relação à Selic, o qual tem se tornado mais pronunciado a partir de 2010.

Importante realçar que o custo da dívida em cada momento é a combinação dos custos de financiamento do estoque (incorporando taxas de momentos pretéritos) e dos custos das novas emissões (incorporando taxas mais recentes). O peso do estoque é relevante no resultado geral, sobretudo à medida que ocorre redução da proporção de dívida a vencer no curto prazo, o que faz com que este indicador sofra uma inércia maior, tornando-o menos sensível a recentes reduções da taxa Selic. O impacto da dívida mais longa no custo total é equivalente ao de um amortecedor, evitando grandes oscilações de um ano para outro, mas transmitindo o custo de dívida emitida no passado para os períodos mais recentes.

Isso não significa que a DPF não esteja se beneficiando do movimento recente de queda das taxas de juros no Brasil, como fica ilustrado no gráfico a seguir, onde se comparam as taxas Selic e de emissão de dívida prefixada, em seus diversos prazos. Ao avaliarmos apenas o custo das emissões mais recentes de títulos, observamos uma aderência maior entre o custo de captação e a evolução da política monetária.

**Gráfico 29 - Taxas Médias Aceitas nas Ofertas Públicas de Títulos Prefixados**



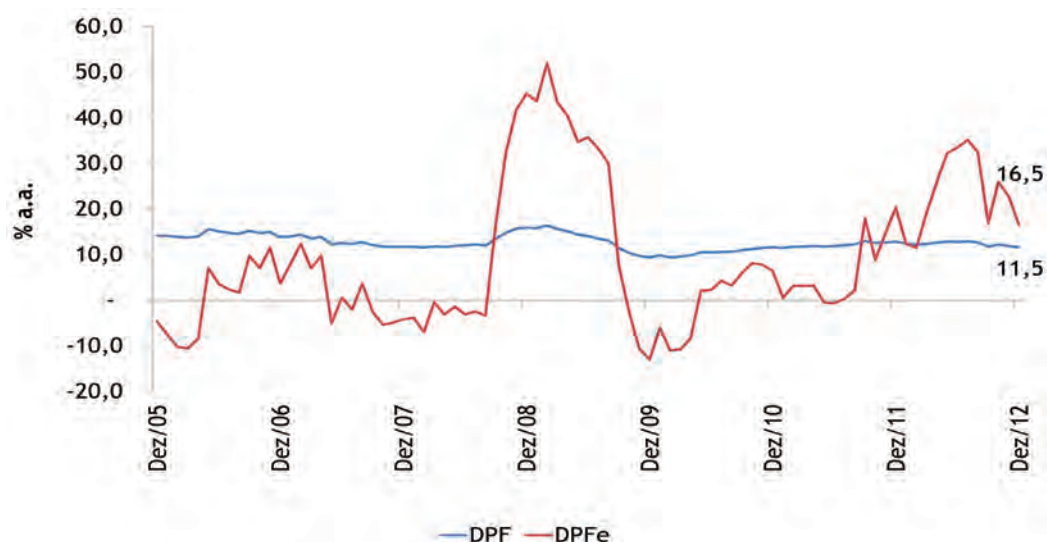
Nota: Para a construção deste gráfico foram considerados todos os prazos de vencimento dos títulos préfixados ofertados em leilões, ponderados por seus respectivos volumes.

Fonte: Tesouro Nacional.

Se, de um lado, tem-se esta maior inércia no cálculo do custo da dívida por conta da maior emissão de títulos de longo prazo prefixados ou remunerados por índices de preços, por outro, a menor exposição cambial impediu que a elevação de custo mudasse a percepção de risco dos agentes em torno da trajetória de sustentabilidade da dívida. Se fossem mantidas participações mais elevadas de títulos à variação cambial e a taxas flutuantes, a dívida pública teria experimentado um custo menor ao longo dos últimos anos quando comparado ao resultado observado. No entanto, se o cenário fosse mais adverso à economia brasileira, os custos teriam sido bem maiores. É importante destacar que a própria composição da dívida, mais segura atualmente, é fator relevante para a estabilidade econômica.

Para ilustrar este último comentário, podemos destacar, no Gráfico 30, a evolução dos custos da DPFe e da DPF durante o biênio 2008-2009, período marcado pela eclosão da crise financeira internacional. Todos os mercados foram atingidos, mas o impacto na DPFe, via taxa de câmbio, foi tão elevado que, mesmo representando uma pequena parcela da DPF, afetou de maneira significativa a trajetória do seu custo total, revertendo, momentaneamente, a tendência de queda.

**Gráfico 30 - Evolução do Custo Médio da DPF e da DPFe (taxa acumulada em 12 meses)**

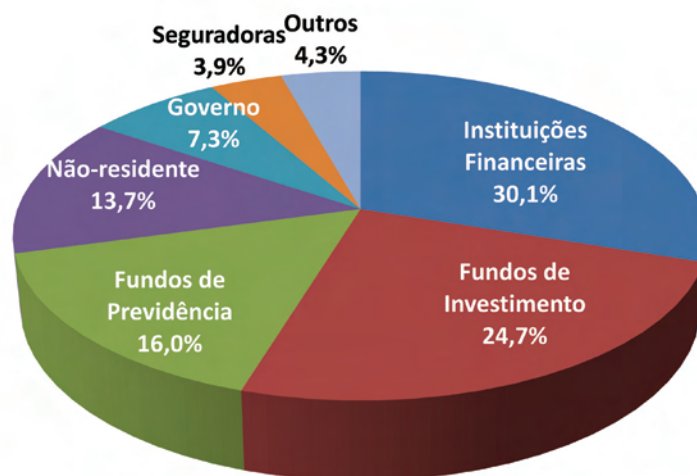


Fonte: Tesouro Nacional

O não conhecimento ex-ante do cenário futuro, aliado a uma gestão prudente da dívida pública, em que se busca o aumento da previsibilidade de seus gastos, faz com que o Tesouro Nacional opte pela redução do risco de mercado e de repactuação da DPF, impedindo que variações não antecipadas e/ou extremas dos juros de curto prazo e da taxa de câmbio comprometam os ganhos conquistados até agora na gestão da dívida.

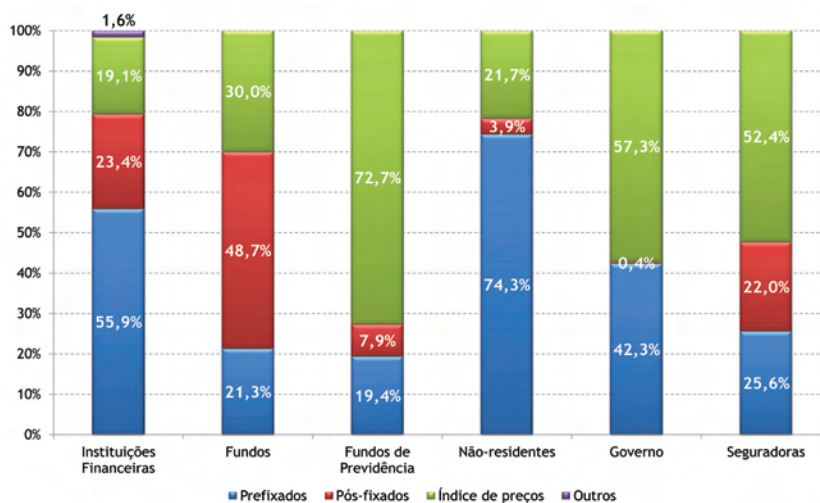
## 2.4. Base de Investidores

A atuação do Tesouro Nacional no que se refere à sua base de detentores possui dois objetivos complementares. Primeiramente, busca-se ampliar e diversificar essa base, a fim de assegurar um nível satisfatório de demanda para os títulos do governo ao longo do tempo. Por outro lado, o Tesouro busca estreitar sua comunicação com os atuais grupos de investidores com o intuito de diminuir a assimetria de informação entre o emissor e os investidores, dando previsibilidade na gestão da dívida, ao mesmo tempo em que busca a diversificação da base de investidores. Os avanços obtidos podem ser vistos no gráfico a seguir, que ilustra a participação de cada grupo de investidores na DPMFi ao final de 2012.

**Gráfico 31 - Base de Detentores<sup>20</sup> da DPMFi**


Fonte: Tesouro Nacional e Selic

Quanto ao acompanhamento da evolução dos atuais detentores, o trabalho parte da análise de como as carteiras dos principais grupos estão compostas, tanto em termos dos tipos de títulos adquiridos, quanto em termos de prazo. O gráfico a seguir, por exemplo, mostra como estavam distribuídas, ao final do ano, as preferências desses grupos pelos tipos de títulos oferecidos pelo Tesouro Nacional.

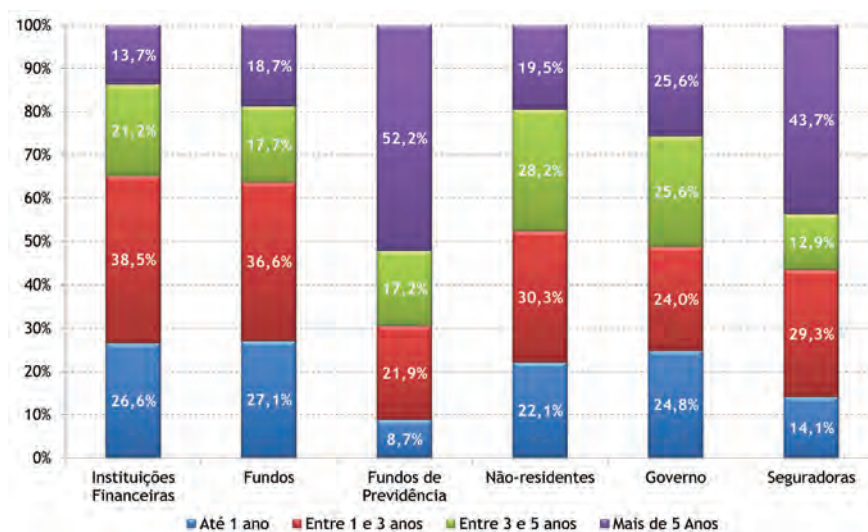
**Gráfico 32 - Composição da Carteira de Títulos Públicos por Detentor**


Fonte: Tesouro Nacional e Selic

<sup>20</sup> O grupo denominado Bancos representa a carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros e corretoras e distribuidoras. Também inclui os bancos estatais e o BNDES. As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento também estão vinculadas a esta categoria. A categoria Fundos considera todas as aplicações em títulos públicos feitos a partir da modalidade Fundos de Investimento, excetuando-se aquelas detidas pelos demais detentores, ou com participação destes, que são classificadas de acordo com suas respectivas categorias. A categoria Não Residentes, individuais ou coletivos, considera contas de pessoas físicas ou jurídicas, dos fundos ou de outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior reguladas por meio da Carta-Circular nº 3.278, de 18.6.2007. Estão incluídos os títulos detidos por não residentes por meio de fundos de investimento. Os grupos Fundos de Previdência e Seguradoras, como os próprios nomes permitem inferir, apresentam os investimentos das entidades que atuam nesses segmentos e incluem Previdência Aberta, Fechada e os Regimes Próprios de Previdência Social-RPPS, seguradoras e resseguradoras. O segmento Governo inclui fundos e recursos administrados pela União, tais como FAT, FGTS, fundos extramercado, Fundo Soberano e fundos garantidores.

O Gráfico 33, por sua vez, ilustra como tais carteiras estavam distribuídas em relação ao prazo das aplicações:

**Gráfico 33 - Distribuição por Prazo de Vencimento por Detentor**



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

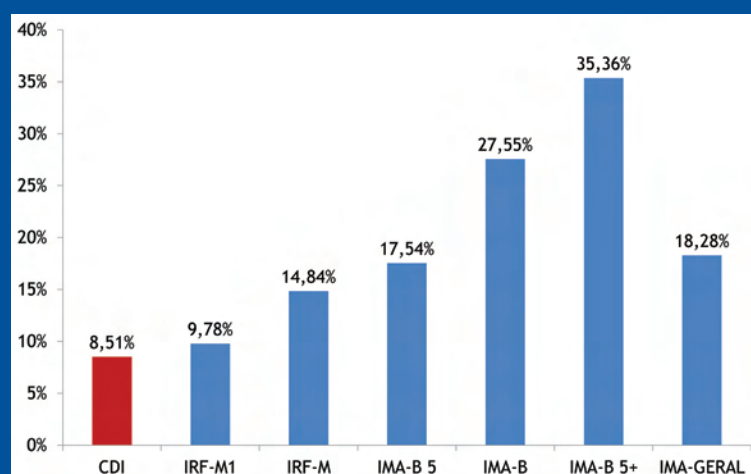
Foi sob essa perspectiva que foram obtidos os resultados mais significativos para a gestão da dívida em 2012. Conforme detalhado no Quadro 3, a seguir, o esforço junto aos gestores dos fundos Extramercado e do FGTS, que culminou nas operações de trocas de títulos com esses fundos, resultou na quase eliminação de papéis flutuantes na carteira Governo e foi um dos grandes responsáveis pela expressiva melhora na composição da DPF.

### Quadro 3 - Evolução da Carteira Governo

Em fevereiro de 2012, o Tesouro Nacional realizou trocas de títulos públicos para adequação das carteiras dos Fundos Extramercado ao disposto na Resolução nº 4.034 do Conselho Monetário Nacional (CMN), de 30 de novembro de 2011. Com essa operação, foram resgatados cerca de R\$ 61,2 bilhões em títulos indexados à taxa Selic (LFT), equivalentes a 11% do seu estoque em mercado à época, e emitidos, em contrapartida, títulos prefixados (LTN e NTN-F) e remunerados por índices de preços (NTN-B).

Com a nova regulamentação, os Fundos Extramercado<sup>21</sup> passarão a utilizar como referência para seus investimentos qualquer um dos subíndices do Índice de Mercado Anbima (IMA), os quais representam carteiras teóricas de títulos públicos federais, à exceção de índice que tenha em sua composição títulos indexados à taxa de juros de um dia (Selic). O gráfico a seguir apresenta a rentabilidade acumulada dos índices IMA até dezembro de 2012.

<sup>21</sup> Os fundos extramercado concentram as disponibilidades oriundas de receitas próprias das estatais não financeiras integrantes da Administração Federal Indireta, tais como Eletrobras, Correios e Chesf (exceto as disponibilidades da Petrobrás), bem como dos recursos do Fundo de Amparo do Trabalhador (FAT), do Fundo de Defesa da Economia Cafeeira (Funcafé) e do Fundo Nacional do Desenvolvimento da Educação (FNDE).

**Gráfico 34 - Rentabilidade Acumulada do IMA**


Fonte: BM&FBOVESPA e Anbima

Em junho, por meio da Portaria STN nº 377, de 11/06/2012, houve a troca direta de títulos públicos para adequação da carteira do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), em linha com a estratégia definida no Plano Anual de Financiamento (PAF). Com essa operação, foram resgatados cerca de R\$ 44,1 bilhões, sendo R\$ 38,1 bilhões em títulos indexados à taxa Selic (LFT) e R\$ 6,0 bilhões em títulos prefixados de curto prazo (LTN).

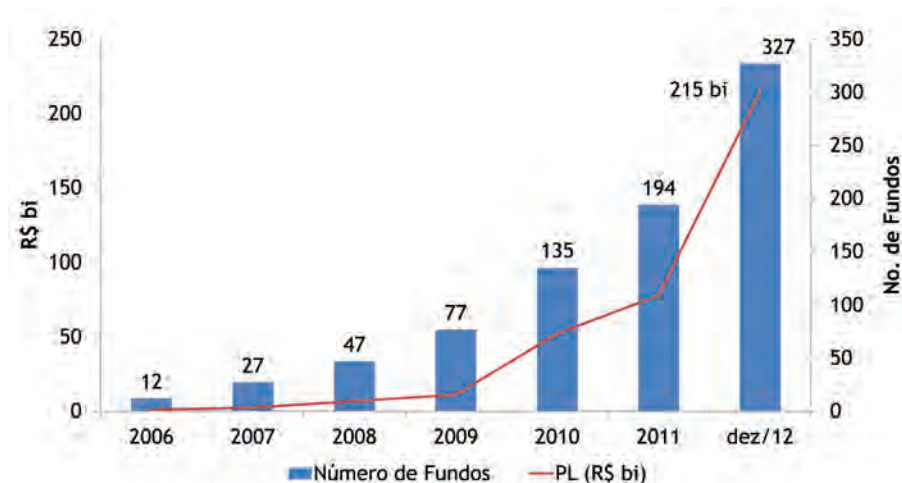
Após as duas operações acima descritas, o percentual da carteira Governo indexado à taxa Selic passou de 66%, em janeiro, para apenas 0,3% em dezembro, conforme pode ser observado abaixo:

**Gráfico 35 - Evolução da Carteira Governo**


Fonte: Tesouro Nacional/Anbima

Ainda nessa linha de atuação, o Tesouro implantou plano de comunicação, durante o ano 2012, visando a maior disseminação dos índices de renda fixa da ANBIMA, o IMA. Além das mudanças de legislações de fundos públicos, que explicitaram a regra de utilização dos índices, houve também aumento da utilização dos mesmos por diversas categorias de investidores, conforme Gráfico 36 a seguir<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> A pesquisa é feita a partir da base de dados cadastrais de todos os fundos de investimento registrados na CVM e na ANBIMA. A identificação dos fundos se dá por meio de pesquisa dos nomes dos fundos, dos indicadores de desempenho utilizados e dos modos de cobrança de taxa de performance. Adicionalmente, são incluídos os fundos extramercado e outros classificados na ANBIMA como Renda Fixa Índices, não localizados pelos parâmetros de consulta previamente utilizados. A inclusão desses dois grupos, assim como a confirmação da utilização do IMA e do início do seu uso, são feitas através de prospectos e/ou regulamentos. Esse levantamento não deve ser considerado exaustivo, pois podem existir outros fundos que utilizam o IMA, mas que não puderam ser identificados por esses critérios. São desconsiderados na contagem da evolução do Patrimônio Líquido os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FIC FI).

**Gráfico 36 - Evolução do Uso do IMA por Fundos de Investimentos**


Fonte: Anbima e CVM.

#### Quadro 4 - Medidas junto às Entidades Abertas de Previdência Complementar

Em 27 de dezembro de 2012, em seção extraordinária, o Conselho Monetário Nacional (CMN) instituiu regras relativas aos prazos das carteiras dos fundos de previdência privada aberta. Através da Resolução 4.176 do CMN, as entidades abertas de previdência complementar deverão manejar as carteiras dos fundos de investimento especialmente constituídos de maneira que o prazo médio remanescente mínimo seja de 1.825 dias (5 anos) e, cumulativamente, o prazo médio de repactuação mínimo seja de 1.095 dias (3 anos). Haverá uma fase de transição até 31/12/2015 para que as entidades se encaixem nessas regras, sendo que o prazo médio das carteiras não poderá ser encurtado a partir de 31/05/2013. As regras aplicam-se ao conjunto de ativos que compõem os fundos oferecidos por uma mesma instituição, e não a cada fundo individualmente.

Segundo informações da CVM, numa amostra de 289 fundos destinados a acolher os recursos da previdência aberta (conhecidos como FIE), com patrimônio líquido de cerca de R\$ 210 bilhões (87% do total dos recursos aplicados em FIE), existe uma forte concentração em ativos atrelados à taxa de um dia ou operações compromissadas, que tem característica de curtíssimo prazo (57,6% do total). Os dados são de março de 2012. O objetivo dessa medida consiste em fazer com que os ativos que lastreiam os fundos deixem de ser majoritariamente indexados à taxa de juros de curtíssimo prazo. Apesar dos mutuários da indústria de previdência aberta contarem com um incentivo tributário que favorece o alongamento das carteiras, de maneira agregada, os gestores continuam com cerca de 60% dos ativos da indústria indexados à taxa Selic ou a Depósitos Interfinanceiros.

Há anos o governo federal vem adotando medidas na linha de promover a desindexação da economia aos índices de curtíssimo prazo. Além do significativo avanço do Tesouro Nacional na mudança da composição da DPF, pontualmente, iniciativas importantes foram tomadas. Nesse sentido, destacam-se a Resolução 3.922 do CMN, de 2010, que norteia os investimentos das RPPS (Regimes Próprios de Previdência Social) e as medidas explicitadas no Quadro 3, referentes aos Fundos Extramercados e FGTS. A recente Resolução e a queda no nível da taxa de juros dão impulso à agenda do governo de promover a desindexação da economia.

### 3. AVANÇOS INSTITUCIONAIS

---

Em 2012, o Tesouro Nacional continuou seu esforço de aprimoramento da gestão da DPF por meio de iniciativas destinadas a aperfeiçoar seus próprios mecanismos operacionais, bem como seu relacionamento institucional com participantes dos mercados financeiros nacional e internacional, organismos multilaterais e demais representantes da sociedade. Em relação aos instrumentos, merecem destaque os avanços obtidos no projeto de desenvolvimento do Sistema Integrado da Dívida - SID. Do ponto de vista do relacionamento institucional, são dignas de nota as participações em eventos para investidores e as visitas de técnicos nacionais e internacionais interessados na experiência brasileira em gestão de dívida pública. Por fim, cabe destacar a implementação do novo sítio do Tesouro Nacional, que foi desenvolvido sob uma plataforma mais amigável, tornando o acesso e a navegação mais simples e eficientes para os usuários.

#### Sistema Integrado da Dívida - SID

No contexto do processo de aprimoramento de uma gestão moderna e eficaz para a Dívida Pública Federal-DPF, insere-se a continuidade do desenvolvimento e implantação do Sistema Integrado da Dívida (SID) que se destina a unificar, em uma única base de dados, as dívidas contratuais e mobiliárias, internas e externas, possibilitando ainda integrar o ciclo completo das principais atividades relacionadas à administração da DPF. O Sistema, concebido de forma modular, utiliza interface web e banco de dados relacional e elimina redundâncias de cálculos, o que simplifica a extração de dados e a geração de informações consolidadas e contribui para a redução dos riscos operacionais.

Colocado em produção em dezembro de 2010, o Sistema apresentou necessidade de melhoria evolutiva para introduzir os conceitos de TIR Média e VLUM (Valor Líquido Unitário Médio) para os títulos da dívida mobiliária interna e externa, de forma a efetuar, com precisão, o cálculo do estoque e das demais estatísticas, em especial quando da movimentação entre as carteiras "mercado" e "Banco Central" e da movimentação decorrente de operações de troca ou cancelamento de títulos. Em consequência, apenas os dados relativos às dívidas contratuais entraram efetivamente em produção a partir de 2011, sendo que desde janeiro 2012 o Sistema SID é a fonte primária dos fluxos e dos dados estatísticos da dívida contratual.

Para o caso das dívidas mobiliárias interna e externa, com o desenvolvimento das fórmulas para cálculo da TIR Média e do VLUM concluído em setembro de 2012, novo processo de migração de dados encontra-se em andamento, prevendo-se para o 1º trimestre de 2013 o efetivo uso do SID no cálculo e extração dos dados estatísticos de toda a DPF, contemplando, efetivamente, a sua integração em um único sistema.

Paralelamente, novos submódulos estão sendo desenvolvidos, contemplados na chamada Fase II do Projeto, destinados a dar maior suporte, segurança e integração às atividades de planejamento, análise de riscos e elaboração de estratégias para a DPF.

#### Eventos para Investidores Nacionais e Não Residentes

O Tesouro Nacional manteve ao longo de 2012 uma agenda intensa de contato com investidores, organismos multilaterais e agências de classificação de risco internacionais.

Nesse contexto, merece destaque a participação de representantes do Tesouro Nacional no *12th IMF Forum on Managing Sovereign Risk and Public Debt*, fórum promovido pelo FMI em parceria com o Tesouro Nacional, realizado entre os dias 27 e 29 de junho na cidade do Rio de Janeiro. O evento, que contou com a abertura

do Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Sr. Márcio Holland de Brito, e do Vice Diretor Gerente do Fundo, Sr. Min Zhu, reuniu delegações de gestores de dívida pública de 27 países, além de representantes do setor privado e de organismos multilaterais, como o Banco Mundial, o Banco Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento (EBRD) e o próprio FMI.

O encontro teve como tema central os possíveis impactos nos mercados de títulos públicos provenientes da agenda de reformas regulatórias que devem afetar o sistema financeiro global, bem como da crise econômica atual, marcada pelo alto endividamento de alguns países, baixas expectativas de crescimento e preocupações com a saúde financeira das instituições financeiras.

Nesse contexto, foram discutidos, entre outros assuntos, os principais riscos para a sustentabilidade fiscal e a estabilidade financeiras dos países e possíveis estratégias de financiamento que, diante de um cenário econômico adverso, garantam níveis confortáveis de custo e risco para a administração da dívida, bem como o impacto da atuação dos bancos centrais sobre os mercados de dívida.

A participação do Tesouro Nacional no evento permitiu a troca de experiências com outros países, além de ter sido uma boa oportunidade para avaliar como outros gestores de dívida estão percebendo os novos desafios globais. Ainda, o fórum permitiu à instituição mostrar os avanços recentes na administração da dívida pública brasileira, frutos da adoção de uma política econômica consistente e de uma gestão baseada em transparência e previsibilidade.

Além desse evento específico, o Tesouro esteve representado em vários outros encontros relevantes sobre gestão de dívida pública, em praticamente todos os continentes do mundo, conforme podemos ver na tabela a seguir:

**Tabela 10 - Principais Eventos Internacionais com a Participação do Tesouro Nacional**

Eventos Internacionais	Data	Local
<i>Twenty-first OECD Global Forum on Public Debt Management</i>	Janeiro	Paris - França
Best Europa	Fevereiro	Londres - UK , Luxemburgo e Zurique -Suíça
Encontro Anual do BID	Março	Montevidéu - Uruguai
<i>High-level Panel Discussion: Debt Crises Prevention and Management</i>	Abril	Doha - Catar
<i>Brazil-Russia Dialogue: Economic Policy Challenges</i>	Junho	Moscovo - Rússia
<i>3<sup>rd</sup> Annual Gemloc Conference</i>	Junho	Istambul - Turquia
12 <sup>o</sup> Encontro anual do FMI	Junho	Rio De Janeiro - Brasil
Best América do Norte	Junho	Nova Iorque - EUA e Toronto - Canadá
<i>Commonwealth Secretariat Public Debt Analytical Tool Debt Expert Meeting</i>	Junho	Nova Delhi - Índia
8 <sup>o</sup> Encontro anual do LAC DEBT	Junho	Cidade da Guatemala - Guatemala
<i>Workshop with the British Debt Management Officer and Swedish National Office</i>	Setembro	Londres -UK e Estocolmo -Suécia
Conferência sobre o desenvolvimento dos mercados de dívida Interna	Setembro	Doha - Catar
Seminário Regional, desenvolvimento de estratégias eficazes de Gestão de Dívida	Setembro	Kwait - Kwait
Best Ásia	Setembro	Tóquio - Japão, Seul - Coréia do Sul, Hong Kong - China
6 <sup>o</sup> <i>Workshop</i> Temático do Grupo de especialistas em Gestão de Dívida América/Caribe	Outubro	Washington - EUA
SDMF - <i>Sovereign Debt Management Forum</i>	Outubro	Washington - EUA

Fonte: Tesouro Nacional

No que tange ao programa de teleconferências, em março desse ano o Tesouro Nacional realizou conferência com participantes de instituições financeiras e organismos nacionais e internacionais. O objetivo deste evento foi expor os resultados alcançados pela política de gerenciamento da dívida pública em 2011, bem como apresentar a estratégia de financiamento para 2012 aos investidores, abrindo um canal direto entre estes e os gestores da dívida pública e da política fiscal.

Por fim, ao longo de 2012 o Tesouro Nacional realizou rotineiras reuniões com representantes de diversos segmentos do mercado financeiro nacional e internacional, nas quais foram abordados tópicos importantes

sobre o cenário econômico nacional, a política fiscal e o gerenciamento da dívida pública. Essa prática, que tem aumentado com o passar dos anos, evidencia o grande interesse em se investir na economia local, seja por meio da aquisição de títulos públicos ou sob a forma de investimentos estrangeiros diretos.

### Visitas Técnicas ao Tesouro Nacional

Em março, o Tesouro Nacional recebeu a visita da delegação do governo da Mongólia, composta por representantes do departamento de dívida daquele país. Na ocasião, a Subsecretaria da Dívida Pública teve a oportunidade de apresentar sua estrutura organizacional, com destaque para o processo de emissão externa de títulos, como os Globais referenciados em dólares e em reais.

Em junho, por sua vez ocorreu a recepção da delegação do governo do Vietnã. Na oportunidade foi apresentada aos participantes a estrutura institucional da Secretaria do Tesouro Nacional, bem como o modus operandi do gerenciamento da DPF.

Por fim, em julho o Tesouro Nacional recebeu a visita da delegação do Peru, que veio a Brasília com o objetivo de trocar experiências no que tange às melhores práticas de gestão financeira bem como conhecer os sistemas tecnológicos e os modelos usados pelo Tesouro Nacional na gestão da dívida pública. Nesse contexto, foram apresentadas visões gerais sobre os sistemas<sup>23</sup> que automatizam os processos de negócio característicos da área. Além disso, os representantes da delegação peruana se interessaram em conhecer a estrutura e organização do Tesouro Direto, passando por temas relacionados aos títulos ofertados, à distribuição, aos custos e à custódia. O objetivo era desenhar um programa voltado ao varejo, com baixo custo para o pequeno investidor.

Esse contínuo interesse de delegações nacionais e estrangeiras em conhecer a experiência brasileira em gestão de dívida pública demonstra que o Tesouro Nacional se mantém como uma referência nesse tema, ao seguir as melhores práticas internacionais e buscar constante aperfeiçoamento.

### Seminário “Prevenção à Fraude Tributária com Títulos Públicos Antigos”

Em junho foi realizado, no auditório da Escola de Magistratura Federal (Esmaf) da 1ª Região, o Seminário “Prevenção à Fraude Tributária com Títulos Públicos Antigos”, organizado pela Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), pela Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN), pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e pelo Ministério Público Federal (MPF).

O seminário teve como objetivo a disseminação de informações e orientações acerca da prática indevida de suspender e extinguir débitos tributários com base em ações de execução extrajudicial de títulos antigos da dívida pública brasileira. O evento também promoveu o lançamento de cartilha sobre o tema que apresenta informações detalhadas e úteis na prevenção e no combate a essa fraude. Apesar de muitas informações importantes estarem amplamente disponíveis no site da STN, o pedido de consultas e propostas de transações de compra e venda envolvendo títulos antigos são frequentes junto à área de atendimento ao público. Esse tipo de iniciativa é salutar e representa a unificação de esforços de várias instituições<sup>24</sup> no sentido de coibir a prática criminosa envolvendo títulos públicos federais.

<sup>23</sup> Dentre eles, destacam-se o DPI, o Dívida, o Elabora e, principalmente, o Sistema Integrado da Dívida - SID, em fase de homologação.

<sup>24</sup> Estiveram presentes ao evento, além de servidores das instituições organizadoras, diversas autoridades e representantes da Justiça Federal, do Conselho Nacional de Justiça, da Polícia Federal, da Ordem dos Advogados do Brasil, da Controladoria-Geral da União, de Secretarias de Fazenda dos Estados, da Comissão de Valores Mobiliários, do Banco Central, da Caixa Econômica Federal, da Confederação Nacional da Indústria (CNI), da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), assim como de inúmeros outros órgãos públicos e entidades de classe nacionais.

## Construção do Novo Sítio do Tesouro Nacional

Em novembro de 2012, o Tesouro Nacional lançou seu novo sítio, mais moderno e com informações mais claras e acessíveis aos usuários. O projeto contou com a parceria de todas as áreas da Secretaria. Em relação à seção sobre a Dívida Pública Federal, novos conteúdos foram criados e a estrutura de menus aperfeiçoada.

O novo sítio visa a dar maior visibilidade ao papel institucional do Tesouro Nacional. Além disso, ao tornar a navegação mais clara e eficiente, permite a melhoria dos serviços prestados pelo órgão, o acesso à informação e à comunicação entre a instituição e seus clientes, sejam eles investidores, jornalistas, agências de classificação de risco, analistas de mercado, organismos multilaterais, gestores de dívida pública de outros países ou demais usuários, tanto no Brasil quanto no exterior.

## Cooperação Brasil-Turquia

O projeto envolvendo os dois países consiste em uma parceria, organizada pelo Banco Mundial, com o objetivo de formular políticas de estímulo ao mercado de capitais de longo prazo, tanto para títulos públicos quanto para títulos corporativos. Este projeto inovador permite a troca substancial de conhecimento por parte dos formuladores e executores de políticas públicas.

A primeira fase dessa cooperação aconteceu em novembro, com uma conferência realizada entre os dois países, na qual foram debatidos os esforços mútuos, bem como os possíveis desafios para 2013, no sentido de fortalecer e desenvolver o mercado de títulos de renda fixa no longo prazo. A troca de experiências com outros países e o suporte do Banco Mundial com o *know-how* em projetos relacionados ao desenvolvimento do mercado de renda fixa para o longo prazo também foram debatidos na conferência.

Para 2013, a agenda prevê discussões técnicas e propostas para o desenvolvimento do mercado de capitais de ambos os países. Na pauta estão encontros regulares por meio de videoconferências e visitas técnicas entre os dois países com o objetivo de trocar experiências no que tange aos desafios encontrados, bem como novas propostas para o desenvolvimento do mercado de capitais.

A terceira e última parte do projeto será a apresentação de um relatório com as propostas sugeridas, bem como a produção de um artigo que descreva a situação atual dos mercados locais dos dois países. Os resultados da cooperação serão apresentados aos demais países emergentes durante o evento *3<sup>rd</sup> Gemloc Investor-Country Conference*, ainda em 2013.

## 4. TESOURO DIRETO

---

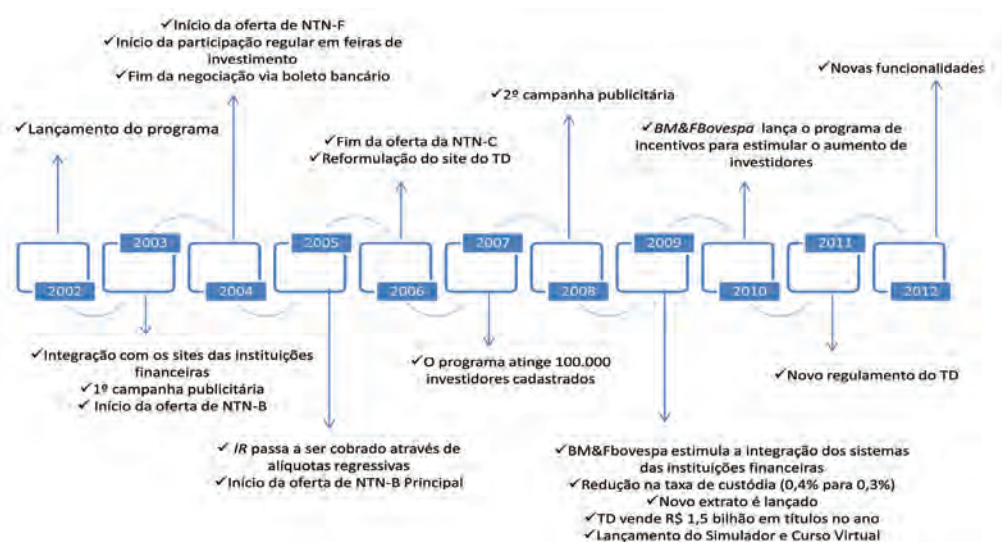
O Tesouro Direto, programa que permite a aquisição de títulos públicos por pessoas físicas diretamente pela internet, completou em 2012 seu décimo ano de funcionamento. Desde sua implantação, em janeiro de 2002, fruto de uma parceria entre o Tesouro Nacional e a BM&FBOVESPA, ele vem apresentando forte demanda por parte dos mais diversos tipos de investidores, atraídos pela possibilidade de aplicação de seus recursos em títulos públicos com características, prazos e rendimentos mais adequados a seus perfis, menores custos de intermediação e 100% garantidos pelo Tesouro Nacional.

## 4.1. Linha do tempo - Tesouro Direto 10 anos

Ainda em 2002, sua concepção estava baseada em custos reduzidos de operação e baixo valor de aplicação, permitindo que o cidadão pudesse de fato se beneficiar da rentabilidade dos títulos públicos. Além disso, o programa inovou ao permitir que o próprio investidor compusesse sua carteira de títulos, levando em consideração horizonte de investimento e preferências quanto ao tipo de investimento a realizar.

Ao longo desses 10 anos, o Tesouro Direto passou por vários momentos marcantes. A quantidade de investidores cadastrados e o volume de recursos aplicados no programa cresceram rapidamente. Ainda, várias foram as medidas tomadas com o objetivo de tornar o Tesouro Direto ainda mais atrativo para o investidor, conforme podemos observar na figura abaixo.

**Figura 2 - Linha do Tempo - Tesouro Direto 10 Anos**



No que se refere ao rol de títulos ofertados, por exemplo, cabe mencionar a consolidação da NTN-B, título remunerado pelo índice oficial de inflação do governo, o IPCA, como a aplicação preferida para aqueles que se preocupam com a garantia do poder de compra do valor aplicado para prazos mais longos<sup>25</sup>. As NTN-F, por sua vez, que passaram a constar do rol dos títulos ofertados em 2004, garantiram ao investidor a possibilidade de obter rentabilidade prefixada por prazos mais longos sem incorrer em grande volatilidade. Os pagamentos semestrais de juros que elas proporcionam mitigam o risco proveniente da variação nas taxas de juros. Por fim, merece especial destaque a criação da NTN-B Principal, em 2005. Esse título, desenhado para ser uma opção para acúmulo de poupança de longo prazo, foi criado especialmente para o Tesouro Direto e acabou por se tornar o preferido dos investidores do programa.

Quanto ao esforço de disseminação do Tesouro Direto junto à sociedade, vale citar as campanhas publicitárias realizadas em 2003 e 2008. Também são dignas de nota a participação regular do Tesouro Nacional em feiras de investimentos e de educação financeira, que começou a ocorrer em 2004, e a reformulação do site do Tesouro Direto, ocorrida em 2006.

Nesse aspecto, cabe especial menção às iniciativas empreendidas pela BM&FBovespa, parceira do Tesouro Nacional no programa. Em 2009, a empresa disponibilizou duas ferramentas tecnológicas, o Simulador e o Curso Virtual do Tesouro Direto, criadas em linguagem amigável e didática, com o objetivo de explicar em detalhes o funcionamento do programa, suas principais características e perspectivas de retorno,

<sup>25</sup> As NTN-C, que tinham o IGP-M como referência, deixaram de ser ofertadas em 2006.

entre outros temas. Já em 2010, foi a vez do lançamento de um programa de incentivo financeiro para incrementar a distribuição do produto. Por essa iniciativa, a BM&FBovespa devolvia parte de suas receitas com o programa para as instituições com melhor desempenho em vendas.

No quesito transparência, merece destaque o lançamento do novo extrato do Tesouro Direto em 2009, que permitiu ao investidor monitorar com mais clareza suas aplicações. O desenvolvimento dos *webservices*, ainda em 2003, que permitiram integração entre o sistema de negociação do programa e os sites das instituições financeiras, trouxe muita comodidade ao investidor. O novo Regulamento do Tesouro Direto, lançado em 2011, atuou em duas frentes, ao obrigar as instituições financeiras a divulgarem suas taxas de serviço e o prazo de repasse dos recursos a seus clientes, bem como ao facilitar o processo de anistia aos investidores que não conseguiam liquidar suas negociações por falhas de sistema. A rentabilidade, por sua vez, foi incrementada com a redução na taxa de custódia da BM&FBovespa, de 0,4% para 0,3% ao ano, ocorrida em 2009.

O segundo decênio do Tesouro Direto já começou com novos e significativos avanços. Em 2012, como será abordado mais adiante, foi lançado o segmento de negociações agendadas, que permite a programação antecipada de compras e vendas, bem como a reaplicação automática de cupons de juros e de resgates. Também nesse ano foram alterados os limites financeiros de aplicação e o site do Tesouro Direto passou por reformulação completa. Também foi ao ar mais uma campanha publicitária de divulgação do programa.

Para 2013, haverá a extinção da taxa de negociação, que ao término de 2012 era de 0,1% e ocorrerá um trabalho mais profundo de diagnóstico e redefinição do programa, que pode resultar em mais iniciativas para um futuro próximo.

Espera-se, assim, que o Tesouro Direto continue evoluindo de forma a se adequar cada vez mais aos anseios do cidadão investidor brasileiro, sem perder, contudo, as características que marcam o programa desde a sua criação, em 2002: rentabilidade, baixo custo e flexibilidade.

## 4.2. Resultados Alcançados

Os principais objetivos do Programa Tesouro Direto, quais sejam: democratizar o acesso a investimentos em títulos públicos federais e incentivar a formação de poupança de longo prazo, foram alcançados em 2012, conforme se pode aferir a seguir.

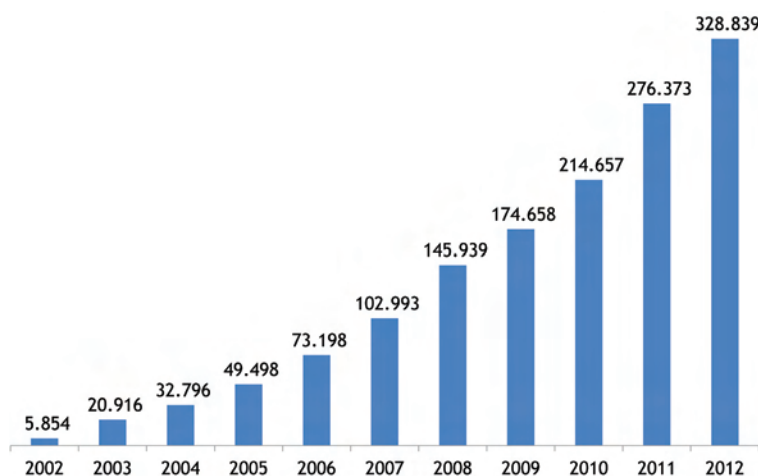
### Novos Investidores Cadastrados

Em 2012, 52.466 novos investidores se cadastraram no Tesouro Direto, alcançando um total de 328.839 aplicadores, o que representa aumento de 19% sobre o total acumulado até o fim do ano anterior. Como mostrado no gráfico a seguir, esse aumento consistente é reflexo da consolidação do Tesouro Direto como uma eficiente opção para quem quer investir com baixo custo, alta rentabilidade, boa liquidez e segurança.

---

**Gráfico 37 - Número de Investidores Cadastrados - Tesouro Direto**


---



Fonte: BM&FBovespa

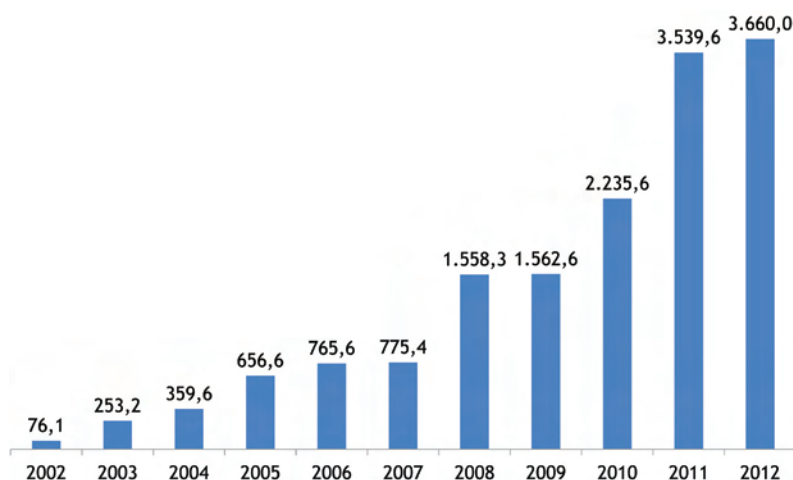
### Vendas de Títulos

Em 2012, as vendas de títulos públicos por meio do Tesouro Direto totalizaram R\$ 3.660,04 milhões, conforme pode se verificar no Gráfico 38. Esse montante representou aumento de 3,4% em relação ao volume vendido em 2011.

---

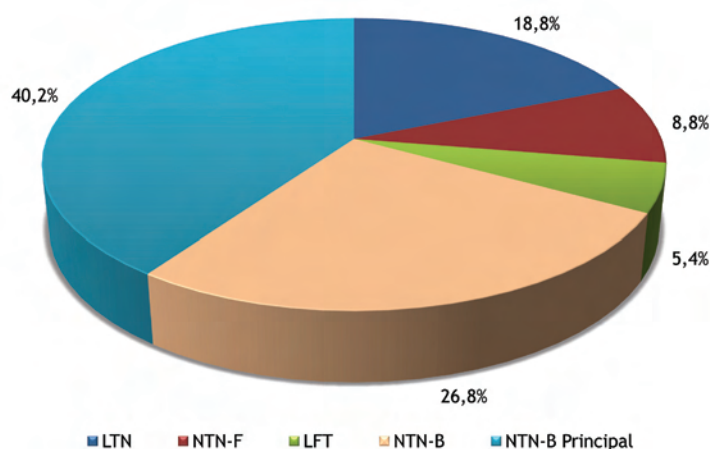
**Gráfico 38 - Vendas Anuais (R\$ Milhões) - Tesouro Direto**


---



Fonte: BM&FBovespa

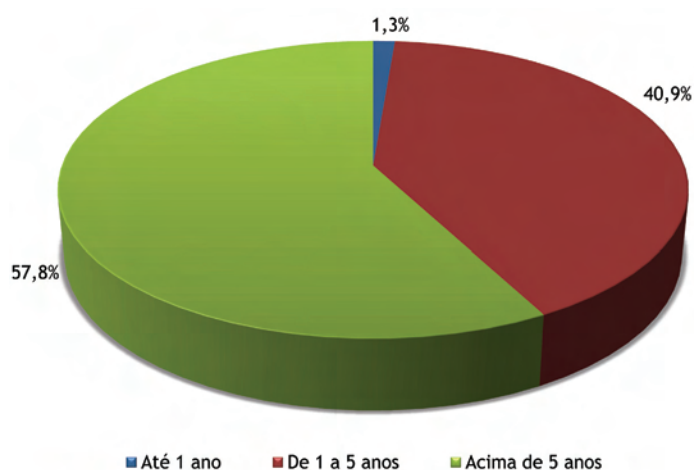
Vale destacar a elevada demanda por títulos indexados ao IPCA (NTN-B e NTN-B Principal), cuja participação atingiu 67,0%, seguidos pelos títulos prefixados (LTN e NTN-F), que representaram 27,6% das vendas, como podemos observar no gráfico a seguir.

**Gráfico 39 - Participação por Título nas Vendas - Tesouro Direto**


Fonte: BM&FBovespa

Quanto às faixas de aplicação, em 2012, as vendas de até R\$ 1.000,00 representaram 26,6% das aplicações realizadas. Destaca-se o volume elevado de vendas por faixa de aplicação até R\$ 5.000,00, cuja participação concentrou 60,3% do volume aplicado no ano.

Em relação ao prazo de vencimento, as vendas de títulos com prazo entre 1 e 5 anos corresponderam a 40,9% do total, enquanto os títulos com prazo acima 5 anos representaram 57,8% (vide Gráfico 40, a seguir). Esses dados indicam que o Tesouro Direto é bem sucedido na consecução de estimular a formação de poupança de médio e longo prazos.

**Gráfico 40 - Vendas por Prazo - Tesouro Direto**


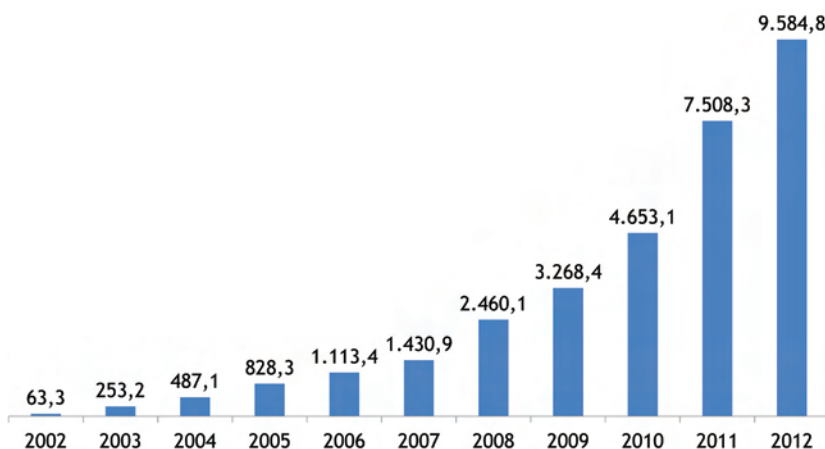
Fonte: BM&FBovespa

## Evolução do Estoque

O resultado das operações realizadas durante o ano fez com que o estoque do Tesouro Direto atingisse R\$ 9.584,8 milhões ao final de 2012, conforme pode ser observado no gráfico 41, o que representa acréscimo de 28,8% em relação ao estoque ao final do ano anterior, que era de R\$ 7.508,31 milhões. Esse considerável aumento no estoque pode ser associado a vários fatores, dentre os quais se destacam: (i)

ações do Tesouro Nacional e da BM&FBOVESPA, no sentido de promover a inclusão de novos investidores e aumentar as vendas; (ii) plano de mídia contratado para a expansão do programa; e (iii) busca, pelos investidores, de uma alternativa rentável de instrumento de renda, como observado ao longo de 2012.

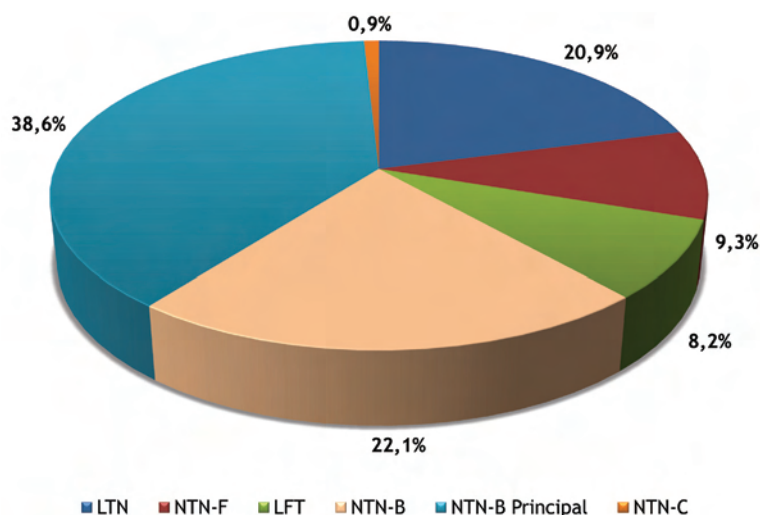
**Gráfico 41 - Estoque do Tesouro Direto - R\$ Milhões**



Fonte: Tesouro Nacional

No tocante à composição do estoque (vide gráfico 42), os títulos com maior participação são os remunerados por índices de preços (61,6%) seguidos pelos prefixados (30,2%), e pelos indexados à taxa Selic (8,2%). O título com maior participação individual é a NTN-B Principal (38,6%), título especificamente criado para investidores do Tesouro Direto.

**Gráfico 42 - Composição do Estoque por Título - Tesouro Direto**



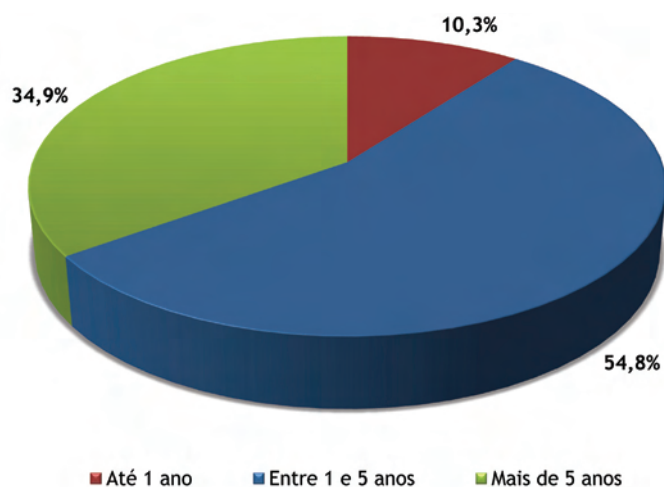
Fonte: Tesouro Nacional

Já quanto ao prazo, os vencimentos superiores a um ano perfazem 89,7% do total do estoque.

---

**Gráfico 43 - Composição do Estoque por Prazo - Tesouro Direto**

---



Fonte: Tesouro Nacional

### 4.3. Avanços

Os avanços implantados no Tesouro Direto em 2012 buscaram aumentar a praticidade e comodidade junto aos investidores, com a alteração dos limites de compra e venda bem como o desenvolvimento das Compras Programadas, em parceria com a *BMF&BOVESPA*. Além disso, o Tesouro Direto desenvolveu um novo site, mais interativo e mais eficaz na busca de informações sobre o programa. Por fim, desenvolveu-se uma nova plataforma de precificação dos títulos públicos, o que reduziu significativamente os riscos operacionais do Tesouro Direto.

#### Alteração dos Novos Limites de Compra e Venda

Em janeiro, o Tesouro Nacional anunciou a mudança dos limites mínimos e máximos para aplicação do programa, os quais passaram a ser, respectivamente, 10% do valor de um título e um milhão de reais, por CPF. Essas mudanças vieram a dar maior comodidade e praticidade aos aplicadores, bem como aumentar a base de investidores, na medida em que incentiva a compra dos títulos com um valor inicial menor.

#### Desenvolvimento das Novas Funcionalidades: As Aplicações Programadas

Em junho, o Tesouro Nacional e a *BMF&BOVESPA* anunciaram novidades no programa Tesouro Direto. A primeira é o desenvolvimento de uma programação de compra, venda e reinvestimento automático. O objetivo foi oferecer mais dinamismo ao programa e comodidade ao investidor, que agora, pode agendar suas aplicações com antecedência e regularidade. Isto torna o produto mais parecido com o que se encontra comumente através dos canais bancários. Afinal, com essas novas ferramentas, o investidor pode realizar aplicações mensais ou mesmo definir a periodicidade com que realiza suas compras<sup>26</sup>.

A aplicação programada contempla compras, vendas e reaplicação automática dos juros semestrais dos títulos (cupons) e do valor a ser resgatado nas datas de vencimento. Para ter acesso a essas funcionalidades, os investidores devem estar cadastrados em uma Instituição Financeira. Uma vez cadastrados, os investidores poderão fazer seus agendamentos pelo *home broker* da sua Instituição Financeira ou por meio da área segura do próprio site do Tesouro Direto.

<sup>26</sup> Pra detalhes, ver [http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro\\_direto/download/funcionalidades\\_TD\\_nota\\_imprensa\\_final\\_STN\\_BVMF.pdf](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/download/funcionalidades_TD_nota_imprensa_final_STN_BVMF.pdf)

## Desenvolvimento do novo portal do Tesouro Direto

Apresentando um novo conceito em termos de arquitetura de informação e de disponibilidade de conteúdos, essa é mais uma iniciativa na qual o Tesouro Nacional busca dar maior transparência e visibilidade ao seu papel institucional.

Na nova página do Tesouro Direto, o público tem disponível todo o conteúdo do site antigo, de forma reorganizada e reestruturada, além de novas seções, como o vídeo tutorial, que explica o programa e seus principais pontos.

De forma a facilitar a busca e a visualização das informações, foi criado novo menu, baseado nos diversos tipos de assunto, como por exemplo, o Tesouro Direto na Mídia, que reúne todas as informações relacionadas ao programa e que apareceram nos meios de comunicação.

## Nova Plataforma de Precificação do Tesouro Direto

Um importante avanço do Tesouro Direto em 2012 foi a implantação de uma nova plataforma de precificação de títulos públicos. O sistema foi desenvolvido ao longo de 2011 pelo Tesouro Nacional em parceria com a BM&FBovespa. Dentre seus objetivos, destacam-se a redução dos riscos operacionais de apreçamento e a segurança da informação.

O advento de um sistema de apreçamento para o Tesouro Direto também proporcionou relevante ganho de eficiência nos processos do Programa. Além de maior agilidade no apreçamento, a compilação dos dados produzidos no Tesouro Direto na base de dados do sistema garante maior agilidade em consultas e produção de relatórios.

## Participação em Eventos

O Tesouro Nacional participou de vários eventos em 2012 referentes ao Programa Tesouro Direto, não somente para divulgar suas vantagens e regras de aplicação, mas também para transmitir conceitos básicos de educação financeira.

A seguir, relacionamos os eventos nos quais o Tesouro Nacional participou em 2012:

- **Expomoney<sup>27</sup>**: a ExpoMoney é um circuito de eventos focado na Educação Financeira e nos Investimentos para a formação de investidores individuais. Em 2012, esse evento foi realizado nas cidades de: Ribeirão Preto, Curitiba, Fortaleza, Salvador, Recife, Florianópolis, Brasília, Goiânia, São Paulo, Belo Horizonte, Vitória, Rio de Janeiro e Porto Alegre;
- **Parceria com o Rioprevidência**: O Tesouro Nacional, juntamente com outras instituições, participa de importante iniciativa destinada à educação financeira, promovida pelo instituto Rioprevidência. Em 2012, por iniciativa desse instituto, foram realizadas na cidade do Rio de Janeiro duas palestras sobre o Programa Tesouro Direto, atraindo a atenção da imprensa, de estudantes e de integrantes do referido fundo de previdência do estado do RJ.

Tais eventos são também importantes porque representam canal direto de comunicação com os investidores, por meio do qual o Tesouro conhece os principais questionamentos e dificuldades relativos ao Programa. É principalmente a partir dessas informações que o Tesouro Nacional concebe suas propostas de melhoria de Tesouro Direto.

<sup>27</sup> Para maiores informações sobre as *Expomoneys*, acesse: <http://www.expomoney.com.br>.

Contribua para o nosso aperfeiçoamento!

Para que as nossas publicações sejam continuamente aprimoradas, o Tesouro Nacional disponibiliza espaço permanente em sua página para que a sua opinião seja registrada.

Envie um e-mail com suas sugestões para:

[stndivida@fazenda.gov.br](mailto:stndivida@fazenda.gov.br)

## Anexos Estatísticos

Para a série estatística completa da Dívida Pública Federal - DPF, acesse as tabelas do Relatório Mensal da Dívida, em:

<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida>

## Saiba mais:

Acesse as publicações do Tesouro Nacional por meio eletrônico.

Relatório Anual da Dívida Pública:

<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/publicacoes/relatorio-anual-da-divida>

Plano Anual de Financiamento:

<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/publicacoes/planos-anuais-de-financiamento>

Relatório Mensal da Dívida Pública Federal:

<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida>

Resultado do Tesouro Nacional:

<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/responsabilidade-fiscal/politica-fiscal/resultado-do-tesouro-nacional>

Balanço do Tesouro Direto:

<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/balanco-e-estatisticas>

Livro “Dívida Pública: A Experiência Brasileira”:

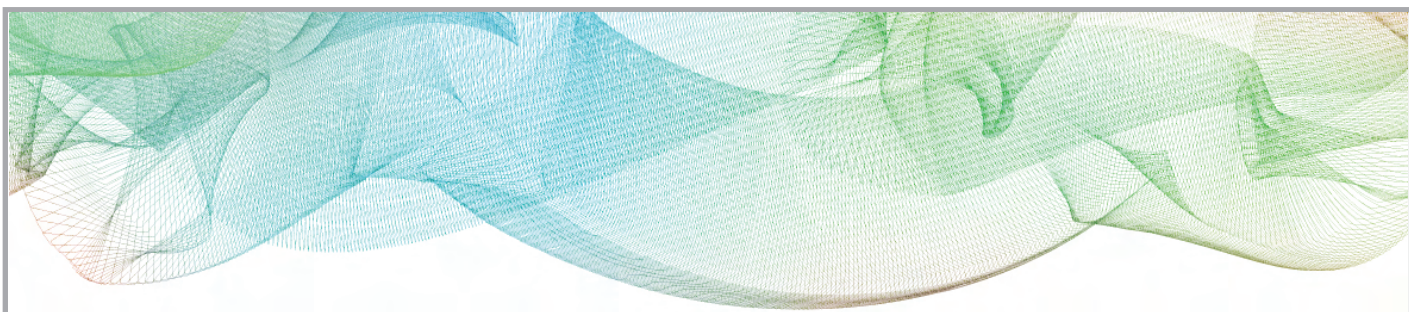
<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/publicacoes/livro-da-divida-publica>

Fraudes com Títulos Públicos:

<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/divida-publica-federal/fraudes-com-titulos-publicos>

Cartilha “Prevenção à Fraude Tributária com Títulos Públicos Antigos”:

[https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/Cartilha\\_Fraudes\\_Titulos\\_\\_RFB-PGFN-STN-MPU.PDF](https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/Cartilha_Fraudes_Titulos__RFB-PGFN-STN-MPU.PDF)



Ministério da  
**Fazenda**

