

Relatório Anual
Dívida Pública Federal

2015

Relatório Anual 2015

Dívida Pública Federal



TESOURO NACIONAL

Número 13

Brasília/2016

MINISTRO DA FAZENDA

Nelson Henrique Barbosa Filho

SECRETÁRIO-EXECUTIVO

Dyogo Henrique de Oliveira

SECRETÁRIO DO TESOUREO NACIONAL

Otavio Ladeira de Medeiros - Interino

SUBSECRETÁRIOS

Antônio de Pádua Ferreira Passos - Substituto

Gildenora Batista Dantas Milhmem

Líscio Fábio de Brasil Camargo

Paulo José dos Reis Souza

Pricilla Maria Santana

EQUIPE TÉCNICA**Subsecretário da Dívida Pública**

Antônio de Pádua Ferreira Passos Passos - Substituto

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

José Franco Medeiros de Moraes

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Luiz Fernando Alves

Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública

Priscila de Souza Cavalcante de Castro - Substituta

André de Araújo Melo	Guilherme Pinheiro de Deus	Luiz Fernando Alves	Priscila de Souza Cavalcante de Castro
André Luiz Gonçalves Garcia	Gustavo Matte Russomano	Marcelo Rocha Vitorino	Renata Mesquita d'Aguiar
André Proite*	Iara Faria Gohn	Marcia Fernanda de Oliveira Tapajós	Ricardo Machado Miranda Filho
Artur Cleber Assunção do Vale	José Franco Medeiros de Moraes	Marcia Paim Romera	Roberto Beier Lobarinhas
Daniel de Carvalho Cunha	José Inácio Burnett Tessmann	Marcos Demian Pereira Magalhães	Roberto Villela de Andrade Vianna
Daniel Mário Alves de Paula	Krisjanis Figueiroa Bakuzis	Marcus Vinícius Socio Magalhães	Róger Araujo Castro
Débora Christina Marques Araújo	Leandro Puccini Secunho	Mariana de Lourdes Moreira Lopes	Ruth Lacerda Benfica
Édis Machado Canedo	Lena Oliveira de Carvalho	Maurício Dias Leister	Sérgio Gesteira Costa
Eric Lisboa Coda Dias	Leopoldo Araújo Rodrigues	Nucilene Lima e Freitas Franca	Tatiana de Oliveira Mota
Frederico Schettini Batista	Lucas Gurgel Leite	Paulo Moreira Marques*	Tiago Sbardelotto
Gian Barbosa da Silva	Luciana Maria Moreira Trigueiro	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.*

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2015. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2016, número 13.

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

Sumário

1. Introdução	11
2. Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2015.....	13
Economia Brasileira.....	14
Eventos relevantes para a curva de juros em 2015	18
3. Resultados Alcançados e Avanços na Administração da Dívida.....	21
3.1. Estratégia e sua execução	22
Dívida Doméstica	22
Dívida Externa	30
Programa de Resgate Antecipado	30
Compra Antecipada de Dólares	31
3.2. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos	33
Estoque	35
Composição da DPF e Risco de Mercado	35
Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento	38
Custo da Dívida Pública	42
3.3. Base de Investidores da DPMFi.....	45
4. Avanços e Inovações no Gerenciamento da Dívida.....	51
Novo Sistema de <i>Dealers</i> do Tesouro Nacional	51
Transferência de Contratos de Dívida Externa para o Tesouro Nacional	52
Textos para Discussão Relacionados à Gestão da Dívida Pública	53
Criação dos Comitês do Tesouro Nacional	56
Encontros com Investidores Nacionais e Não Residentes	57
5. Tesouro Direto.....	59
5.1 Melhorias no Tesouro Direto.....	60
O Diagnóstico.....	60
Mudanças no Tesouro Direto	61
5.2 Resultados Consolidados de 2015	66
Investidores	66
Vendas de títulos.....	67
Evolução do Estoque.....	68
6. Conclusão	72
Anexo A Legislação Aplicada à Dívida Pública	74
Anexo B Tributação de Títulos Públicos	77

Listas de Gráficos, Tabelas, Quadros e Figuras

Lista de Figuras

Figura 1 -Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional.....	22
Figura 2 - Linha do Tempo do Projeto de Reavaliação e Reformulação do Programa TD iniciado em 2013.	59

Lista de Quadros

Quadro 1 - Leilões Extraordinários de Recompra.....	24
Quadro 2 - Cláusulas de Agregação das <i>CACs</i> , <i>Pari Passu</i> e <i>Trustee Indenture</i>	32
Quadro 3 - Revisão do PAF 2015	34
Quadro 4 - A Normalização da Política Monetária Americana e Seus Impactos na Curva de Juros Brasileira	54

Lista de Tabelas

Tabela 1- Indicadores Macroeconômicos do Brasil	18
Tabela 2 - Emissões e Resgates da DPMFi	26
Tabela 3 - Resultados para a Dívida Pública Federal – DPF.....	33
Tabela 4 -Variação da DPF, DPMFi e DPFe em 2015 (R\$ Bilhões).....	35
Tabela 5 - Número de Contratos Transferidos para o Tesouro Nacional	53
Tabela 6 - Novos Nomes.....	62
Tabela 7 - Principais Recordes do Tesouro Direto em 2015.....	64

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução das Projeções de Mercado para o PIB	15
Gráfico 2 - Evolução das Projeções de Mercado para o IPCA	16
Gráfico 3 - Evolução da Curva <i>SWAP</i> Pré x DI	19
Gráfico 4 - Redução no DV01 de Mercado	25
Gráfico 5 - Percentual de Refinanciamento da DPMFi.....	27
Gráfico 6 - Estoque em Mercado e Taxas das NTN-F, das LTN e dos Globais (BRL)	28
Gráfico 7 - Estoque e Taxas dos Principais Títulos Indexados a Índice de Preço	29
Gráfico 8 - Emissões, Resgates, Emissões Líquidas (R\$ Bilhões) e Percentual de Refinanciamento	30
Gráfico 9 - Resultado da Estratégia Adotada para a DPFe entre 2006 e 2015	31

Gráfico 10 - Evolução da composição da DPF	36
Gráfico 11 - Risco de Repactuação: DPF com Juros Flutuantes ou a Vencer em 12 Meses	38
Gráfico 12 - Percentual Vencendo em 12 meses da DPF	39
Gráfico 13 - Evolução da Estrutura de Vencimentos da DPMFi - % acima de 3 anos	40
Gráfico 14 - Prazo Médio e Vida Média da DPF	41
Gráfico 15 - Prazo Médio dos Títulos Prefixados, Flutuantes e Remunerados por Índice de Preços.....	42
Gráfico 16 - Evolução do Custo Médio da Dívida (taxa acumulada em 12 meses)	43
Gráfico 17 - Custo Médio das Emissões (taxa acumulada em 12 meses)	44
Gráfico 18 - Evolução da Base de Detentores da DPMFi	46
Gráfico 19 - Evolução do Estoque de Títulos Públicos dos Detentores Previdência Aberta e Seguradora. (R\$ Bilhões)	47
Gráfico 20 - Composição da Carteira de Títulos Públicos, por Detentor (dez/2015).....	48
Gráfico 21 - Distribuição por Prazo de Vencimento, por Detentor (dez/2015)	49
Gráfico 22 - Rentabilidade Anual dos Principais Sub-Índices do IMA e do CDI	50
Gráfico 23 - Volume Mensal em Tela (R\$ Bilhões) e Percentual do Secundário Total	52
Gráfico 24 - A Estrutura a Termo do SPREAD (%).....	55
Gráfico 25 - Origem dos Investidores Não Residentes Visitantes	57
Gráfico 26 - Instituições Financeiras mais Ativas em Visitas de Investidores	58
Gráfico 27 - Vendas Brutas Mensais (R\$ Milhões)	63
Gráfico 28 - Número de Novos Investidores Posicionados no Mês	64
Gráfico 29 - Vendas Brutas (R\$ Milhões) e Crescimento da Média de Vendas (%).....	65
Gráfico 30 - Número de Investidores Cadastrados no Tesouro Direto	67
Gráfico 31 - Vendas Anuais (R\$ Milhões).....	68
Gráfico 32 - Estoque do Tesouro Direto (R\$ Milhões).....	69
Gráfico 33 - Composição do Estoque do Tesouro Direto.....	70
Gráfico 34 - Participação por Prazo no Estoque do Tesouro Direto.....	71

Lista de Acrônimos

ATM – Average Time to Maturity
BACEN – Banco Central do Brasil
BCE – Banco Central Europeu
BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
CAC – Collective Action Clause
CAIXA – Caixa Econômica Federal
CDS – Credit Default Swap
CIDE – Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN – Conselho Monetário Nacional
COPOF - Comitê de Política Fiscal
Copom – Comitê de Política Monetária
CPF - Comitê de Programação Financeira
DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP – Dívida Líquida do Setor Público
DPF – Dívida Pública Federal
DPMFi - Dívida Pública Mobiliária Federal interna
DPF_e - Dívida Pública Federal externa
DPMF_e – Dívida Pública Mobiliária Federal externa
FED – The Federal Reserve
FMI – Fundo Monetário Internacional
IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICMA – International Capital Market Association
IED - Investimento Estrangeiro Direto
IOF – Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo
LDO – Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT – Letra Financeira do Tesouro (indexada à Taxa Selic)
LTN – Letra do Tesouro Nacional (prefixado)
MF – Ministério da Fazenda
MP – Medida Provisória
NTN-B – Nota do Tesouro Nacional – Série B (indexada ao IPCA)
NTN-F – Nota do Tesouro Nacional – Série F (prefixado)
OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PBOC – People’s Bank of China
PIB – Produto Interno Bruto
S&P - Standard and Poor’s
STN – Secretaria do Tesouro Nacional
TCU – Tribunal de Contas da União
TIR – Taxa Interna de Retorno
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

Mensagem do Ministro da Fazenda

7

O ano de 2015 mostrou-se singular para a economia brasileira devido às circunstâncias desafiadoras com as quais nos deparamos, tanto no ambiente doméstico quanto externo. As medidas econômicas implantadas foram necessárias e vão na direção de enfrentar esse cenário adverso.

Em relação ao ambiente externo, 2015 foi marcado pela evolução do desempenho da economia norte-americana e da retirada dos estímulos monetários postos em prática pelo *Federal Reserve Bank*. Além disso, assistimos à desaceleração da economia do maior parceiro comercial do Brasil, a China, e, por consequência, à contínua queda do preço das commodities. Tais circunstâncias culminaram em uma reversão do fluxo de divisas para os mercados emergentes e contribuíram para a depreciação do real.

No ambiente doméstico, apesar do aperto monetário, a inflação seguiu acima do desejado, sobretudo devido à necessária correção tarifária realizada no começo do ano e ao ajuste da taxa de câmbio. Junto a isso, o debate político polarizado prejudicou as expectativas dos agentes econômicos, contribuindo para a redução do nível de atividade. Tal conjuntura levou à queda da arrecadação tributária e, por consequência, a um déficit primário para o setor público.

Em meio a essa realidade, inúmeras medidas foram adotadas a fim de reestabelecer o equilíbrio das contas públicas, incluindo aumento de tributos, retirada de incentivos fiscais e redução das despesas discricionárias e obrigatórias. De fato, em 2015 foi colocado em prática o maior contingenciamento de despesas já ocorrido, de cerca de 1,4% do PIB. As despesas discricionárias do orçamento federal observaram queda nominal em relação a 2014, atingindo, em termos reais, valores inferiores a 2012, ao passo que o orçamento de 2016 deve equiparar as despesas discricionárias aos níveis de 2010, também em termos reais. Ao todo, as medidas adotadas corresponderam a R\$ 134 bilhões, sendo R\$ 108 bilhões de redução de despesas e R\$ 26 bilhões de aumento de receitas.

Pelo lado das receitas, aprovamos importantes medidas, dentre elas a “repatriação de recursos”, o leilão de renovação das concessões das hidroelétricas e a “reoneração” da folha de pagamentos. Pelo lado das despesas, o aprimoramento das regras de concessão do seguro-desemprego, abono salarial e seguro defeso e o realinhamento das taxas de juros de programas que contam com subvenção do governo, como o PSI e o Plano Safra, entre outras iniciativas. É importante ter em mente que os efeitos de tais medidas são diferidos no tempo, sendo os seus impactos percebidos de maneira mais significativa a partir de 2016.

Para os próximos anos, vamos continuar o aperfeiçoamento do controle das despesas e a recuperação das receitas. Para tanto, avançaremos em inúmeras frentes, incluindo a desvinculação de receitas da União, a reforma da previdência, a reforma tributária e a compatibilização dos programas e incentivos com a situação fiscal atual. Novamente, é fundamental promover mudanças na estrutura fiscal do Brasil para garantir que o nível de

endividamento alcance a estabilidade o quanto antes, a fim de contribuir com a redução das incertezas.

Apesar dos desafios enfrentados em 2015, a gestão da dívida pública teve avanços em relação ao ano anterior, com indicadores importantes dentro dos intervalos de referência do Plano Anual de Financiamento (PAF). Isto é fruto do gerenciamento eficiente do passivo e do relacionamento construído com os investidores domésticos e externos, que confiam na capacidade de pagamento da República e visualizam atratividade nos títulos da dívida brasileira. A manutenção de elevadas reservas em dólares, bem como de confortável volume de recursos em reais, o chamado “colchão da dívida”, possibilitou atravessar períodos de maior volatilidade no mercado financeiro, sem causar desvios significativos nos intervalos de referência para os indicadores da dívida e sem surpreender negativamente os investidores.

O futuro próximo ainda guarda grandes desafios. Por outro lado, o Brasil passa por um momento que permite promover as transformações necessárias. Para isso, é preciso que o governo construa um consenso político em torno das mudanças que precisam ser feitas, a fim de garantir o equilíbrio das contas do governo e a sustentabilidade da dívida pública e trazer de volta as condições para o crescimento sustentável.

Nelson Henrique Barbosa Filho
MINISTRO DA FAZENDA

Mensagem do Secretário do Tesouro Nacional

Por meio do Relatório Anual da Dívida Pública Federal, o Tesouro Nacional, como gestor das dívidas externa e interna do Governo Federal, presta contas à sociedade, relatando os eventos mais importantes que afetaram sua política de financiamento.

O ano de 2015 foi caracterizado pelas fortes adversidades nos ambientes externo e doméstico. Naturalmente, a gestão da Dívida Pública Federal (DPF) foi impactada e o Tesouro Nacional agiu para mitigar os efeitos negativos deste cenário.

Nesse sentido, priorizou-se o refinanciamento da totalidade dos vencimentos e o reforço do caixa do Tesouro para pagamentos futuros do passivo público. Adicionalmente, ajustou-se a estratégia de emissões às novas condições de mercado, tendo como orientação o Plano Anual de Financiamento - PAF 2015. Não obstante, a delicada conjuntura econômica, aspectos positivos merecem ser citados, como a melhora no prazo e na vida média dos títulos, bem como o controle do risco de repactuação. Com administração cuidadosa e eficiente, evitou-se deterioração dos riscos da dívida.

No âmbito institucional, também houve avanços em 2015. Foram definidas três diretrizes para a gestão do Tesouro Nacional: planejamento fiscal, credibilidade institucional e transparência.

O foco da primeira dimensão foi o de analisar as questões estruturais que envolvem o equilíbrio das contas públicas. Para tanto, foram realizadas iniciativas para a melhoria da qualidade do gasto público, bem como criados o Comitê de Programação Financeira, o Comitê de Política Fiscal, o Comitê de Política de Garantias e o Comitê da Dívida, a fim de aprimorarmos a governança e o planejamento estratégico fiscal do Tesouro Nacional.

Este último comitê refere-se diretamente à gestão da dívida pública, enquanto os outros três ganharam robustez ao se considerar as possíveis trajetórias de endividamento frente a diferentes resultados fiscais. É importante frisar que, em relação às deliberações tomadas em todos os comitês, incluindo as discussões no âmbito da política fiscal, os gestores responsáveis pela dívida pública passaram a contribuir para as tomadas de decisão, ao prover projeções acerca da trajetória do endividamento público em diferentes cenários.

A dimensão “credibilidade institucional” envolveu vários aspectos, com grande impacto sobre a percepção do Tesouro Nacional pela sociedade, incluindo iniciativas para buscar uma interlocução mais próxima aos órgãos de controle, passando a esclarecer os questionamentos e as requisições de informações de forma mais robusta e transparente.

Em relação à dimensão “transparência”, o foco foi o projeto Tesouro Transparente. O lançamento desta plataforma de dados primários passou a permitir o fácil acesso aos dados de finanças públicas, incluindo a DPF. Ao fomentarmos a pesquisa nesta área, ampliamos a prestação de contas à sociedade.

No que concerne aos investidores individuais, o Tesouro Direto, programa de venda de títulos públicos pela internet, tornou-se ainda mais atrativo com a adoção de expressivos

aperfeiçoamentos. Entre as novidades, podemos citar a recompra diária, a reformulação do site, o orientador financeiro virtual, o novo logotipo e a simplificação dos nomes dos títulos negociados. O objetivo foi o de intensificar a democratização do acesso aos títulos públicos, buscando dar instrumentos para os brasileiros alcançarem sua independência financeira. Todo esse esforço refletiu-se em significativos recordes: o número de investidores cadastrados superou a marca de 600 mil participantes e o estoque dos títulos emitidos no âmbito do programa ficou em torno de R\$ 25 bilhões, com aumentos, em relação ano anterior, de 37,5% e 67,3%, respectivamente.

São, sobretudo, nos momentos desafiadores que se pode verificar o compromisso do Tesouro Nacional com sua missão, especialmente em relação à gestão da DPF. Nesses termos, apresento o Relatório Anual da Dívida Pública Federal de 2015, o qual materializa o comprometimento desta instituição com a estabilidade econômica e a transparência, para, desse modo, assegurar os menores custos de financiamento para a Dívida Pública Federal.

Otávio Ladeira de Medeiros
SECRETÁRIO DO TESOUREIRO NACIONAL

1. Introdução

O Relatório Anual da Dívida (RAD) tem a finalidade de apresentar os resultados e os principais avanços no gerenciamento da dívida ao longo de 2015, tendo como referência as diretrizes e intervalos traçados pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2015. O documento traz ainda a evolução das expectativas macroeconômicas para o ano ao qual se refere, os avanços institucionais do Tesouro Nacional e uma seção dedicada aos resultados do Programa Tesouro Direto. Em sua 13ª edição, este documento já se consolidou como instrumento de comunicação entre o Tesouro Nacional e a sociedade, auxiliando no provimento de transparência às ações do gestor da dívida pública.

O **objetivo da gestão da Dívida Pública Federal** é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco e, adicionalmente, buscando contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos.

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

- » Substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados por índice de preços;
- » Consolidação da atual participação dos títulos vinculados à taxa de câmbio, em consonância com os seus limites de longo prazo.
- » Suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;
- » Aumento do prazo médio do estoque;
- » Desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros nos mercados interno e externo;
- » Aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- » Ampliação da base de investidores; e
- » Aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa (DPFe), por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmark*), do programa de resgate antecipado e de operações estruturadas.

Além desta introdução, o RAD 2016 apresenta mais cinco seções. Na seção 2 são brevemente descritos os principais eventos da conjuntura econômica internacional e brasileira que influenciaram o mercado de títulos públicos da Dívida Pública Federal (DPF). Posteriormente, a seção 3, os resultados alcançados e os avanços na administração da DPF diante da estratégia de execução adotada durante o ano. A seção 4, por sua vez, aborda os avanços institucionais no aprimoramento da gestão da DPF. Essa seção demonstra o aperfeiçoamento dos mecanismos operacionais e do relacionamento institucional com os participantes dos mercados financeiros doméstico e internacional, entre outras instituições.

A seção 5 é dedicada ao Programa Tesouro Direto. Nesta seção, os avanços, resultados e objetivos do Programa ao longo do ano de 2015, que trouxe mudanças significativas, são descritos em detalhes. Por fim, são apresentadas considerações finais na seção 6.

2. Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2015

13

Em 2015 houve uma inversão da dinâmica apresentada em 2008. A crise financeira internacional de 2008 trouxe forte deterioração do cenário econômico externo. A partir daquele ano, economias emergentes se destacaram, crescendo em ritmo bem mais forte do que as economias desenvolvidas. Já em 2015, de um lado, Estados Unidos e Reino Unido conseguiram conferir maior dinamismo à sua atividade econômica, enquanto Zona do Euro e Japão apresentaram recuperação mais amena. De outro, China e alguns países emergentes obtiveram desaceleração no crescimento. Alinhado a este cenário, os preços das *commodities* no mercado internacional apresentaram queda significativa, aparentemente dando fim ao ciclo de preços altos desses ativos observado na última década. Demais fatores relevantes incluem a permanência da inflação em patamar deprimido nas economias desenvolvidas, a manutenção da elevada liquidez internacional e a forte valorização do dólar frente às demais moedas. Ao longo de 2015, a atuação dos bancos centrais como fomentadores da atividade econômica e do nível de inflação seguiu em destaque, como tem ocorrido nos últimos anos.

Nos Estados Unidos, o início de 2015 foi marcado pela expectativa de que o Federal Reserve iniciaria seu processo de normalização da política monetária logo no princípio do ano. A taxa de juros *fed funds rate*, que permaneceu em patamar mínimo desde dezembro de 2008, seria elevada, tendo em vista a recente recuperação da economia norte-americana, em especial do mercado de trabalho. Não obstante, diversos fatores preponderaram para que a autoridade monetária adiasse a sua decisão, como a falta de uma recuperação mais pujante da inflação ao consumidor americano, as incertezas políticas na Europa, em especial nas negociações de um novo pacote de auxílio à economia grega, e as instabilidades no mercado chinês. Finalmente, em dezembro, dados de atividade mais robustos aliados a recuos na taxa de desemprego fizeram com que o comitê de política econômica americano iniciasse o processo de normalização da sua política monetária.

Na Zona do Euro, o índice de preços ao consumidor iniciou o ano em patamar negativo e o Banco Central Europeu (BCE) atuou sistematicamente para evitar a deflação e a recessão nos países da região. Juros e taxas de referência da autoridade monetária foram mantidos nas mínimas históricas¹. Em janeiro, o BCE anunciou o programa de relaxamento quantitativo (*Quantitative Easing*), que previa a compra mensal de 60 bilhões de euros em títulos governamentais, totalizando aquisição de 1,1 trilhão de euros em setembro de 2016. Em dezembro, o BCE flexibilizou ainda mais sua política monetária por meio do corte da taxa de compulsório, bem como da postergação do programa de relaxamento quantitativo até março de 2017. Vale destacar a intensa volatilidade decorrente das eleições e negociações do pacote de auxílio na Grécia, que exigiu do governo a aprovação e implantação de uma série de reformas para garantir o socorro financeiro. Ao final, um terceiro pacote de resgate internacional à Grécia foi acordado, garantindo a permanência

¹ As taxas anuais das principais operações de refinanciamento, depósitos e empréstimos foram mantidas em 0,05%, -0,20% e 0,30%, respectivamente, até a reunião de dezembro do BCE, quando a taxa de depósito foi reduzida para -0,30%.

do país na Zona do Euro e um apoio de até 86 bilhões de euros, o que trouxe um segundo semestre mais estável para a região.

Na China, o crescimento econômico desacelerou marginalmente, confirmando o cenário de *soft landing*². Com o objetivo de manter leve essa pressão de baixa sobre a atividade e evitar queda mais brusca, o banco central chinês flexibilizou sua política monetária diversas vezes ao longo do ano, cortando suas taxas de juros de empréstimos e depósitos³. Também foi marcante a brusca queda do mercado de ações chinês⁴, o que gerou forte volatilidade internacional. O principal motivo apontado para essas quedas foi a utilização dos financiamentos de margem, mecanismo pelo qual pequenos investidores operavam alavancados. Não obstante, autoridades chinesas foram capazes de mitigar os efeitos da desvalorização da bolsa.

No geral, o ambiente macroeconômico foi mais favorável para as economias avançadas do que para as emergentes. As primeiras colheram os frutos das políticas de fomento adotadas nos últimos anos, enquanto as últimas foram atingidas pelos impactos dos preços baixistas das principais *commodities* internacionais. Analistas apontam que o ciclo de *commodities*, iniciado nos anos 2000, pode ter encontrado seu fim, resultando em perda relativa de peso no comércio internacional e redução do ritmo de crescimento das economias primário-exportadoras, afetando inclusive o Brasil.

Economia Brasileira

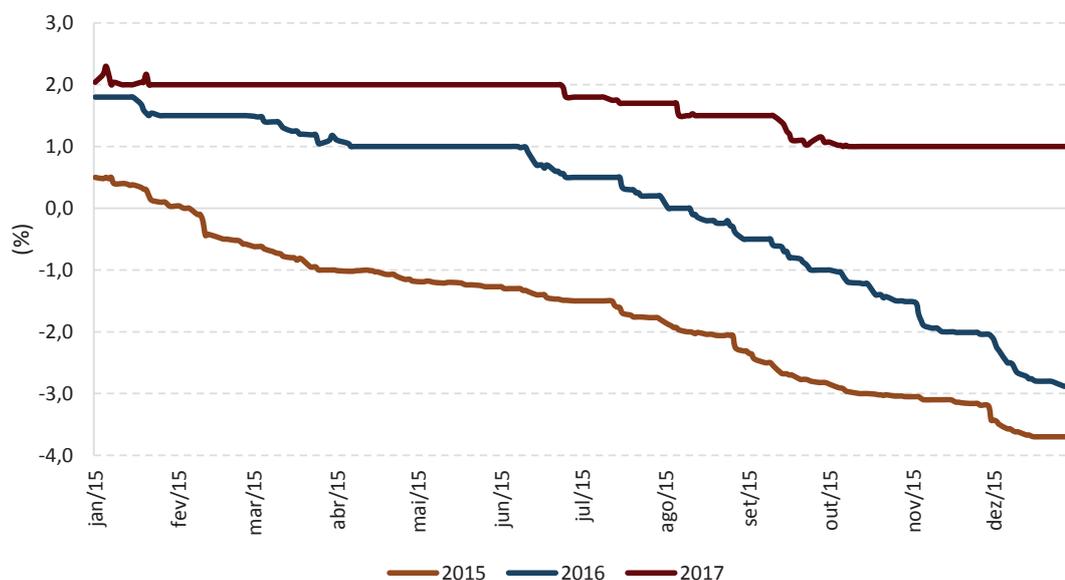
No cenário doméstico, a expectativa ao final de 2014 era que a economia brasileira apresentaria um crescimento modesto em 2015 (+0,5% a.a.). No entanto, após o resultado do PIB de 2014 (+0,1% YoY) e a divulgação do resultado do PIB do primeiro trimestre de 2015 (+0,2% QoQ), as expectativas passaram a se deteriorar rapidamente. Havia a percepção de que o aumento na taxa de juros e o ajuste fiscal em andamento ainda deveriam refletir sobre a economia nos meses à frente. Do lado da oferta, os setores da indústria e de serviços mostravam significativa deterioração. Já sob a ótica da demanda, os investimentos prosseguiram diminuindo, assim como o consumo das famílias. De fato, os trimestres seguintes revelaram quedas acentuadas na atividade econômica (-2,1% QoQ no segundo trimestre e -1,7% QoQ no terceiro trimestre). No ano, de janeiro a setembro, o PIB acumulou queda de 4,5%, a maior da série histórica do IBGE, que começou em 1996, e as expectativas de mercado apontavam para queda de 3,7% em 2015.

² O crescimento econômico da China desacelerou para 6,9% entre julho e setembro, na comparação com o ano anterior, ritmo mais fraco desde o primeiro trimestre de 2009.

³ O PBoC efetuou cinco cortes nas taxas de juros e compulsórios ao longo de 2015. As taxas atingiram 4,35% a.a. e 1,50% a.a., respectivamente.

⁴ A bolsa de Shangai apresentou queda de mais de 30% em apenas 3 semanas.

Gráfico 1 - Evolução das Projeções de Mercado para o PIB



Fonte: Banco Central (Relatório Focus)

A evolução desfavorável da atividade reflete o período de transição pelo qual o país passa, com destaque para o processo de reequilíbrio em consequência da queda dos preços das *commodities* no mercado interacional e da queda da confiança dos empresários e dos consumidores, fatores que alcançaram patamares mínimos históricos em 2015. Além disso, houve forte retração dos investimentos - principal vetor de crescimento da economia, devido, por exemplo, à contração dos investimentos da Petrobras. Soma-se a estes fatores a política monetária contracionista adotada ao longo do ano, em virtude do desalinhamento dos preços domésticos, e a perda do grau de investimento da economia brasileira, na classificação de crédito da agência *Standard and Poor's* (S&P) e da agência *Fitch Ratings*.

No âmbito do setor externo, houve forte ajuste no déficit em conta corrente em 2015. Pesaram favoravelmente a desvalorização cambial e a recuperação da balança comercial, especialmente no segundo semestre. Houve redução do déficit da rubrica serviços, com diminuição dos gastos em viagens ao exterior; bem como no déficit da renda primária, em especial na remessa de lucros e dividendos. O balanço de pagamentos mostrou um financiamento bastante favorável do saldo em conta corrente em 2015, apesar da redução do influxo de investimentos diretos no país e dos investimentos em carteira.

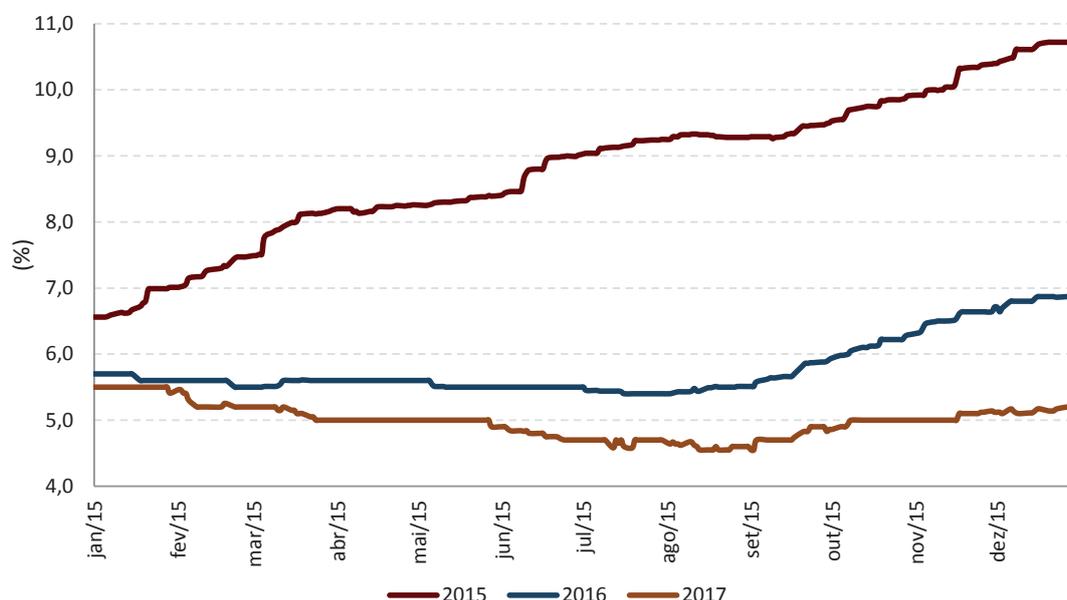
No campo inflacionário, o nível de preços se elevou em 2015, em função, principalmente de dois fatores. O primeiro foi o realinhamento dos preços administrados em relação aos livres, como no caso da gasolina e do ônibus urbano, bem como choques adversos de oferta, caso da energia elétrica (responsável por 1/5 da inflação deste ano)⁵. O segundo fator foi o realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais, causado pela desvalorização do câmbio (intensificada a partir de agosto). A desvalorização

⁵ As tarifas de energia elétrica sofreram alta pela insuficiência de chuvas a partir do final de 2014, o que forçou o uso da energia de origem termelétrica, substancialmente mais cara do que aquela gerada por hidrelétricas.

da moeda local mais que compensou a queda dos preços de *commodities* internacionais, resultando em elevações de preços de insumos básicos. Em 2015, a inflação dos bens comercializáveis acumulada no ano foi de 8,27%, a mais alta desde 2003.

Nessa linha, a política monetária foi marcada pela continuidade do processo de aperto monetário iniciado no último trimestre de 2014. As decisões do Copom não foram completamente antecipadas pelo mercado, uma vez que a mediana das projeções estimava, no processo, menor elevação da taxa de juros. Com isso, as estimativas mais longas de inflação convergiram para o centro da meta na Pesquisa Focus a partir de 2017. A depreciação cambial e seus potenciais efeitos na evolução da inflação levaram as expectativas a mudarem novamente durante o segundo semestre.

Gráfico 2 - Evolução das Projeções de Mercado para o IPCA



Fonte: Banco Central (Relatório Focus)

No âmbito fiscal, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) estabeleceu inicialmente uma meta de R\$ 66,3 bilhões (1,1% do PIB) para o setor público consolidado, sendo R\$ 55,3 bilhões (0,95% do PIB) de responsabilidade do Governo Central⁶. Com objetivo de cumprir a meta, o Governo Central promoveu uma série de medidas de ajuste de receitas e despesas. No lado da receita, as principais foram a elevação da alíquota da Cide⁷, a elevação do IOF para operações de crédito⁸ e a reversão parcial das desonerações da folha de pagamento⁹. Já no lado das despesas, vale destacar as alterações das regras relativas

⁶ Lei nº 13.080/2015.

⁷ Decreto nº 8395/2015. A alíquota passou de zero para R\$ 0,10 por litro de gasolina e de zero para R\$ 0,05 por litro de diesel.

⁸ Decreto nº 8392/2015.

⁹ Lei nº 13.161/2015. Os setores que pagavam alíquotas 2% tiveram alíquota majorada para 4,5% (com exceções) e os setores que pagavam alíquota de 1% tiveram elevação para 2,5%.

à pensão por morte e auxílio doença¹⁰, seguro desemprego e abono salarial¹¹, além das sucessivas reduções de despesas de custeio e investimento, que totalizaram R\$ 79,5 bilhões no ano (cerca de 1,4% do PIB), dentro da parte de gastos discricionários do governo. Houve também uma reversão da política de estímulo ao crédito ofertado pelos bancos públicos.

Contudo, a evolução da atividade econômica, que reduziu a arrecadação de impostos e contribuições, e a dinâmica das despesas obrigatórias, que cresceram no período, levaram o governo a sugerir a revisão da meta fiscal para 2015 em meados de julho. Naquela ocasião, os resultados primários para o triênio foram alterados para 0,15%, 0,7% e 1,3% do PIB respectivamente para, 2015¹², 2016 e 2017.

No entanto, à medida que o cenário revelava um arrefecimento mais acentuado da atividade econômica, o alcance do objetivo fiscal proposto em julho se mostrava menos provável. Soma-se a isso a necessidade de pagamento dos passivos que foram objeto do Acórdão 825/2015 do TCU, também com reflexos no resultado fiscal esperado. Diante desse quadro, foi necessário discutir, junto ao Congresso Nacional, uma nova meta fiscal. Esta, aprovada pelo Congresso em dezembro, permitiu um déficit de até R\$ 48,9 bilhões para o Setor Público, sendo o Governo Central autorizado a realizar déficit de até R\$ 119,9 bilhões (2% do PIB), quando realizada a quitação daqueles passivos¹³.

Os principais indicadores macroeconômicos para o Brasil que contemplam este cenário de atividade mais fraca do que a prevista; contas externas confortavelmente financiadas; elevação do nível de preços acarretando ampliação do aperto da política monetária; bem como a adoção de ajustes na política fiscal, estão apresentados na tabela a seguir (alguns dos valores ainda são estimativas do relatório Focus do Banco Central)

10 Medida Provisória nº 664/2015, posteriormente convertida na Lei nº 13.135/2015.

11 Medida Provisória nº 665/2015, posteriormente convertida na Lei nº 13.134/2015.

12 No final de agosto, quando da ocasião do envio do PLDO para 2016, frente à deterioração mais acentuada da atividade, o governo decidiu enviar uma proposta orçamentária deficitária, mas essa estratégia foi revisada em seguida com o apontamento de novas receitas e cortes de despesas, ainda em setembro. De fato, foi enviado um projeto de lei orçamentária substitutivo reestabelecendo um resultado de 0,7% para 2016, aprovado em dezembro.

13 Segundo o PLN nº 5/2015, transformado na Lei nº 13.199/2015, o déficit autorizado para o Governo Central é de R\$ 51,8 bilhões, que pode ser reduzida no caso de frustração da receita de R\$ 11,1 bilhões proveniente de leilões de Usinas Hidrelétricas e no caso de pagamento de passivos e valores devidos no total de R\$ 55,6 bilhões.

Tabela 1 - Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos do Brasil

Indicadores	2011	2012	2013	2014	2015
Produto					
PIB Real (% a.a.)	3,9	1,9	3,0	0,1	-3,7*
Inflação					
IPCA (% a.a.)	6,5	5,8	5,9	6,4	10,7
Taxa de Câmbio					
R\$/US\$ - final de período	1,9	2,0	2,3	2,7	3,9
Taxa de Juros					
Taxa Selic - meta (% a.a.)	11,00	7,25	10,00	11,75	14,25
Contas Externas					
Balança Comercial (US\$ bi)	29,8	19,4	2,6	-3,9	17,7
Conta Corrente (US\$ bi)	-52,5	-54,2	-81,4	-90,9	-58,9
IED (US\$ bi)	66,7	65,3	64,0	62,5	75,1
Reservas Internacionais - conceito caixa (US\$ bi)	352,0	373,1	358,8	363,6	356,5
Reservas Internacionais - conceito liquidez internacional (US\$ bi)	352,0	378,6	375,8	374,1	368,7
Indicadores Fiscais					
DLSP (% PIB)	34,5	32,3	30,6	33,1	35,5*
DBGG (% PIB)	51,3	53,8	51,7	57,2	65,1*
Resultado Nominal (% PIB)	-2,5	-2,3	-3,0	-6,1	-9,7*
Resultado Primário (% PIB)	2,9	2,2	1,7	-0,6	-1,7*

Fonte: IBGE, Banco Central

*Banco Central – Relatório Focus (11/01/2016)

Eventos relevantes para a curva de juros em 2015

A evolução da curva de juros de *swaps* pré-DI¹⁴ refletiu, em 2015, os diversos eventos econômicos e políticos domésticos e internacionais, apresentando alta volatilidade em alguns períodos. Abaixo, apresentamos a evolução das taxas de juros de 6 meses, 3 anos e 10 anos, que correspondem ao curto, médio e longo prazos em vértices que possuem volume considerável.

¹⁴ No Brasil, esse derivativo serve como referência para os juros prefixados.

Gráfico 3 - Evolução da Curva SWAP Pré x DI



Fonte: Bloomberg

Em linhas gerais, a taxa de curto prazo permaneceu acima das taxas de médio e longo prazos até setembro, ou seja, a estrutura a termo da taxa de juros manteve inclinação negativa durante todo esse período. Isso ocorreu porque os analistas acreditavam que a política monetária, caracterizada por um ciclo de elevações de taxas de juros básicas conduzidas pelo Banco Central, levaria a inflação a convergir para meta no horizonte relevante de tempo. Entretanto, a partir de setembro, com as sucessivas depreciações cambiais e os resultados fiscais negativos, os analistas do mercado voltaram a estimar uma elevação na taxa de juros de curto prazo, refletindo a possibilidade presente em suas análises de menor convergência da inflação à meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional no próximo ano.

Especificamente, os primeiros meses do ano foram caracterizados por leve queda na taxa de juros, explicada pela recuperação da confiança em decorrência do anúncio de um realinhamento da política econômica, com a proposição de reformas e adoção de medidas fiscais de restrição de gastos e aumento de arrecadação. Não obstante, a economia, ao final do primeiro trimestre, sofreu as consequências de eventos relacionados à Petrobras, como o adiamento da divulgação do balanço da empresa; de cunho político, como, as dificuldades encontradas para aprovação das medidas de ajuste fiscal no Congresso¹⁵, bem como o andamento das investigações da Operação Lava Jato, que passou a ter efeitos importantes no circuito político e no corporativo, impactando a atividade e o investimento.

No segundo trimestre, inicialmente observou-se volatilidade relacionada à divulgação do balanço da Petrobras, que contabilizou baixas contábeis, além de ajustes nos valores de alguns ativos. Nos meses seguintes, notou-se uma relativa estabilidade das curvas,

¹⁵ A MP 666 foi devolvida pela Presidência do Senado em 03/03/15. Em seguida, o Executivo enviou um projeto de lei com texto semelhante que veio a ser aprovado em agosto.

inclusive com redução da inclinação dos períodos mais longos, que pode ser creditado a uma melhora da confiança na atuação do Banco Central para o controle da inflação. Ao final do trimestre, a aprovação das MPs do ajuste fiscal com modificações e o corte orçamentário abaixo do esperado resultaram em aumento dos juros na ponta longa da curva.

O terceiro trimestre foi caracterizado por vários momentos de volatilidade, com mudança na inclinação da estrutura a termo da taxa de juros ao final do período. No mês de julho, tal qual mencionado anteriormente, a revisão da meta fiscal, que caiu de 1,1% para 0,15% do PIB, e a mudança na perspectiva para a nota de crédito soberano do país concedido pela agência *S&P* foram os principais fatores para a elevação dos juros e aumento de volatilidade. Além dos fatores domésticos, a turbulência no mercado financeiro chinês e a possível elevação da taxa de juros norte-americana contribuíram para acentuar os movimentos da curva.

Ao final de agosto, o governo encaminhou ao Congresso um projeto de Lei Orçamentária Anual para 2016 contendo um déficit de R\$ 30 bilhões. Na esteira deste evento, a *S&P* promoveu o rebaixamento da nota de crédito soberano do país, o que significou a perda do grau de investimento obtido em 2008. As justificativas para o rebaixamento incluíram as dificuldades políticas relacionadas à aprovação de projetos de ajuste fiscal e à fraqueza da atividade econômica. O orçamento deficitário e o rebaixamento provocaram forte volatilidade na curva de juros e levaram o Tesouro Nacional a intervir no mercado, por meio de leilões extraordinários de compra e venda de títulos públicos. Outro efeito desses eventos foi a forte desvalorização cambial, que vinha ocorrendo desde o início do ano e se acentuou no período, levando a moeda norte-americana a ser cotada acima de R\$ 4 pela primeira vez na história. A desvalorização, por sua vez, impactou as expectativas de inflação para os períodos seguintes e levou a uma inversão da curva de juros, que passou a apresentar inclinação positiva.

O final do ano mostrou poucas alterações em relação ao período anterior. A acentuada volatilidade dos meses de agosto e setembro foi reduzida, porém ainda havia incertezas, relacionadas ao resultado fiscal - com o processo de discussão de mudança na meta fiscal de 2015, com a possibilidade de déficit primário e a quitação dos passivos que foram objeto do Acórdão 825/2015 do TCU¹⁶, e a votação do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 2016 - e à instabilidade política. Tais incertezas contaminaram as expectativas e produziram oscilações no curto prazo, impactando a curva de juros. Outro fator que contribuiu para esse quadro foi o rebaixamento da nota de crédito soberano do Brasil pela agência *Fitch*, que, desta vez, resultou na perda do grau de investimento pela segunda agência, acarretando impactos regulatórios sobre parte dos investidores não residentes¹⁷.

¹⁶ Com efeito, o Governo Federal realizou um pagamento de R\$ 55,6 bi de passivos em atraso, utilizando recursos obtidos com tributos.

¹⁷ Entre as instituições financeiras que compõe o grupo de investidores não residentes, algumas utilizam a qualificação de um país com o grau de investimento por duas das três principais agências, *Fitch Ratings*, *S&P* e *Moody's*, como critério para a alocação de seus ativos.

3. Resultados Alcançados e Avanços na Administração da Dívida

21

O objetivo da gestão da Dívida Pública Federal (DPF)¹⁸ é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco e, adicionalmente, buscando contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos. Este é o ponto de partida para a definição da estratégia de emissões de títulos públicos pelo Tesouro Nacional.

A Figura 1, a seguir, apresenta a execução desse financiamento, discriminando-o em: vencimentos da dívida pública externa e interna, encargos referentes aos títulos na carteira¹⁹ do Banco Central²⁰ e recursos orçamentários direcionados para o pagamento da DPF.

A necessidade bruta em 2015, composta pelos vencimentos de dívida interna e externa em mercado e dos encargos referentes aos títulos na carteira do Banco Central, alcançou R\$ 778,1 bilhões. Partindo desse montante, para se chegar à necessidade líquida de financiamento do governo federal, deduzem-se os recursos orçamentários direcionados para pagamento da DPF, que totalizaram R\$ 162,2 bilhões, chegando à necessidade líquida de R\$ 615,8 bilhões no ano.

Em comparação com o previsto no PAF 2015, houve um aumento de R\$ 143 bilhões na Necessidade de Financiamento Bruta. Isso decorre, principalmente, do volume de prefixados emitidos com vencimentos no próprio exercício (o valor constante do PAF considera apenas a maturação na posição do fechamento do exercício anterior, desconsiderando a estratégia de emissão que ocorreria ao longo do ano), e também de mudanças não antecipadas do cenário macroeconômico, com reflexo nos indexadores da dívida.

¹⁸ A DPF corresponde à soma da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) com a Dívida Pública Federal externa (DPFe), sendo esta última subdividida em mobiliária e contratual. Cabe destacar que todas as estatísticas apresentadas ao longo desta seção referem-se exclusivamente à dívida em poder do público, não sendo considerada a parcela da DPMFi em poder do Banco Central. Informações sobre esta dívida estão disponíveis nos anexos dos Relatórios Mensais da DPF em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>.

¹⁹ No Plano Anual de Financiamento (PAF) 2016, no Box “Estatísticas da Carteira de Títulos do Banco Central”, as características da carteira do Banco Central são apresentadas com maiores detalhes.

²⁰ 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.

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 incluídas, nos vencimentos da dívida interna em mercado, as operações de troca/cancelamentos que totalizam R\$ 16,1 bilhões, uma vez que estas não afetam a necessidade de financiamento. Os recursos orçamentários compreendem o total de receitas advindas do orçamento, exceto aquelas oriundas da emissão de títulos públicos (fontes 143 e 144), que efetivamente foram utilizadas para pagamento de dívida em mercado ou de encargos junto ao Banco Central. Recursos orçamentários não computados nesse valor foram utilizados para amortização de dívida na carteira do Banco Central ou se encontram em caixa, compondo o colchão da dívida. O detalhamento das fontes utilizadas, nas respectivas naturezas de despesas, estão disponíveis no Portal Tesouro Transparente, nos seguintes endereços eletrônicos: <http://www.tesourotransparente.gov.br/ckan/dataset/execucao-orcamentaria-e-finaceira-da-divida-publica-federal-por-nd>; <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/493680/Rodapecomendereco.jpg>; <http://www.tesourotransparente.gov.br/>

Fonte: Tesouro Nacional

As seções seguintes detalham como se deram as operações de emissões, resgates e trocas, a fim de colocar em prática a estratégia planejada no PAF 2015.

3.1. Estratégia e sua execução

Dívida Doméstica

Em 2015, o Tesouro Nacional seguiu as diretrizes básicas enunciadas em seu Plano Anual de Financiamento no que se refere ao alongamento do prazo médio da DPF e da manutenção dos vencimentos de curto prazo em níveis prudentes, o que pode ser constatado tanto pelo nível recorde que atingiu o prazo médio, de 4,57 anos, quanto pelo volume vencendo em 12 meses, que reduziu de 24,0% em 2014 para 21,6% do estoque da DPF em 2015.

Além disso, a estratégia adotada pelo Tesouro Nacional buscou contribuir para que, diante das condições desfavoráveis do mercado apontadas na seção anterior, a composição da DPF não se distanciasse da trajetória em direção a sua estrutura ótima. Não obstante, esse esforço não evitou um desvio temporário da estrutura da dívida pública definida no PAF 2015.

A estrutura de vencimentos para os títulos prefixados consistiu na oferta de quatro prazos de referência de LTN, de 6, 12, 24 e 48 meses, representando os vértices de curto e médio prazo, e de dois pontos de referência de NTN-F, indicando os *benchmarks* de longo prazo, entre 5 e 10 anos. Neste caso, foram mantidos os vencimentos utilizados no ano anterior, janeiro de 2021 e janeiro de 2025.

Em relação às emissões de NTN-B, foi mantida a estratégia de oferta em dois grupos de *benchmarks*, sendo cada grupo composto de dois títulos. O primeiro grupo manteve os vértices utilizados no ano anterior, 15/05/2019 e 15/05/2023, e foram lançados dois novos vencimentos para o segundo grupo, 15/05/2035 e 15/05/2055.

Adicionalmente, o Tesouro Nacional realizou leilões trimestrais de resgate antecipado das NTN-B com prazos superiores a 20 anos, propiciando aos seus detentores uma possibilidade adicional de liquidez em relação ao mercado secundário. Apesar dessa possibilidade, a demanda pelos leilões de resgate antecipado não representou um volume significativo ao longo do ano. Além desses leilões, foram realizados leilões mensais de troca (no total de R\$ 15,3 bilhões) que permitiram a permuta de títulos com prazos inferiores aos títulos ofertados, resultando no alongamento do perfil da dívida.

As LFT foram emitidas com prazo próximo a 6 anos, superior ao prazo médio do estoque da DPF, e ofertadas em apenas um vencimento em cada leilão mensal.

Em setembro de 2015, ocorreu elevada volatilidade no mercado financeiro devido às incertezas no cenário econômico e político, conforme destacado na seção anterior. Isto levou o Tesouro Nacional a realizar uma série de ações com o objetivo de prover liquidez aos investidores e auxiliar na formação de preços dos ativos financeiros. O quadro abaixo descreve esses eventos.

Durante períodos de elevada volatilidade no mercado financeiro, quando há grande incerteza entre os agentes sobre a evolução de indicadores importantes, como taxas de câmbio e juros, os preços dos ativos financeiros, incluindo títulos públicos, flutuam fortemente. Nessas ocasiões, o Tesouro Nacional (TN) pode realizar leilões extraordinários de compra e venda de títulos públicos, com o objetivo de prover liquidez aos investidores e auxiliar na formação de preços para aquele momento. Essa estratégia, já utilizada em ocasiões passadas, foi levada a cabo em setembro e início de outubro de 2015, quando incertezas relacionadas à evolução do cenário econômico no Brasil e no resto do mundo abriram espaço para que parâmetros de mercado apresentassem um comportamento disfuncional.

A atuação do TN iniciou-se com o cancelamento dos leilões de venda de títulos prefixados e de troca de NTN-B. Em seguida, foram anunciados leilões pontuais simultâneos de compra e venda dos títulos prefixados e dos títulos ligados ao IPCA. Essas medidas visaram não acrescentar risco de mercado aos participantes, sobretudo aos detentores de títulos de longo prazo, em que a liquidez é tradicionalmente menor do que no segmento de curto prazo. Após dois leilões de NTN-F e outro de NTN-B, observou-se que ainda havia uma forte instabilidade em vários mercados correlatos, fazendo com que os investidores aumentassem sua aversão ao risco e demonstrassem reduzida disposição para se posicionarem em qualquer direção. Assim, no dia 24/09/15, o TN anunciou um programa de leilões de compra e venda simultâneos durante o período de 25/09 até 02/10, especificamente para as NTN-F com vencimentos de 2017 a 2025, além de incluir um leilão extraordinário de venda de LFT. O objetivo era dar previsibilidade sobre a possibilidade de redução de risco do mercado em circunstâncias especiais.

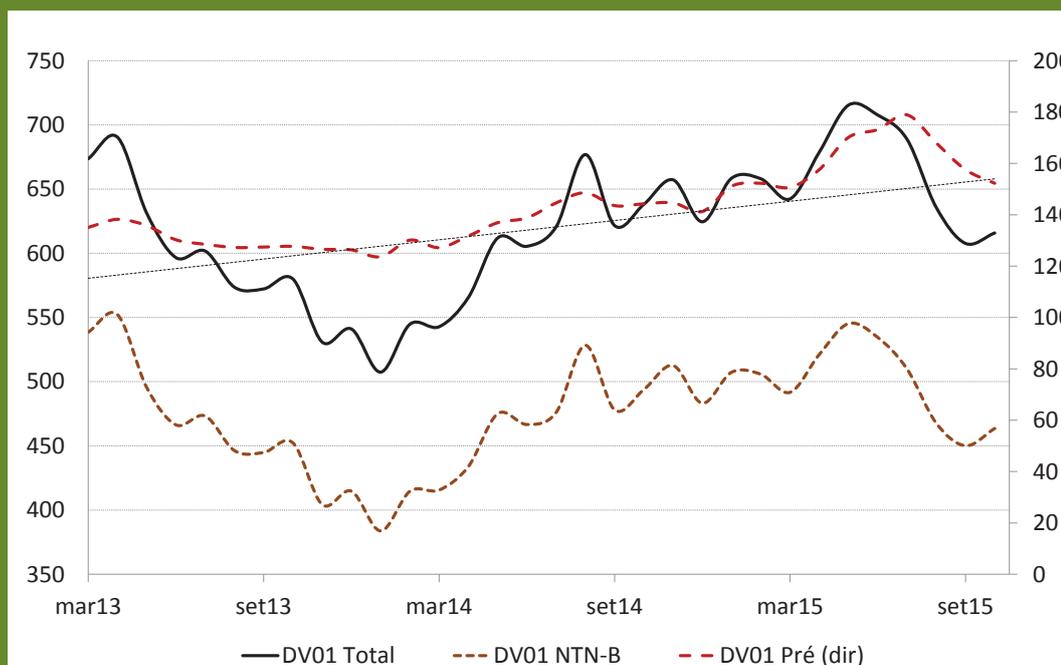
A sequência das ações adotadas foi possível graças à flexibilidade trazida pelo colchão de liquidez que permite ao Tesouro ficar ausente do mercado por cerca de 3 a 6 meses e atuar no curto prazo, resgatando antecipadamente os títulos que se encontram mais pressionados. É importante ressaltar, porém, que o TN atua sempre como tomador de preços, e por isso não busca com essas operações impor patamares de preço ou taxas de juros para os agentes, ou mesmo alterar tendências mais duradouras.

Um dos principais parâmetros para a análise do resultado consolidado das medidas tomadas é uma métrica em termos de retirada de risco de variação de taxa de juros, o DV01. Quantitativamente, o DV01 é uma medida de risco de perda associada à variação da taxa de juros, empregada amplamente no mercado de renda fixa. Sua evolução tem reflexos diretos sobre a demanda por títulos prefixados. Assim, o objetivo das atuações consistiu em estancar o excesso de volatilidade, retirando parte do DV01 em mercado.

É sabido que, com o crescimento da emissão de títulos prefixados, o Tesouro Nacional transfere parte do risco de flutuações nas taxas de juros da dívida para os investidores. Entretanto, em momentos de turbulências nos mercados financeiros, manter volumes elevados de emissão desses instrumentos significa aumentar o risco e a volatilidade nesses mercados. Além disso, sob essas circunstâncias, o custo da transferência de risco para os agentes é elevado para o Tesouro Nacional, pois as taxas de juros cobradas pelos investidores nas novas emissões serão maiores.

Dessa maneira, as colocações limitadas de títulos prefixados aliadas às recompras resultaram na redução do risco de mercado, conforme se observa no gráfico abaixo. A atuação do Tesouro Nacional levou à retirada de DV01 que, entre outros fatores, foi determinante para a estabilização da curva de juros.

Gráfico 4 - Redução no DV01 de Mercado



Fonte: Tesouro Nacional

Em suma, o mercado brasileiro de títulos públicos passou por momentos de volatilidade ao longo de setembro e outubro, assim como outros mercados correlatos. A atuação do Tesouro Nacional, buscando sempre dar estabilidade, transparência e previsibilidade em suas colocações foram no sentido de contribuir para o bom funcionamento do mercado de títulos. Esse comportamento está em linha com os objetivos gerais da administração da dívida pública federal que norteiam a estratégia e velocidade de colocações do emissor. O colchão de liquidez, que foi reforçado ao longo do ano, e a capacidade de se financiar no mercado mostram que a gestão da dívida reúne condições para responder adequadamente em períodos de instabilidade

O ano de 2015, como mostra a Tabela 2, apresentou elevada emissão líquida de R\$ 149,9 bilhões, principalmente se comparada com os resultados de anos anteriores, resultado de R\$ 856,4 bilhões em emissões da DPMFi e de R\$ 706,6 bilhões em resgates da DPMFi. Neste período houve reduzido volume de emissão direta sem contrapartida financeira, cerca de R\$ 12,9 bilhões. A adoção dessa estratégia permitiu a recomposição do caixa atingindo nível mais adequado para a administração da dívida, além de acarretar impacto contracionista na liquidez do sistema monetário no montante de R\$ 137,7 bilhões²¹.

Tabela 2 - Emissões e Resgates da DPMFi

Fluxos da DPMFi (R\$ Milhões)	2012	2013	2014	2015
I - Emissões	586.930	467.707	552.166	856.437
Oferta Pública	318.237	368.003	458.386	813.735
Tesouro Direto	3.660	3.678	4.993	14.457
Emissão Direta com Financeiro	306	2.943	617	-
Emissão Direta sem Financeiro*	190.874	58.805	65.975	12.920*
Trocas	74.024	34.277	23.215	15.325
Transferência de Carteira	-171	-	-1.019	-
II - Resgates	647.186	551.403	621.054	706.575
Vencimentos	438.450	501.476	581.522	676.206
Tesouro Direto	2.657	3.022	2.463	6.716
Compras	14.783	12.360	6.601	7.552
Dividendos	11.585	-	7.139	-
Trocas	74.023	34.277	23.214	15.325
Cancelamentos	105.687	268	115	776
III - Emissão Líquida	-60.256	-83.696	-68.888	149.861
IV - Impacto na Liquidez (Emissão Líquida)	-133.687	-142.234	-126.590	137.717
V - Percentual de Rolagem (Total)	90,7%	84,8%	88,9%	121,2%
VI - Percentual de Rolagem (Liquidez)**	70,7%	72,5%	78,6%	119,9%

Fonte: Tesouro Nacional

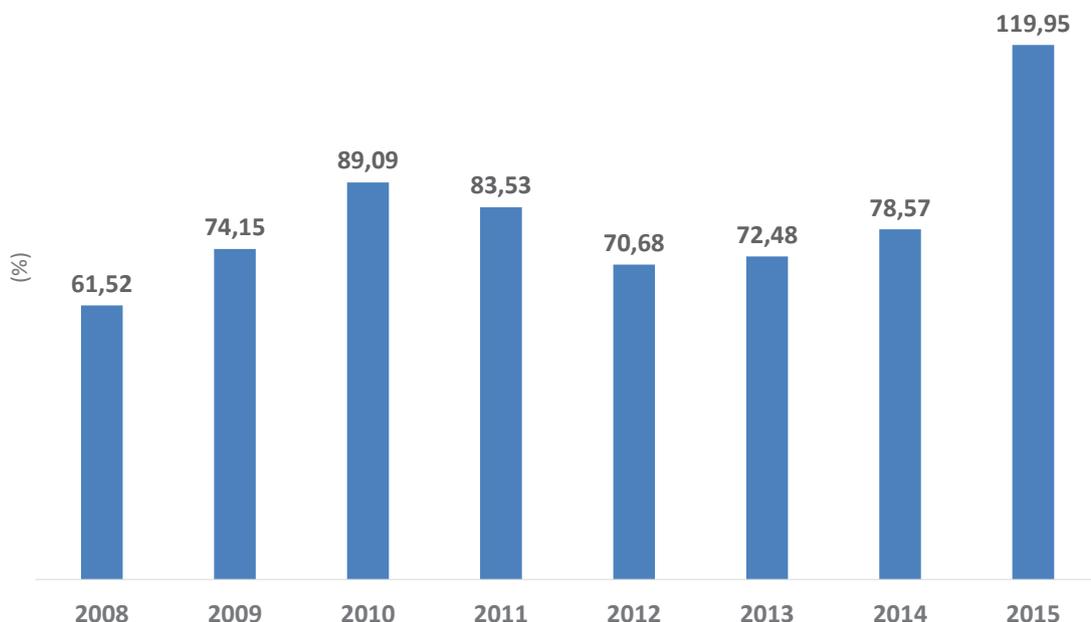
* Em 2015, o montante das emissões diretas sem financeiro está relacionado principalmente às emissões para as seguintes instituições: Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior – FIES; Programa de Financiamento às Exportações – PROEX; Banco do Brasil (equalização de passivos atrasados no total de R\$ 1,5 bilhão); assunção de dívida do Estado de Roraima; Reforma Agrária; Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS. Informações adicionais podem ser encontradas no endereço eletrônico: <http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:3:34353531819514:::3::>

** O Percentual de Rolagem (Liquidez) representa a razão entre emissões e resgates (principal e juros), considerando apenas as operações com financeiro, ou seja, com impacto na liquidez, o montante referente às "Emissões" considera apenas os valores relacionados à "Oferta Pública", ao "Tesouro Direto" e à "Emissão Direta com Financeiro". Por sua vez, os "Resgates", nesse conceito, considera apenas o montante referente aos "Vencimentos", ao "Tesouro Direto" e às "Compras".

²¹ As colocações de títulos adicionais para essa finalidade não afetam a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Isso ocorre porque, tudo mais constante, as emissões líquidas da DPF têm como contrapartida a redução no volume de operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central. Ou seja, tal política resulta em uma troca, entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público, sem que haja alteração nos estoques da DLSP e da DBGG. Além disso, vale destacar que tanto a LFT quanto as compromissadas da autoridade monetária são remuneradas por taxas de juros flutuantes, de maneira que globalmente essa política não contribui para retrocessos no perfil de risco da DLSP ou da DBGG.

O Gráfico 5 a seguir apresenta o percentual de refinanciamento da DPMFi, onde podemos verificar que em 2015 esse índice alcançou o maior patamar nos últimos oito anos, de 119,9%, indicando que em 2015 houve maior esforço para evitar incrementos na liquidez decorrentes de operações da DPMFi.

Gráfico 5 - Percentual de Refinanciamento* da DPMFi



Fonte: Tesouro Nacional

*O percentual de refinanciamento representa a razão entre emissões e resgates (principal e juros), considerando apenas as operações com financeiro, ou seja, com impacto na liquidez (ótica do impacto na liquidez).

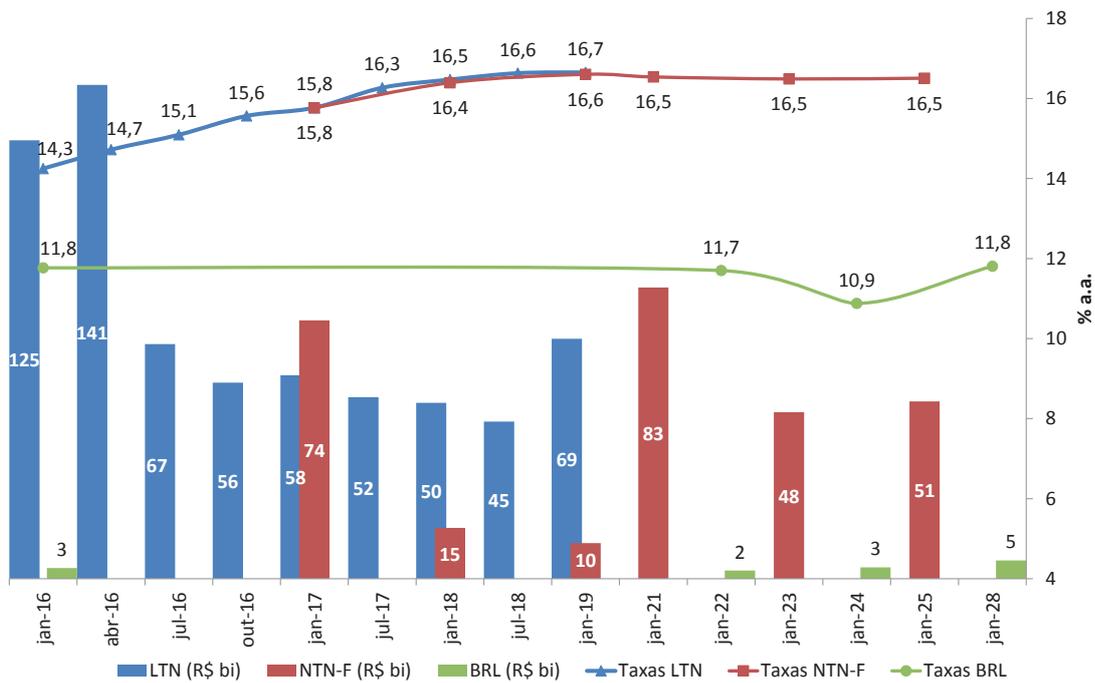
No que tange aos indexadores da DPMFi, ocorreu emissão líquida de títulos prefixados de cerca de R\$ 37,4 bilhões, resultado da emissão de R\$ 478,1 bilhões e resgate de R\$ 440,7 bilhões. Isso representou um percentual de refinanciamento de 108,2%²² para os instrumentos com taxas de juros fixas.

Os títulos prefixados foram responsáveis por 57,7% do volume total emitido em 2015, considerando apenas as colocações em ofertas públicas de venda, com destaque para as emissões de NTN-F que atingiram R\$ 70,7 bilhões no ano, superando em quase 50,8% o volume colocado no ano anterior. Vale ressaltar que desse montante, R\$ 32,6 bilhões referem-se às emissões do título com prazo de 10 anos, com vencimento em janeiro de 2025.

A partir dessas operações, e de outros fatores mencionados na seção anterior, a curva prefixada fechou o ano tal como ilustrado no Gráfico 6. Os títulos externos referenciados em reais, os Globais BRL, também são apresentados no gráfico devido a seu caráter de complementaridade em relação à curva doméstica.

²² Ótica do Impacto na Liquidez.

Gráfico 6 - Estoque em Mercado e Taxas das NTN-F, das LTN e dos Globais (BRL)



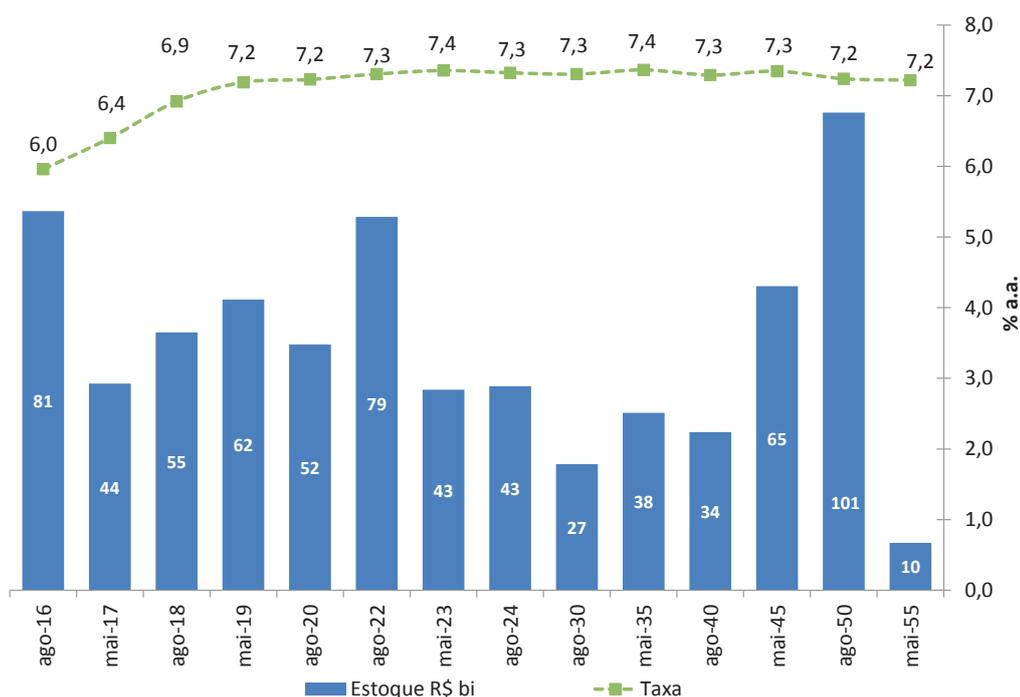
Fonte: Tesouro Nacional (estoque) e Bloomberg (taxas).

Em relação aos títulos remunerados por índice de preço, as emissões totais foram de R\$ 99,5 bilhões, com resgate de R\$ 127,6 bilhões, levando ao resgate líquido de R\$ 28,1 bilhões. Isso representou um percentual de refinanciamento de 69,3%²³ desses títulos. De fato, considerando que o primeiro semestre foi positivo na colocação desses títulos, verificou-se que fazia sentido reduzir a velocidade de emissões no segundo semestre à luz do patamar vigente de juros que as NTN-B, títulos mais longos, assumiram no período.

Com tais operações e outros fatores que afetaram o mercado, também descritos na seção anterior, a curva de juros reais doméstica, referenciada nos títulos remunerados pelo IPCA (NTN-B), assumiu a estrutura descrita no gráfico a seguir:

²³ Ótica do Impacto na Liquidez.

Gráfico 7 - Estoque e Taxas dos Principais Títulos Indexados a Índice de Preços



Fonte: Tesouro Nacional (estoque) e Bloomberg (taxas).

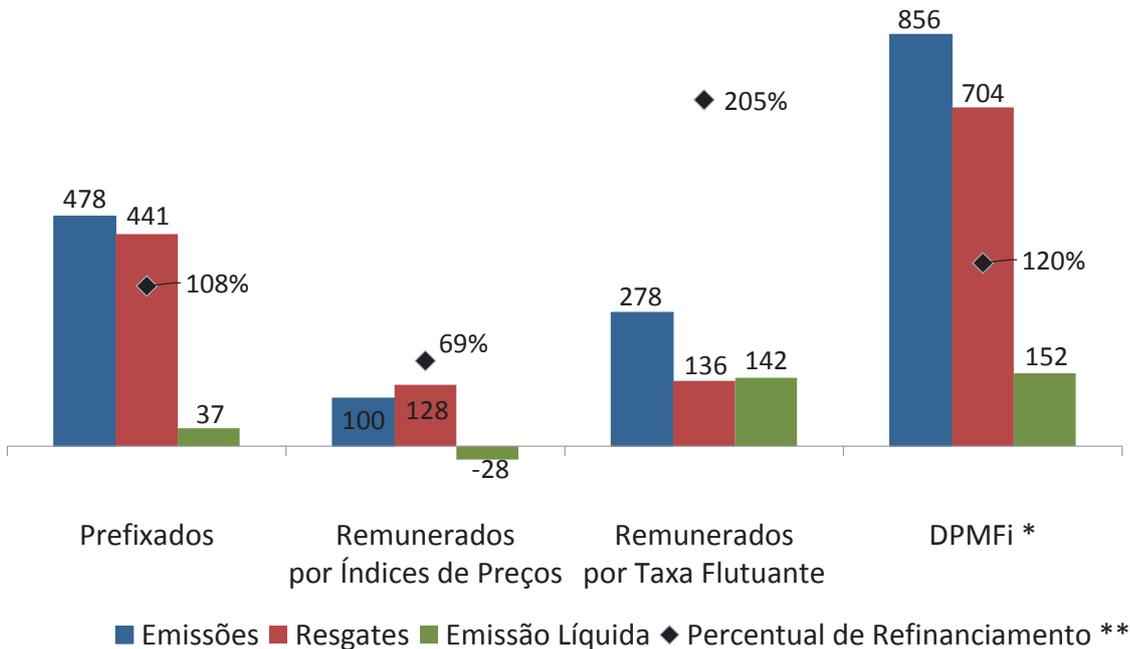
Quanto aos títulos flutuantes, as emissões atingiram R\$ 278,1 bilhões e os resgates alcançaram R\$ 135,9 bilhões, resultando em emissão líquida de R\$ 142,2 bilhões, ou seja, um percentual de refinanciamento de 205,0%²⁴ desses títulos. Vale ressaltar que o elevado montante captado com as LFT contribuiu de forma significativa para a recomposição do colchão da dívida no período.

Conforme apontado na descrição dos eventos macroeconômicos, em um contexto de política monetária mais restritiva, as LFT assumem papel mais proeminente na estratégia da dívida pública, contribuindo com o objetivo de minimizar seus custos, pois os títulos flutuantes tendem a apresentar prêmios de risco nulos, contrastando, assim, com os prefixados. Além disso, as condições de demanda por esses instrumentos favoreceram emissões com vistas à redução do excesso de liquidez no sistema bancário ao longo do ano.

O Gráfico 8, a seguir, apresenta o balanço da atuação do Tesouro no mercado doméstico em 2015, com abertura segundo o tipo de título negociado, considerando todas as operações de emissão e resgate acima descritas:

²⁴ Ótica do Impacto na Liquidez.

Gráfico 8 - Emissões, Resgates, Emissões Líquidas (R\$ Bilhões) e Percentual de Refinanciamento



Fonte: Tesouro Nacional

* Nos valores de DPMFi apresentados não estão incluídos os montantes relativos à dívida cambial interna, cujas emissões e resgates em 2015 foram de R\$ 20,9 milhões e de R\$ 1.736,7 milhões, respectivamente.

** O percentual de refinanciamento considera a ótica das emissões com impacto na liquidez.

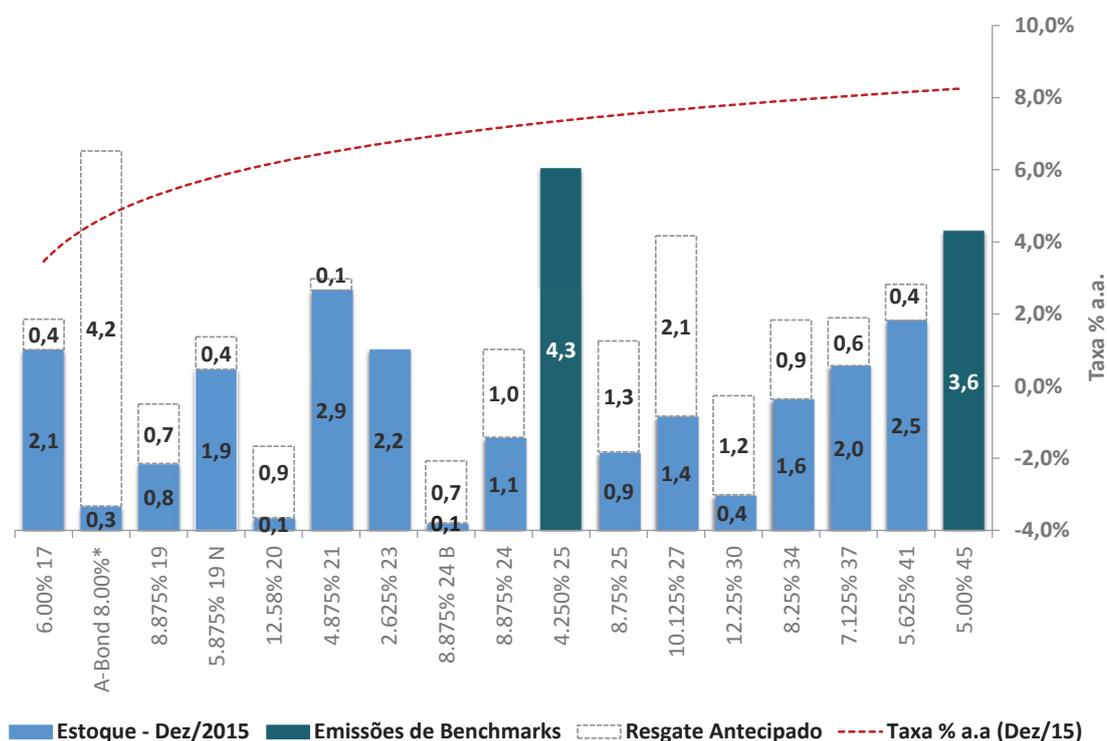
Dívida Externa

Em relação ao mercado externo, o ano foi marcado pela ausência de emissões nesse mercado devido às condições menos favoráveis observadas comparadas com o histórico recente, aliada ao pré-financiamento dos passivos em moeda estrangeira feita pelo Tesouro por meio da compra antecipada de dólares. A política de aperfeiçoamento da curva de juros foi levada a cabo por meio de resgate antecipado de títulos que não são pontos de referência (*benchmarks*).

Programa de Resgate Antecipado

O Tesouro Nacional manteve em 2015 seu Programa de Resgate Antecipado de títulos da dívida externa, importante instrumento para aprimoramento da curva de juros, ao retirar de circulação títulos antigos que não refletem adequadamente o custo atual de financiamento desta dívida, bem como para mitigação dos riscos de refinanciamento dessa dívida. O gráfico abaixo reflete o resultado dessa estratégia, refletindo os volumes recomprados dos vencimentos dados por títulos *off-the-run*.

Gráfico 9 - Resultado da Estratégia Adotada para a DPFe entre 2006 e 2015



Fonte: Tesouro Nacional.

Nota: As informações acima se referem apenas à curva de juros dos títulos denominados em US\$. Os resgates antecipados (barras pontilhadas no gráfico) refletem as recompras acumuladas desde o início do programa em 2006.

O Programa de Resgate Antecipado de títulos da dívida externa (*Buyback*) em 2015 recomprou um volume total de US\$ 0,5 bilhão em valor de face. Observa-se que a média de recompra do Programa entre 2006 e 2013, de US\$ 3 bilhões, foi maior do que a média entre 2014 e 2015, de US\$ 0,5 bilhão. Essa diminuição está relacionada à redução do estoque desses títulos ao longo dos últimos anos e ao fato de uma presença mais espaçada das emissões naquele mercado. Esses dois fatos conferem escassez aos ativos brasileiros, de modo que os investidores têm menos incentivos a ofertarem os títulos em mercado para serem recomprados pelo Tesouro.

Em linha com o objetivo de aperfeiçoamento da curva de juros externa, o Tesouro Nacional exerceu opção de compra embutida no título Global 2040, pertencente à carteira de títulos da Dívida Pública Federal Externa (DPFe). O título, emitido no mercado em 09 de agosto de 2000, foi retirado integralmente do mercado. O valor referente ao exercício dessa opção totaliza US\$ 1,2 bilhão em valor de face.

Compra Antecipada de Dólares

Outra estratégia utilizada pelo Tesouro Nacional para reduzir os riscos associados ao seu endividamento externo é a compra antecipada de dólares para pagamentos de dívida que vence no curto prazo. Ao longo de 2015, o Tesouro Nacional adquiriu antecipadamente US\$ 1,5 bilhão, que somados às compras líquidas realizadas em anos anteriores e ainda não utilizadas, totalizam montante suficiente para cobertura dos fluxos de principal e juros a vencerem em 2016.

Ao longo de 2014, os contratos de dívida soberana foram discutidos por um grupo de trabalho internacional formado por emissores, investidores, acadêmicos, advogados e órgãos internacionais. O objetivo era garantir condições nos acordos de reestruturação de dívida soberana que minimizassem as interferências de “Fundos Abutres” ou quaisquer outras partes que pudessem inviabilizar a reestruturação com a busca de um melhor acordo para si a despeito do consenso do grupo majoritário. Como resultado, concluiu-se sobre a necessidade de aprimoramento das cláusulas de *Pari Passu* e de ação coletiva (*CAC – Collective Action Clause*), conforme artigo publicado pela Associação Internacional de Mercado de Capitais (*ICMA – International Capital Market Association*). O Brasil reconheceu as melhorias propostas e se prontificou a adotá-las em suas futuras emissões.

Entre as principais medidas, a primeira fortaleceu as *CAC*'s ao incluir uma cláusula de agregação. As *CAC*'s determinam que, se um determinado percentual de investidores concordarem com os termos da reestruturação, os minoritários são obrigados a aceitarem a negociação. Sem a cláusula de agregação, era necessário abrir uma negociação para cada série de título, o que tornava o processo pouco eficiente e passível de distorções¹. A inclusão dessa cláusula permite considerar a opinião dos credores de maneira agregada, observando todo o estoque da dívida sujeito à reestruturação.

A segunda medida diz respeito à cláusula de *pari passu*, um instrumento jurídico que advoga que todos os credores devem receber o mesmo tratamento, para casos semelhantes. Em eventos recentes, porém, esse instrumento jurídico foi mal interpretado pela corte de Nova Iorque, segundo a qual, o tratamento igualitário se estenderia também ao pagamento e não apenas às condições financeiras. Assim, a mudança ocorreu no sentido de modificar a interpretação dessa cláusula, esclarecendo que o tratamento igualitário não se aplicaria a pagamentos entre grupos distintos de dívida (reestruturada e não reestruturada). Desse modo, pagamentos de uma série reestruturada devem ocorrer independentemente de eventuais pagamentos de outras séries que não foram objeto de reestruturação. O objetivo é, portanto, impedir que grupos minoritários interrompam o pagamento da dívida reestruturada alegando que este pagamento também lhes daria o direito sobre o recebimento da dívida não reestruturada.

Além das mudanças contratuais, foi alterada a figura do agente fiscal (*fiscal agent*), para a do *trustee identure*. Embora ambos tenham um papel semelhante do ponto de vista operacional, o *trustee identure* passa a ser o representante legal dos credores nas negociações, ao contrário do agente fiscal, que representa apenas o emissor. Mais especificamente, em um evento de *default*, a partir da aprovação de uma parcela de investidores que constitua um percentual mínimo do estoque total da dívida, o *trustee identure* agiria em benefício de todos os detentores, minimizando ações individuais. Para desempenhar esse papel, o Tesouro Nacional contratou o *Bank of New York Mellon*.

¹ - A necessidade de ter que negociar cada série de títulos separadamente permite que o acordo obtido para uma determinada série possa ser muito superior/inferior ao de outras séries semelhantes, o que pode levar a eventuais processos judiciais. Além disso, dependendo do percentual do estoque de uma determinada série específica que o investidor possua (no caso do Brasil, acima de 25%), esse investidor poderá bloquear a negociação dessa série específica.

3.2. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

Durante o ano de 2015, em face de instabilidades no mercado financeiro relacionadas aos eventos descritos na seção 2 deste RAD, alguns indicadores de composição da DPF ultrapassaram os limites estabelecidos inicialmente no Plano Anual de Financiamento (PAF) do exercício. Respondendo ao cenário não antecipado, o Tesouro Nacional optou por uma estratégia de colocação de títulos em mercado que não adicionasse riscos excessivos à carteira dos detentores, o que exigiria prêmios de risco elevados para inserção desses títulos. Soma-se a isso os esforços para não acrescentar liquidez ao sistema financeiro. Em decorrência disso, observou-se um aumento na participação de títulos flutuantes, em detrimento da participação tanto de títulos prefixados quanto dos remunerados por índice de preços.

Tabela 3 - Resultados para a Dívida Pública Federal – DPF*

Indicadores	dez/14	dez/15	PAF-2015	
			Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	2.295,9	2.793,0	2.650,0	2.800,0
Composição (%)				
Prefixado	41,6	39,4	40,0	44,0
Índice de Preços	34,9	32,5	33,0	37,0
Taxa Flutuante	18,7	22,8	17,0	22,0
Câmbio	4,9	5,3	4,0	6,0
Estrutura de Vencimentos				
% vincendo em 12 meses	24,0	21,6	21,0	25,0
Prazo Médio (anos)	4,4	4,6	4,4	4,6
Vida média (anos)	6,6	6,6	-	-

Fonte: Tesouro Nacional

* O Tesouro Nacional revisou os limites para o estoque da DPF de 2015, de R\$ 2,45 bilhões a R\$ 2,60 bilhões para R\$ 2,65 bilhões a R\$ 2,80 bilhões.

Considerando o objetivo e as diretrizes da gestão do endividamento público, o Tesouro Nacional anualmente formula sua estratégia de financiamento. Essa estratégia incorpora diferentes possibilidades de emissão, desenvolvidas a partir da análise de cenários alternativos, o que conduz ao estabelecimento de limites superiores e inferiores para os principais indicadores da Dívida Pública Federal - DPF. Entretanto, particularmente em 2015, o Tesouro Nacional necessitou reavaliar as premissas de seu planejamento estratégico de curto prazo para a DPF, o que levou à revisão dos limites para o estoque da DPF de R\$ 2,45 bilhões a R\$ 2,60 bilhões para R\$ 2,65 bilhões a R\$ 2,80 bilhões. Os demais limites dos indicadores da DPF, estabelecidos no Plano Anual de Financiamento – PAF de 2015, não foram objeto de revisão.

Durante o primeiro semestre de 2015 o Tesouro Nacional buscou emitir volumes superiores à sua necessidade de financiamento, visando auxiliar na redução do excesso de liquidez do sistema financeiro representado pelo estoque de operações compromissadas em mercado, possibilidade já explicitada no próprio PAF 2015. A maior demanda registrada nos leilões de títulos públicos ao longo do ano foi um fator que contribuiu para a ampliação do percentual de refinanciamento da dívida, favorecendo, assim, o ajuste na estratégia para o estoque da DPF. É importante lembrar que essa política não afeta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)*.

Derivado desse ajuste no limite do estoque, a realização de maiores volumes de emissões também resultou numa ampliação do colchão de recursos disponíveis para gestão da dívida pública. Com mais recursos em caixa, o Tesouro reforçou seu espaço de atuação em contextos de maior volatilidade no mercado de títulos públicos durante o ano, ganhando graus de liberdade para ajustar sua oferta de títulos de acordo com as condições de mercado e, assim, reduzindo seu risco de refinanciamento.

Finalmente, cabe destacar que as diretrizes gerais da administração da Dívida Pública Federal continuaram a nortear as ações do Tesouro Nacional. Nesse sentido, a instituição manteve sua estratégia de longo prazo de aumentar a participação das dívidas prefixada e remunerada por índices de preços, bem como de reduzir a parcela indexada à taxa Selic, observando sempre as condições de mercado em cada momento. Além disso, a gestão da dívida continuou a buscar o alongamento do prazo médio e a diminuição da parcela que vence em 12 meses.

*Nota - Emissões líquidas de títulos pelo Tesouro Nacional (diferença entre emissões em leilões e resgates) têm como contrapartida a redução no volume de operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central. Ou seja, tais operações se resumem à troca, entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público, não alterando os estoques da DLSP e da DBGG.

Estoque

O estoque da DPF encerrou o ano de 2015 em R\$ 2.793,0 bilhões, no limite superior comunicado quando da revisão do PAF 2015. Em relação ao exercício anterior, houve um acréscimo de 21,7%, resultado da combinação dos seguintes fatores de variação (Tabela 4):

Tabela 4 - Tabela 4 – Variação da DPF, DPMFi e DPFe em 2015 (R\$ Bilhões)

Indicadores	Estoque		Variação Total	Fatores de Variação		
	2014	2015		Emissões ¹ (+)	Resgates ² (-)	Juros Apropriados ³ (+)
DPF	2.295,9	2.793,0	497,1	857,4	727,9	367,7
DPMFi	2.183,6	2.650,2	466,6	856,4	706,6	316,7
DPFe	112,3	142,8	30,5	0,9	21,4	51,0

Fonte: Tesouro Nacional

1. Inclui R\$ 12,9 bilhões relativos a emissões diretas da DPMFi.

2. Inclui US\$ 0,5 bilhão relativos aos resgates por meio do programa de *Buyback* e da operação de gerenciamento de passivos, ambos relacionados à gestão da DPFe. Em 2015, esse montante foi representado apenas pelas operações de *Buyback*, uma vez que, não houve operações de gerenciamento de passivos.

3. Com relação à DPMFi, os juros apropriados contemplam a atualização monetária do principal e a apropriação de juros reais. Para a DPFe, os juros apropriados incluem a apropriação de juros reais e o efeito da valorização/desvalorização do dólar e das demais moedas subjacentes à DPFe em relação à moeda nacional.

Em 2015, o estoque da DPMFi apresentou crescimento de R\$ 466,6, representando um acréscimo de 21,4% em relação ao montante do ano anterior, consequência da apropriação de juros (R\$ 316,7) e do montante de emissão (R\$ 856,4) superior ao vencimento (R\$ 706,6). Quanto à DPFe, reportou-se uma variação de R\$ 30,5 bilhões, ao passar de R\$ 112,3 bilhões ao final de 2014 para R\$ 142,8 bilhões em 2015. Esse resultado decorre basicamente da desvalorização cambial do período (47,0%), uma vez que mensurado em dólares esse passivo apresentou redução de US\$ 5,69 bilhões.

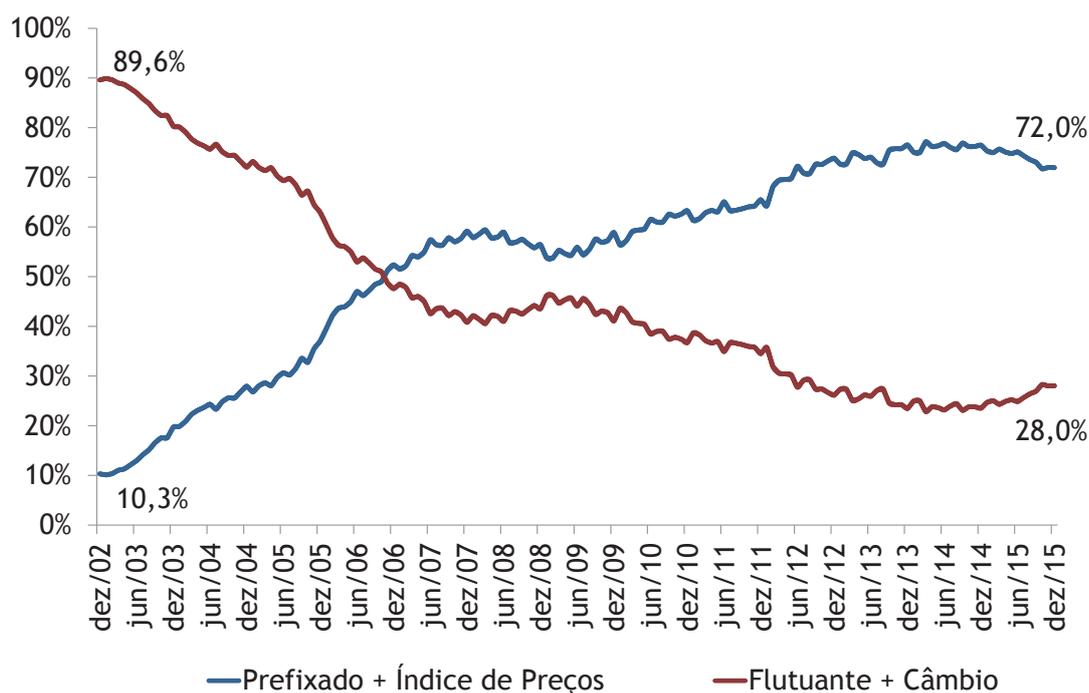
Composição da DPF e Risco de Mercado

A busca de uma composição com menor proporção de títulos com juros flutuantes, em favor de maior parcela de instrumentos prefixados e dos remunerados por índice de preços, é uma das diretrizes de longo prazo da gestão da DPF. Como será visto mais abaixo, a última década foi marcada por uma tendência de avanços nessa direção. No exercício de 2015, contudo, esse processo é interrompido, na medida em que se privilegiou a oferta das LFT, que têm vantagens do ponto de vista de custo durante ciclos de aumento das taxas básicas de juros, como foi mencionado anteriormente. Além disso, o Tesouro Nacional atuou atentamente às condições de mercado, de maneira que a maior oferta desses títulos contribuiu para não adicionar riscos ao sistema financeiro em momentos de volatilidade.

Em comparação ao exercício passado, a participação de títulos remunerados a taxas flutuantes (em especial a LFT) evoluiu de 18,7% para 22,8%, ao passo que títulos com taxas prefixadas e os remunerados por índices de preços tiveram recuo na parcela da DPF (de 41,6% para 39,4% e de 34,9% para 32,5%, respectivamente). Quanto à dívida atrelada ao câmbio, a sua participação aumentou de 4,9% para 5,3%, sendo, assim, o único indicador de composição que se enquadrou nos limites estabelecidos no PAF 2015.

Ao término de 2015, a soma das parcelas correspondentes a taxas prefixadas e vinculadas a índice de preço apresentou recuo em relação ao término do exercício anterior, sem, contudo, anular os avanços da última década (representando hoje 72,0%, contra 10,3% no encerramento de 2002). O restante da DPF é composto por títulos flutuantes (indexados à taxa Selic), bem como por aqueles expostos à variação cambial (28,0% da DPF ao fim de 2015), como pode ser visualizado no Gráfico 10. Enquanto os prefixados trazem previsibilidade aos fluxos nominais da dívida, os instrumentos vinculados à inflação têm vantagens para a gestão de riscos, pois seu custo apresenta maior estabilidade em termos reais e tende a ser positivamente correlacionado com arrecadação tributária do governo. Além disso, esses títulos auxiliam de maneira importante o alongamento do prazo médio da dívida.

Gráfico 10 - Evolução da composição da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

Entre os riscos monitorados na gestão da DPF, dois merecem particular atenção dos gestores do Tesouro Nacional. O primeiro refere-se à possibilidade de que oscilações nas variáveis macroeconômicas resultem em aumento não antecipado do estoque da dívida, definido como risco de mercado. Este está relacionado à composição da DPF em termos dos indexadores, dado que, quanto maior a participação de títulos flutuantes e vinculados a moedas estrangeiras, maior a imprevisibilidade dos fluxos a serem pagos. Já o segundo, o risco de refinanciamento, que está relacionado à concentração de vencimentos, mensura

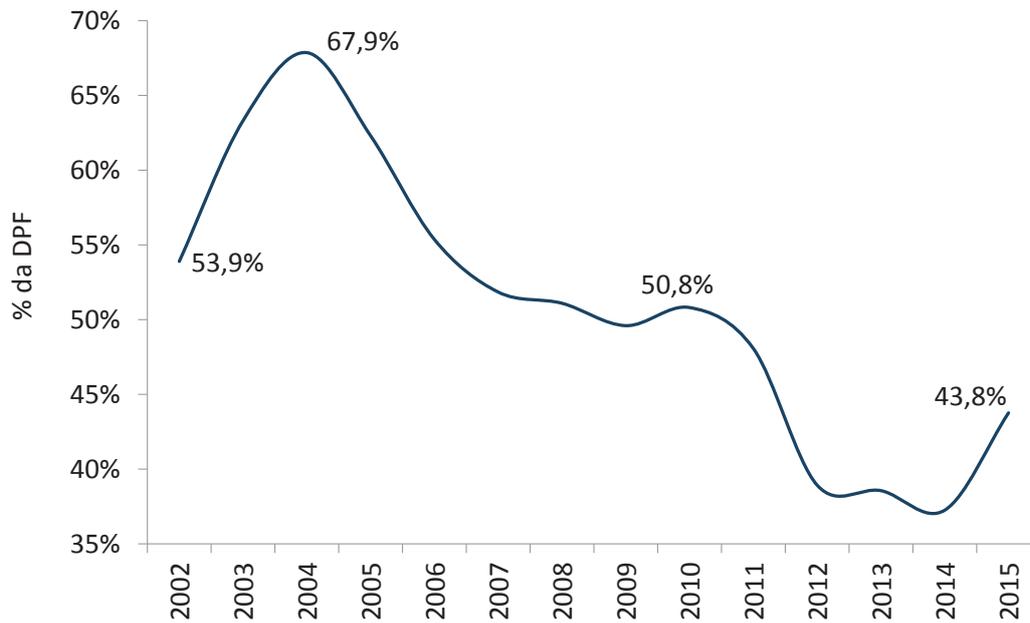
o risco do Tesouro Nacional, ao acessar o mercado para refinar sua dívida vincenda, encontrar condições financeiras adversas que impliquem elevação em seus custos de emissão, ou até, no limite, não conseguir levantar recursos no montante necessário para honrar seus pagamentos. Dessa forma, a prudência recomenda a menor concentração possível de vencimentos, especialmente no curto prazo.

Como o mercado doméstico de títulos prefixados ainda é caracterizado por prazos médios de emissão reduzidos, na colocação desses títulos deve-se avaliar os efeitos sobre a composição e a estrutura de vencimentos. Dessa forma, o Tesouro Nacional evita que a política de substituição da parcela flutuante da DPF por prefixados leve a um aumento expressivo da dívida vincenda de curto prazo, o que aumentaria o risco de refinanciamento sem uma diminuição relevante do risco de mercado, dado que, o custo dessa dívida também será repactuado a condições de mercado possivelmente adversas.

Diante de tal preocupação, um indicador mais conservador é o percentual da dívida sujeito à repactuação de taxas no curto prazo, isto é, o risco de repactuação. Seu objetivo é avaliar a exposição da DPF a aumentos de custo que decorram de variações na taxa de juros. Para tanto, seu cálculo consiste no somatório da parcela da DPF vincenda em 12 meses e do volume de títulos remunerados por taxas de juros flutuantes com vencimento maior que 12 meses. Trata-se, portanto, da parcela da dívida que teria seu custo renovado em situações de alteração nas taxas de juros em um horizonte de 12 meses.

O gráfico 11 abaixo indica aumento desse indicador ao fim do exercício de 2015, resultado do incremento na participação de títulos flutuantes (LFT) e prefixados curtos (LTN de prazo até um ano). É importante ressaltar que o Tesouro Nacional mantém os objetivos de médio e longo prazos, mas a velocidade com que essa estratégia é executada está sujeita a ajustes condicionais aos cenários econômico-fiscais, evolução da liquidez em mercado, comportamento da base de investidores, entre outros fatores.

Gráfico 11 - Risco de Repactuação: DPF com Juros Flutuantes ou a Vencer em 12 Meses



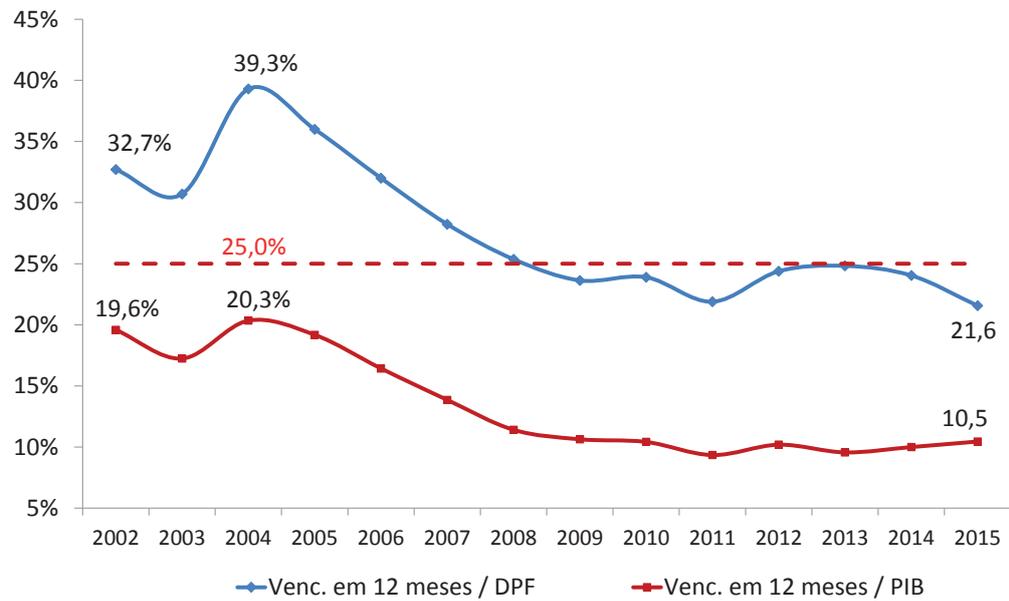
Fonte: Tesouro Nacional

Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

A estrutura de maturação da dívida está relacionada com seu risco de refinanciamento. Assim, o alongamento do prazo médio e a redução da concentração de vencimentos no curto prazo são duas diretrizes que buscam a redução desse risco e que, de fato, tiveram evolução favorável em 2015. O prazo médio da DPF alcançou o limite superior do PAF, registrando 4,6 anos ao final de 2015, partindo de 4,4 ao encerramento do ano anterior. Já o percentual vincendo em 12 meses reduziu de 24,0% para 21,6% da DPF, próximo ao limite inferior previsto no PAF 2015.

Observa-se, por meio de uma inspeção sobre o indicador da dívida vencida em 12 meses (Gráfico 12), uma tendência de mitigação do risco de refinanciamento. Após alcançar o patamar de 39,3% ao fim de 2004, esse indicador atingiu em 2015 o mínimo histórico de 21,6% da DPF. Em percentuais do PIB, há uma estabilização do indicador também em patamares apropriados para a gestão da DPF. Em conjunto com o montante de caixa acumulado em 2015, o Tesouro Nacional estabeleceu uma posição confortável para enfrentar as condições adversas que possam surgir no mercado de títulos ao longo do exercício de 2016. Especificamente, em virtude do elevado percentual de refinanciamento observado ao longo do ano, o colchão de liquidez ficou mais próximo de cobrir 6 meses de maturação dos vencimentos. Embora haja sazonalidade nesse indicador, cabe dizer que a gestão da dívida trabalha para que ele não fique menor do que 3 meses.

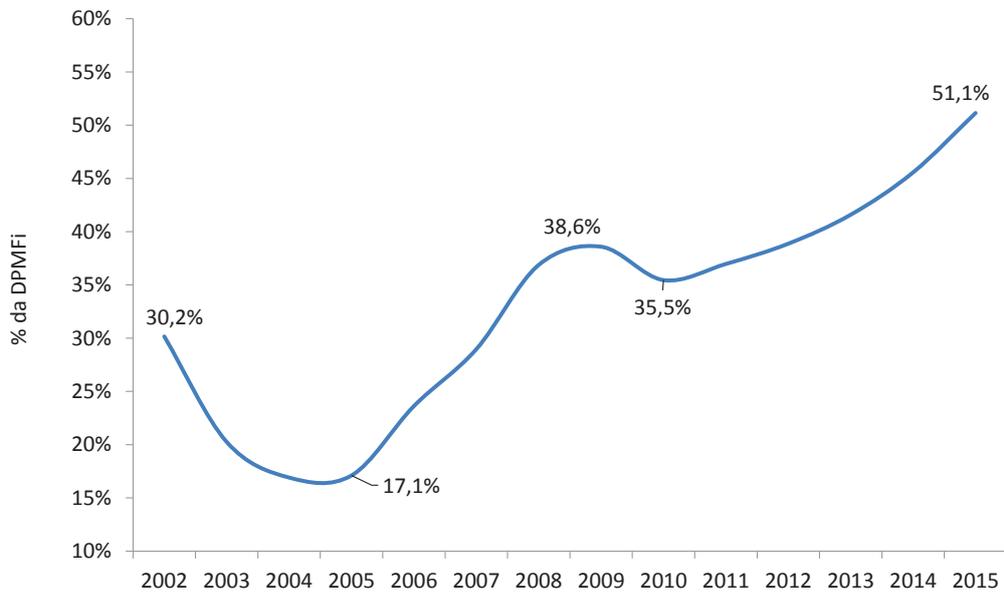
Gráfico 12 - Percentual Vencendo em 12 meses da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

Paralelamente à redução da parcela que vence em prazo mais curto, houve um aumento do montante que vence em prazos acima de 3 anos (Gráfico 13), que alcançou o patamar de 51,1% da DPMFi em mercado. Isso decorre em parte da emissão de LFTs ao longo de 2015. Os títulos colocados possuíam prazo médio em torno de 6 anos no momento de sua emissão, favorecendo o alongamento da DPFMi.

Gráfico 13 - Evolução da Estrutura de Vencimentos da DPMFi - % acima de 3 anos



Fonte: Tesouro Nacional

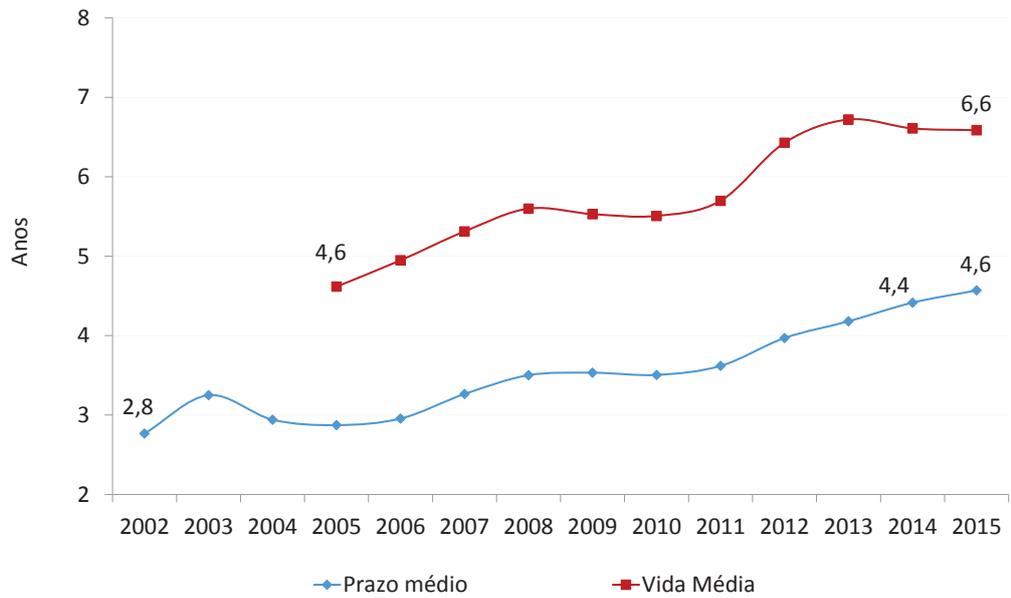
Diante o exposto, com o aumento do percentual vincendo no longo prazo, em contrapartida a uma diminuição da proporção vincenda em curto prazo, observamos ao longo de 2015 um aumento do prazo médio (*duration*²⁵) da DPF, passando de 2,9 anos em 2004 e atingindo a máxima histórica da série em 2015, ao registrar 4,6 anos. O mesmo movimento pode ser observado para a métrica de vida média (*ATM*²⁶), indicador alternativo para avaliar a maturidade e de importância para comparações internacionais, tendo em vista que muitos países o empregam como referência²⁷.

²⁵ O prazo médio divulgado para a DPF equivale ao conceito de *duration*, com uma diferença: para fins de cálculo do valor presente dos fluxos, utiliza-se a taxa de emissão dos títulos em estoque (em vez das taxas de desconto de mercado, como ocorre nas análises tradicionais de *duration*).

²⁶ Do inglês "*average time to maturity*".

²⁷ Esse indicador apresenta valores significativamente superior ao prazo médio por não considerar os pagamentos de cupons intermediários de juros e pelo fato de que os fluxos de principal não são trazidos a valor presente. Por esse motivo, não o consideramos como o indicador mais adequado para as estatísticas da DPF. Apesar dessas limitações, a maior parte dos países adota indicador semelhante à vida média em suas estatísticas de estrutura de vencimentos. Portanto, para fins de comparações diretas com as estatísticas dos demais países, divulgamos também a vida média. Cabe observar, no entanto, que não o utilizamos como parâmetro para o estabelecimento de intervalo de referência da gestão da DPF.

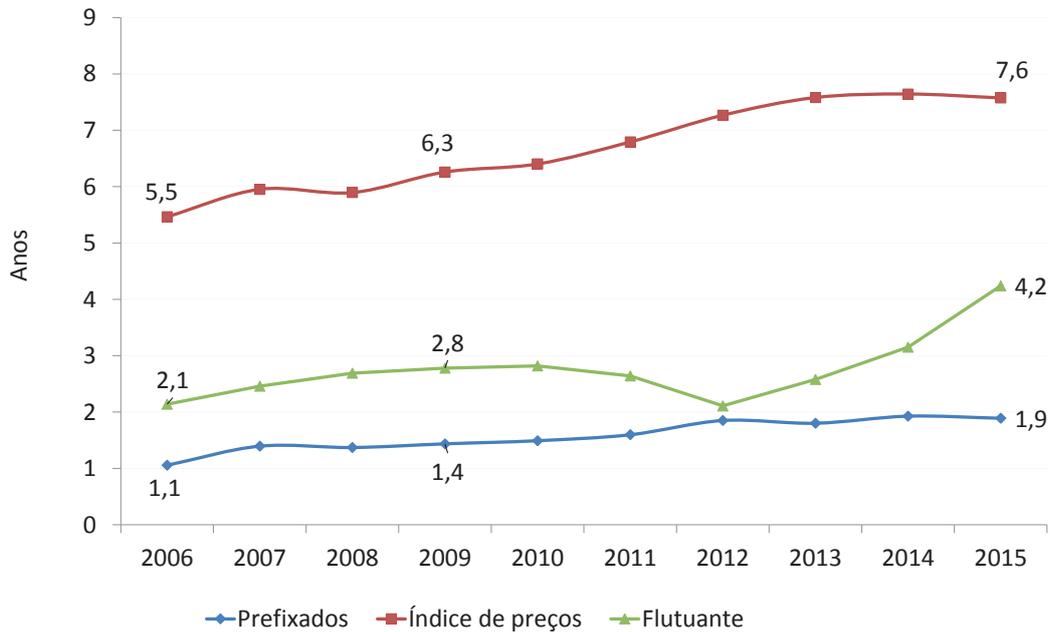
Gráfico 14 - Prazo Médio e Vida Média da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

O alongamento do prazo médio da DPF em 2015 se beneficiou do incremento da proporção de títulos com juros flutuantes na dívida, pois as LFT emitidas ao longo do ano contemplaram prazo de emissão superior à duração média do estoque. O Gráfico 15 ilustra que os prazos médios dos instrumentos com taxas de juros prefixadas e dos atrelados a índice de preço encerraram 2015 no mesmo patamar apresentado ao final do ano anterior (1,9 ano e 7,6 anos, respectivamente). Já a parcela da dívida com juros flutuantes teve seu prazo médio aumentado de 3,2 anos em dezembro de 2014 para 4,2 anos ao fim de 2015.

Gráfico 15 - Prazo Médio dos Títulos Prefixados, Flutuantes e Remunerados por Índice de Preços



Fonte: Tesouro Nacional

Em resumo, a trajetória dos indicadores de composição e estrutura de vencimentos da DPF permite inferir avanços importantes na gestão dos riscos aos quais a DPF está exposta nos últimos anos, conseguindo conciliar redução nos riscos de mercado e de refinanciamento.

Custo da Dívida Pública

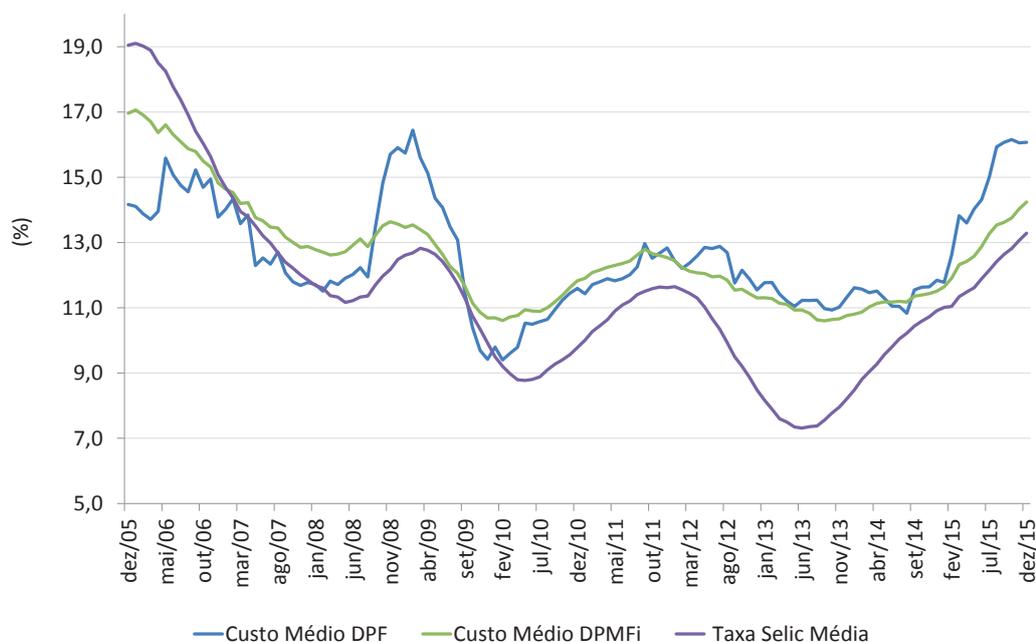
Os riscos da DPF devem ser avaliados em conjunto com seu custo de financiamento. Em geral, alternativas de menor custo podem aumentar a exposição a perdas da carteira de dívida em contexto de choques nas variáveis econômicas. Por sua vez, opções mais seguras tendem a cobrar um prêmio de risco: é o caso, por exemplo, da estratégia de substituição de dívida flutuante por títulos prefixados ou vinculados a índice de preços. O mesmo ocorre com respeito à redução da proporção da dívida que vence no curto prazo, pois os títulos de maior prazo demandam prêmios por seu carregamento. Portanto, busca-se uma composição de indexadores e prazos para o endividamento que proporcione balanço adequado diante do *trade-off* entre custo e risco decorrente das opções disponíveis.

A estatística de custo médio do estoque da dívida é uma agregação dos custos de financiamento encontrados pelo Tesouro Nacional em distintos momentos em que foi a mercado captar recursos. Para monitorar as condições atuais de acesso ao mercado é necessário ainda uma métrica que forneça informações sobre a parcela do estoque emitida em período mais recente. Assim, o Tesouro divulga a estatística do custo médio de emissão para o exercício financeiro. À medida que ocorre o refinanciamento da dívida, parte de seu custo é renovado de acordo com as condições vigentes nos mercados financeiros.

A análise focada apenas nas emissões mais recentes de títulos ganha relevância diante das alterações ocorridas no perfil da dívida. A redução, nos últimos anos, da participação dos títulos flutuantes, combinada com a menor concentração de vencimentos no curto prazo, introduziu certa inércia no comportamento da estatística de custo do estoque, que passou a apresentar menor sensibilidade a mudanças nas taxas de juros de curto prazo.

Como mostra o Gráfico 16, o custo médio do estoque da dívida, particularmente o da DPMFi, acompanhou bem de perto o movimento da taxa Selic no início da série apresentada (2005). Entretanto, nos últimos anos ocorreu um descolamento entre o custo da dívida e a taxa de juros Selic. Os ciclos de alta e baixa da Selic são mais acentuados em comparação com o que ocorre para o custo da DPMFi, que tem se mostrado mais estável, fruto da maior presença de títulos com taxas prefixadas e remunerados por índice de preço em estoque. Observa-se ainda movimentos de descolamento entre o custo da DPF e da DPMFi, que resultaram principalmente da variação cambial do período, com impactos diretos sobre o custo da DPFe (a parcela da DPMFi indexada ao câmbio é, atualmente, de 0,7%).

Gráfico 16 - Evolução do Custo Médio da Dívida (taxa acumulada em 12 meses)

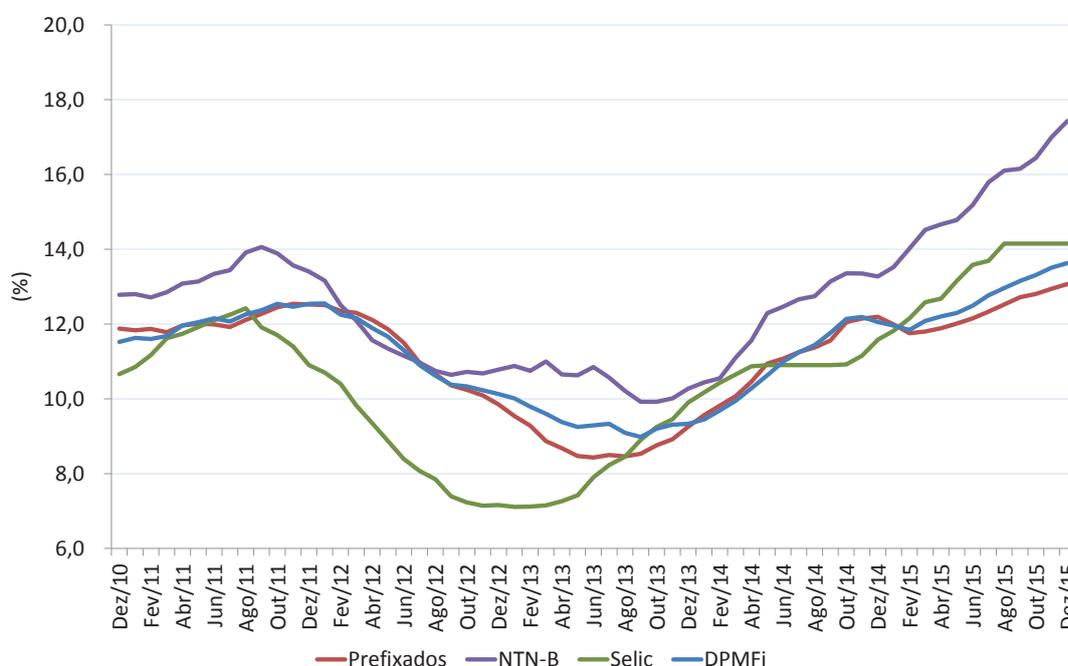


Fonte: Tesouro Nacional

Já a estatística do custo médio das emissões (que considera apenas aquelas ocorridas nos últimos 12 meses) captura de maneira mais fidedigna a correlação entre o custo de financiamento do Tesouro e as condições financeiras presentes no país. Tal como está construída²⁸, essa métrica se mostra mais apropriada para avaliar a aderência entre os juros de curto prazo e as taxas pelas quais o Tesouro vem se financiando.

Percebe-se, por inspeção do Gráfico abaixo, que durante o exercício de 2015 o custo médio de emissão da NTN-B (título emitido pelo Tesouro Nacional, indexado ao IPCA) foi o mais elevado, resultado da apuração de inflação acima da expectativa para o período. Em comparação aos títulos prefixados, os instrumentos indexados à inflação apresentarão custo médio mais elevado sempre que a inflação corrente for superior à inflação implícita embutida no diferencial das taxas de juros nominais em confronto com as taxas reais, no momento das emissões.

Gráfico 17 - Custo Médio das Emissões (taxa acumulada em 12 meses)



Fonte: Tesouro Nacional

Das informações acima, percebe-se que o custo da DPF e da DPMFi se encontra menos sensível às alterações nas condições financeiras de curto prazo para o financiamento da dívida do que no passado. Entretanto, o processo de aperto monetário iniciado ainda ao final de 2014 tem se traduzido em aumento do custo médio tanto do estoque quanto de

²⁸ O custo médio de emissão em oferta pública da DPMFi é um indicador que reflete a taxa interna de retorno – TIR dos títulos do Tesouro Nacional no mercado doméstico, mais as variações de seus indexadores, considerando-se apenas as colocações de títulos em oferta pública (leilões) nos últimos 12 meses. Por capturar as condições de preços e de composição das emissões, bem como os prêmios de risco implícitos do período em que se apura a estatística, evita-se o efeito da inércia sobre o custo decorrente das emissões mais distantes no tempo. Essa estatística vem sendo divulgada desde maio de 2013, por meio do Relatório Mensal da Dívida, disponível em <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/divida-publica-federal/relatorio-mensal-da-divida>.

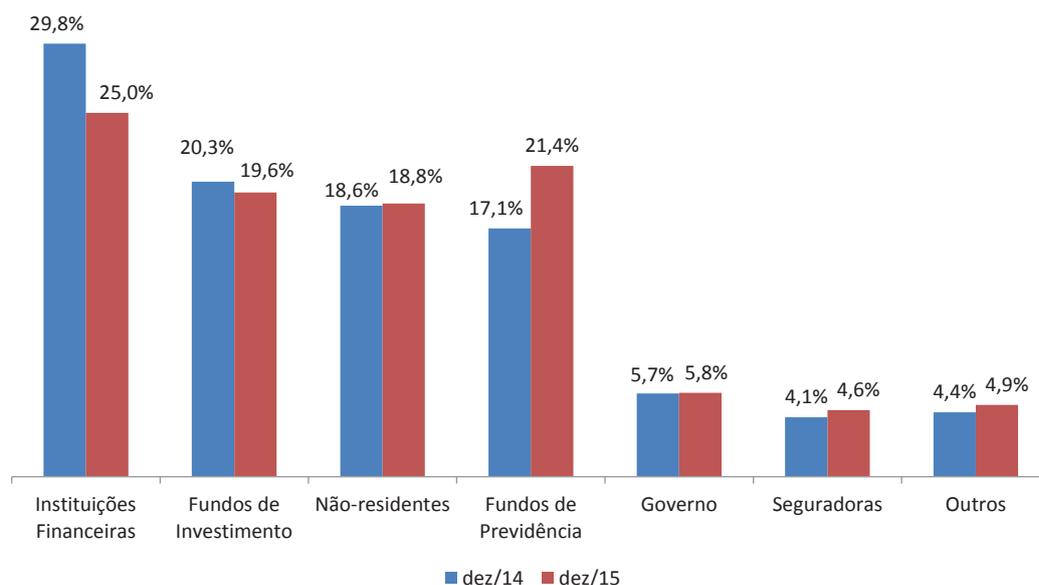
emissão. Um dos fatores que explicam esse movimento é a parcela da dívida refinanciada no curto prazo, que ainda pode ser considerada elevada, e a presença relevante de títulos remunerados por juros flutuantes na DPF.

3.3. Base de Investidores da DPMFi

O Tesouro Nacional busca sempre a diversificação da base de detentores da dívida pública a fim de garantir demanda por títulos por parte de investidores com diferentes perfis de risco e horizontes de investimento. A maior distribuição da dívida entre seus diferentes detentores contribui para minimizar os efeitos do comportamento de determinado grupo sobre os preços e taxas dos títulos públicos, ampliando a profundidade e evitando excessiva volatilidade no mercado.

A exemplo do que tem ocorrido nos últimos anos, os grupos “Instituições Financeiras” e “Fundos”, que eram os maiores detentores em 2014, perderam participação na DPMFi em 2015, ao passo que os “Não-Residentes”, os “Fundos de Previdência” e as “Seguradoras” apresentaram crescimento relativo. O gráfico a seguir compara a participação de cada detentor ao final de 2014 e de 2015.

Gráfico 18 - Evolução da Base de Detentores²⁹ da DPMFi



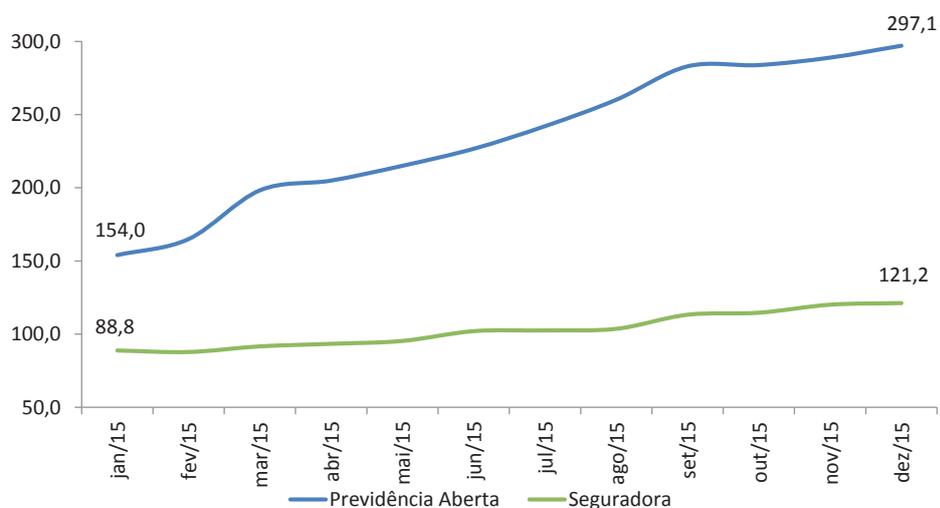
Fonte: Tesouro Nacional e Selic

Observa-se que os “Não-residentes” apresentaram crescimento de participação mesmo em um contexto de perda do grau de investimento do Brasil, passando de uma participação de 18,6% em 2014 para 18,8% em 2015, o que sugere que o evento não significou mudança acentuada nos fluxos de capitais para o país.

Outro fator que merece destaque é o crescimento do estoque dos “Fundos de Previdência” e das “Seguradoras”, que pode ser creditado, em grande parte, à Resolução CMN nº 4.402, de 26/03/2015, que impôs um teto de 25% dos recursos das Entidades Abertas de Previdência Complementar e das Sociedades Seguradoras para aplicação em operações compromissadas do Banco Central e determinou prazo até 31/12/2015 para o enquadramento ao novo limite. Com isso, estes detentores passaram a direcionar uma parcela ainda maior de suas carteiras aos títulos públicos. O gráfico 19 mostra a evolução do estoque desses detentores.

²⁹ O grupo denominado Instituições Financeiras 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 feitas a partir da modalidade Fundos de Investimento, excetuando-se aquelas detidas pelos demais detentores explicitados, que são classificadas de acordo com suas respectivas categorias. A categoria Não Residente, 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. Em Outros, são abrangidas basicamente as aplicações em títulos públicos de pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras, à exceção das que foram anteriormente citadas.

Gráfico 19 - Evolução do Estoque de Títulos Públicos dos Detentores Previdência Aberta e Seguradora. (R\$ Bilhões) *

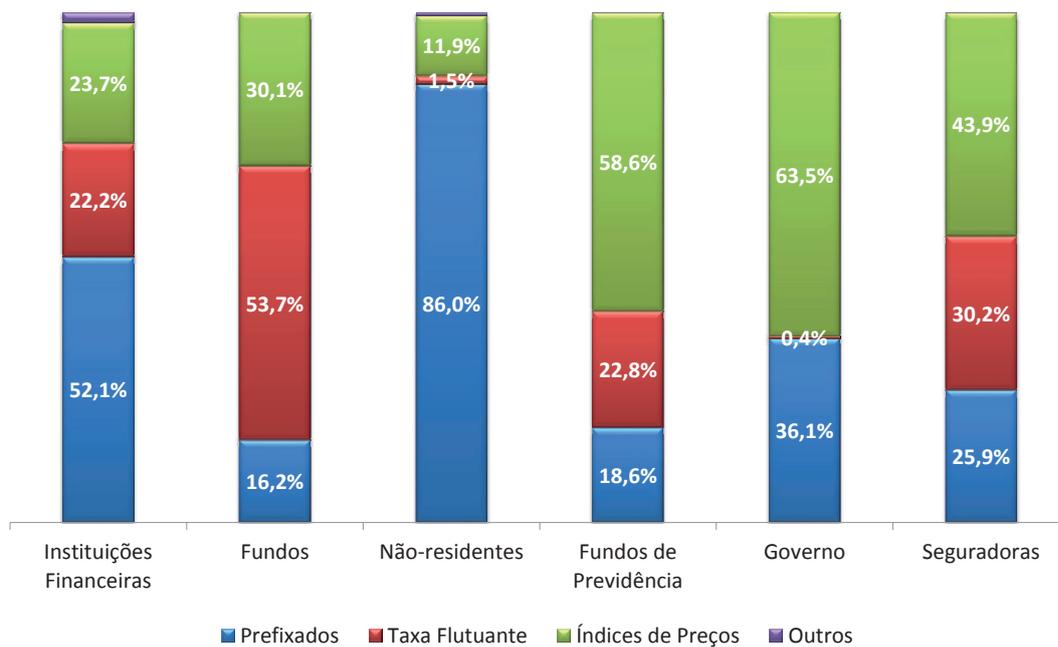


Fonte: Tesouro Nacional e Selic

* Esse aumento representou uma maior participação desses detentores na DPMFi. O grupo "Seguradoras" aumentou a participação na DPMFi de 4,08% para 4,57% em 2015. O segmento "Previdência Aberta" aumentou de 7,15% para 11,21% a sua participação na DPMFi em 2015.

Os grupos que ganharam participação relativa na dívida doméstica em 2015 têm perfil em linha com a estratégia de financiamento da dívida pública. Os "Não-residentes, por exemplo, são grandes demandantes de papéis prefixados, conforme pode-se observar no Gráfico 20 a seguir. Já os "Fundos de Previdência" têm preferência por títulos atrelados a índice de preços, uma vez que seus passivos são também corrigidos pela inflação.

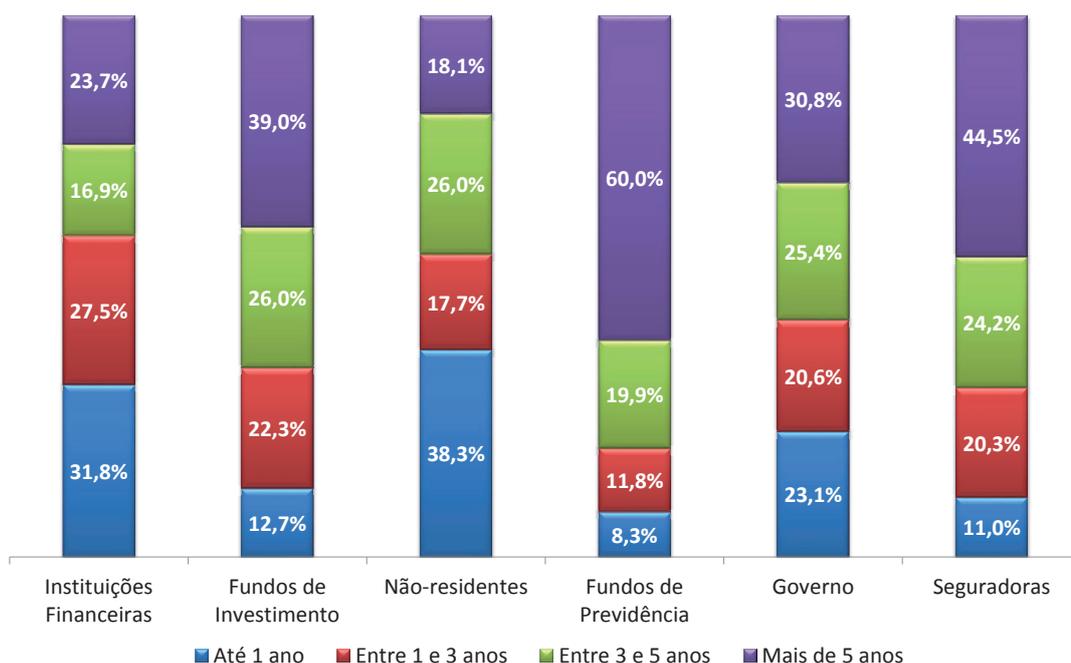
Gráfico 20 - Composição da Carteira de Títulos Públicos, por Detentor (dez/2015)



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

Já no que diz respeito ao prazo das carteiras, o Gráfico 21 apresenta os grupos de detentores e as parcelas de títulos públicos distribuídos por prazo de vencimento. Aqui, observa-se relativa estabilidade dos prazos das carteiras por tipos de investidor. Tipicamente, os “Fundos de Previdência” optam por ativos atrelados à inflação, com orientação de médio e longo prazos. Em contrapartida, as instituições financeiras e suas tesourarias têm predileção por ativos de curto ou curtíssimo prazo.

Gráfico 21 - Distribuição por Prazo de Vencimento, por Detentor (dez/2015)

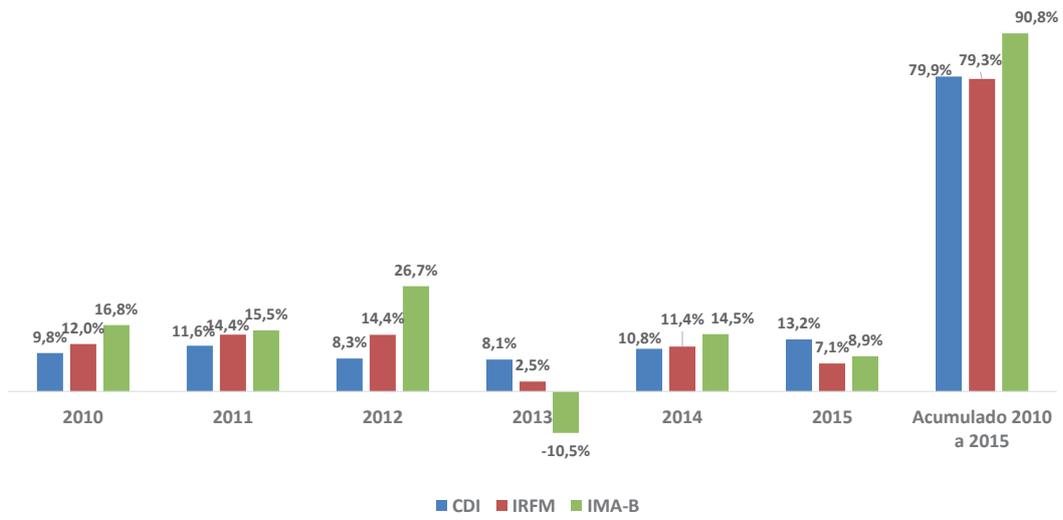


Fonte: Tesouro Nacional e Selic

A preferência de investidores por títulos prefixados e atrelados a índice de preços de prazos mais longos é, normalmente, premiada por maior rentabilidade no médio e longo prazo. Em uma análise orientada por uma visão de curto prazo, poder-se-ia interpretar que tal recompensa não foi, todavia, observada no ano de 2015. Isso porque, assim como o ocorrido no ano de 2013, o país atravessa um ciclo de aperto na política monetária, o que geralmente registra perdas para as aplicações de maior duração quando avaliadas com base nas condições presentes de mercado (marcação a mercado). Estas posições longas, no entanto, tendem a se recuperar com o tempo. Para ilustrar, considerando um investimento entre 2010 e 2015, tem-se que a rentabilidade do CDI alcançou 79,9%, enquanto o retorno do índice de mais longo prazo, o IMA-B, que representa a rentabilidade da carteira das NTN-B em mercado, atingiu 90,8% no período.

O Gráfico 22 apresenta o retorno de índices pertencentes ao IMA. Esses índices seguem o rendimento teórico de uma carteira formada por praticamente todos os títulos públicos federais em mercado, funcionando como uma alternativa ao CDI, parâmetro ainda majoritariamente usado pela indústria de fundos no país e cuja rentabilidade está diretamente ligada à taxa de juros de curtíssimo prazo.

Gráfico 22 - Rentabilidade Anual dos Principais Sub-Índices do IMA e do CDI*



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

4. Avanços e Inovações no Gerenciamento da Dívida

51

Em 2015, o Tesouro Nacional aprimorou a gestão da DPF por meio de ações destinadas ao desenvolvimento do mercado local de títulos públicos, bem como ao aperfeiçoamento de seus mecanismos operacionais e do seu relacionamento institucional com participantes dos mercados financeiros doméstico e internacional, organismos multilaterais, jornalistas e demais representantes da sociedade. Além disso, o Tesouro Nacional ampliou as iniciativas relacionadas à pesquisa sobre temas de relevância para a gestão da DPF, com o objetivo de sempre aprimorar a estratégia de gestão diante da conjuntura econômica atual.

A promoção do desenvolvimento do mercado veio com o trabalho relativo ao aprimoramento do sistema de *Dealers* do Tesouro Nacional, que por sua vez, ampliou a parcela do mercado secundário que opera com sistema eletrônico de negociação. Em relação aos mecanismos operacionais, merecem destaque as transferências de contratos que ainda estão em fase de desembolso no âmbito da dívida externa de outros órgãos para a Secretaria do Tesouro Nacional. No âmbito das pesquisas, destacamos o trabalho sobre os impactos da normalização da política monetária americana na curva de juros brasileira³⁰. No tocante ao relacionamento com o público externo, vale mencionar as frequentes reuniões no Tesouro Nacional com investidores de diversas partes do mundo.

O Tesouro Nacional, em 2015, também avançou com iniciativas para o aprimoramento da governança, da transparência e do planejamento estratégico fiscal do Governo Federal. Com esse objetivo, durante o ano de 2015, foram publicadas as Portarias de instituição do Comitê de Programação Financeira (CPF)³¹, do Comitê de Política Fiscal (COPOF)³² e do Comitê de Política de Garantias³³. Já em janeiro de 2016, instituiu-se o Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal (COGED)³⁴, que será comentado mais à frente. Outra ação importante para a melhoria da transparência foi a criação do Portal Tesouro Transparente, que disponibiliza à sociedade, de forma direta e simples, os dados e informações que o Tesouro produz e consolida.

Novo Sistema de *Dealers* do Tesouro Nacional

Em fevereiro de 2015, entrou em vigor a Portaria STN nº 74, que aprimorou o sistema de *Dealers* do Tesouro Nacional, priorizando o mercado primário e secundário de títulos públicos, com especial atenção para o fomento de liquidez em sistemas eletrônicos de negociação.

³⁰ Este trabalho foi o 1º Lugar no XX Prêmio Tesouro Nacional – 2015, na categoria Política Fiscal.

³¹ Portaria STN nº 212, de 15 de abril de 2015.

³² Portaria STN nº 508, de 15 de setembro de 2015.

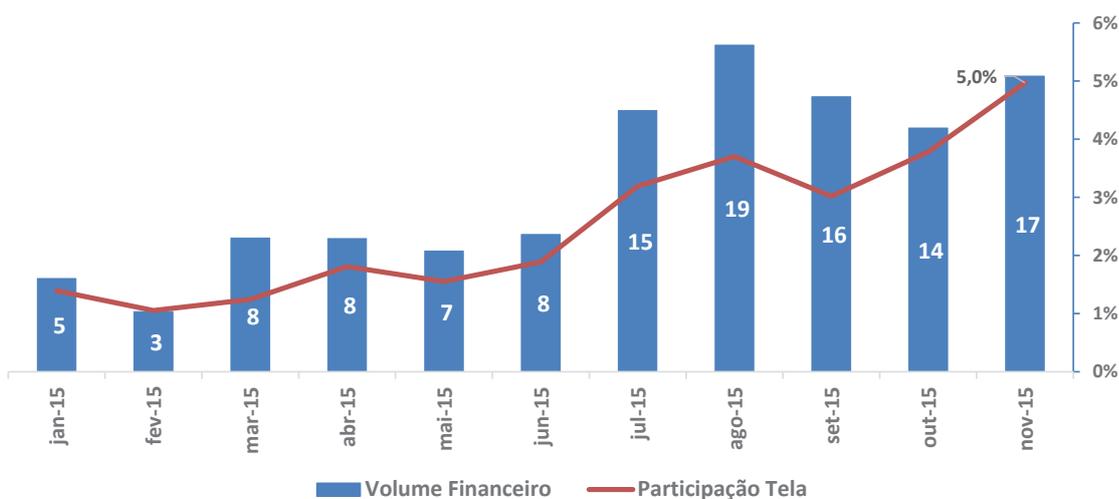
³³ Portaria STN nº 763, de 21 de dezembro de 2015.

³⁴ Portaria STN nº 29, de 21 de janeiro de 2016.

Para alcançar tal configuração, o sistema de *Dealers* do Tesouro Nacional foi separado do sistema de *Dealers* do Banco Central e passou a estabelecer maior pontuação às instituições distribuidoras de títulos públicos, especialmente àquelas que atuam em plataformas eletrônicas. Além disso, o sistema de *Dealers* do Tesouro Nacional expurgou o efeito da participação nas compromissadas do Banco Central dos critérios de pontuação das instituições, incentivando assim, uma maior participação desses agentes no mercado de títulos públicos.

A alteração da norma trouxe dois principais efeitos positivos ao mercado e ao Tesouro Nacional. O primeiro advém do fato de que as instituições financeiras perceberam o valor de participar do sistema de *Dealers* do Tesouro Nacional e se mostraram muito mais ativas no mercado secundário e primário de títulos públicos. O segundo foi o crescimento da parcela do secundário operada em sistema eletrônico de negociação, que saltou de uma média de 1,4% do volume total negociado, no mês anterior à alteração da norma, para 3,2%, no último mês do 1º semestre da nova regra. No mês de novembro, já no 2º período de avaliação da nova regra, com todos os dispositivos em vigor, a participação dos sistemas eletrônicos chegou a 5,0%. Esse crescimento significativo do uso de plataformas eletrônicas de negociação amplia a transparência do mercado de títulos públicos e representa uma convergência aos padrões internacionais.

Gráfico 23 - Volume Mensal em Tela (R\$ Bilhões) e Percentual do Secundário Total



Fonte: Tesouro Nacional

Transferência de Contratos de Dívida Externa para o Tesouro Nacional

Desde 2007, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) busca centralizar a gestão da Dívida Pública Contratual Federal externa. Essa prerrogativa já possibilitou a transferência de 144 contratos (97% do total), conforme tabela 5 abaixo, até o final de 2015. Com a recente alteração no Decreto nº 5.994/2006, por meio do Decreto nº 8.295/2014, permitiu-se a transferência, dos respectivos órgãos de origem para o Ministério da Fazenda (MF), dos contratos de dívida externa ainda na fase de desembolso. Com isso, 18 contratos com essa característica passaram ao controle da STN em 2015, ao lado daqueles que já

foram desembolsados em sua totalidade. Assim, essa ação representa mais um avanço para a gestão de tais contratos na STN.

Essa transferência para a STN gera aumento na eficiência do monitoramento e administração dos passivos contratuais trazendo diversos benefícios, tais como: registro centralizado; possibilidade de pré-pagamento; ganhos no processo de compra de moeda estrangeira, inclusive com a redução de custos; melhor controle de pagamentos e orçamento; melhora na qualidade e tempestividade das informações; mitigação de riscos operacionais.

Como resultado do novo decreto nº 8.295/2014, a STN passou a supervisionar R\$ 11,9 bilhões³⁵, equivalente ao saldo devedor dos contratos ativos em amortização, o que representa 56% do total. Além desses, há ainda quatro contratos sob a gestão de órgãos fora do MF, os quais são caracterizados como contratos de aquisição de bens e prestação de serviços e, por isso, não possuem a obrigatoriedade legal de transferência para a STN.

Tabela 5 - Número de Contratos Transferidos para o Tesouro Nacional

Fase	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	TOTAL
Desembolsados*	65	14	11	8	7	12	4	3	2	126
Desembolsando	-	-	-	-	-	-	-	-	18	18
Total	65	14	11	8	7	12	4	3	20	144

Fonte: Tesouro Nacional e Selic

*Contratos que o valor do empréstimo já foi totalmente desembolsado pela instituição que o concedeu.

Textos para Discussão Relacionados à Gestão da Dívida Pública

A busca pela excelência é uma característica marcante da gestão da dívida pública brasileira de modo que instituições, como Banco Mundial³⁶ e FMI³⁷, apontam que a Secretaria do Tesouro Nacional é referência na gestão da dívida soberana. Nesse sentido, a participação no debate acadêmico de temas relacionados à dívida pública é importante por ajudar a disseminar conceitos técnicos; por manter a gestão da dívida alinhada ao estado das artes construído pelos principais centros de pesquisa do mundo e por subsidiar a tomada de decisões gerenciais no dia-a-dia da administração da dívida pública.

Nesse sentido, destacamos três textos produzidos ao longo do ano de 2015³⁸ para promover um debate no âmbito da Subsecretaria da Dívida Pública, a saber: i) A Normalização da Política Monetária Americana e Seus Impactos na Curva de Juros Brasileira; ii)

³⁵ Posição no dia 31/12/2015.

³⁶ SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. Dívida pública: a experiência brasileira. Brasília, DF: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

³⁷ IMF-WB Guidelines for Public Debt Management, publicado em 2001 e revisado em Abr-14.

³⁸ Estes trabalhos foram elaborados por vários servidores da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). As opiniões, interpretações e conclusões expressas nestes trabalhos são exclusivamente dos autores e não refletem necessariamente as opiniões da STN, que se isenta da responsabilidade sobre a exatidão dos dados incluídos nestes trabalhos.

A Gestão da Dívida Pública, O Efeito Riqueza e a Transmissão da Política Monetária³⁹ e iii) O Investidor Não Residente na Dívida Pública em Moeda Local⁴⁰. Cumpre destacar que o primeiro artigo (i), além de ter sido publicado no sítio eletrônico da dívida pública da OCDE⁴¹, foi o 1º lugar do Prêmio de Monografias do Tesouro Nacional. Nesse contexto, os três boxes elencados abaixo destacam os principais pontos dos artigos em comento.

Quadro 4 - A Normalização da Política Monetária Americana e Seus Impactos na Curva de Juros Brasileira⁴²

Um relevante fator no mercado financeiro ao longo de 2015 foi a potencial retirada dos estímulos monetários vigentes na economia norte-americana. O Federal Reserve (FED), em função de melhores perspectivas econômicas nos Estados Unidos, aventou a possibilidade de reversão das políticas monetárias expansionistas via um provável aumento em sua taxa básica de juros (FED Fund Rates - FFR). Tal cenário levou a especulações no mercado financeiro mundial com impactos em inúmeros ativos transacionados ao redor do mundo, entre eles os títulos de dívida soberana dos países emergentes.

Em resposta a esse provável cenário para o ano de 2015, uma equipe de servidores da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) realizou um estudo para entender os possíveis impactos na curva de juros brasileira e, por meio desses resultados, elencar as ferramentas disponíveis para mitigar tais efeitos no mercado de brasileiro.

Dessa forma, elaborou-se uma metodologia específica¹ para identificar aumentos singulares nos juros dos títulos soberanos brasileiros com maturações variando de 1 a 144 meses (17 vértices no total). A análise considerou 2 cenários. O primeiro denominado de “shooting” representa uma situação de estresse tal que, além do aumento (não antecipado pelos agentes) da FFR, incorpora-se uma elevação da volatilidade de outras variáveis relevantes como câmbio e CDS (Credit Default Swap). O segundo denominado de “equilíbrio” procura captar um cenário de mais longo-prazo ao considerar exclusivamente um novo patamar estrutural de taxa de juros americanas. Ou seja, o primeiro, possui um caráter de efeito no curto-prazo potencializado por

³⁹ O objetivo do estudo foi avaliar a repercussão da gestão da dívida pública sobre a potência da política monetária vis-à-vis outras formas de riqueza, tendo em conta as implicações do efeito riqueza na transmissão da política monetária. Dessa forma, foi construído um VAR estrutural a fim de isolar o impacto do efeito riqueza da transmissão da política monetária e, nesse contexto, foram testados 14 modelos, dentre os quais 10 objetivaram sensibilizar componentes da dívida pública, 2 visaram mensurar ativos de renda fixa e 2 buscaram aferir ativos de renda variável. Como resultados, mesmo ponderando diferentes estoques de riqueza, não foram encontradas evidências robustas da existência do efeito riqueza. Além disso, no caso da dívida pública, o estoque de LFTs não seria o responsável pela nulidade do efeito riqueza da dívida pública, já que, mesmo retirando da mencionada dívida o estoque de LFTs, esta continua apresentando efeito riqueza não significativo.

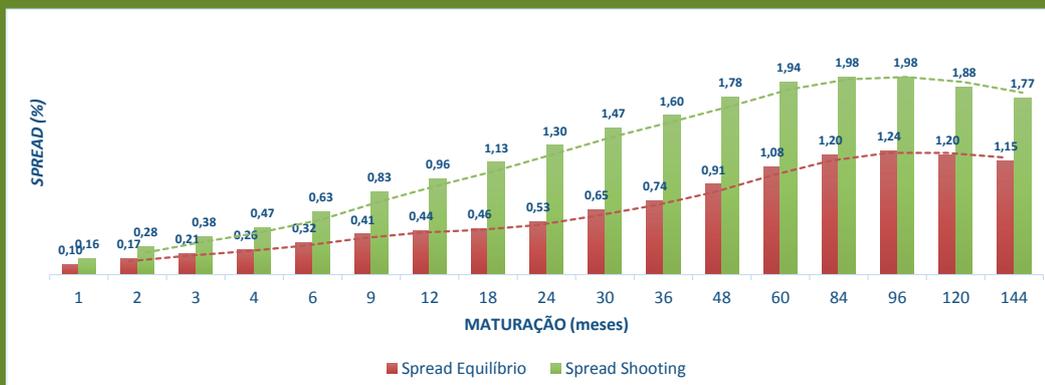
⁴⁰ O estudo analisou os benefícios e malefícios oriundos da participação de investidores estrangeiros na Dívida Pública Federal brasileira. Para tanto, utilizou-se modelos de séries de tempo (VAR e VEC) para explorar empiricamente o impacto da participação de não residentes na DPMFi sobre as taxas dos títulos públicos, bem como os determinantes dos fluxos de recursos estrangeiros para o mercado de títulos públicos brasileiro.

⁴¹ http://www.publicdebt.net.org/public/CORE-TOPIC/pri-market/resourceDetail.jsp?id=20151006120520&tab=RES_PAPER

⁴² LEITE, Lucas Gurgel; DA SILVA, Gian Barbosa; DE DEUS, Guilherme Pinheiro; FLEURY, Gustavo Miguel Nogueira; LIMA, Orlando Cesar de Souza; MOTA, Tatiana de Oliveira. Política Fiscal: XX Prêmio Tesouro Nacional - 2015. Brasília: Esaf, 2015. Disponível em: <<http://www.esaf.fazenda.gov.br/assuntos/premios/premios-1/premios-2015/xx-premio-tesouro-nacional-2015-pagina-principal/monografias-premiadas-xx-premio-tesouro-nacional-2015/tema-1-1o-lugar-lucas-g-leite-e-outros>>

um aumento da volatilidade, enquanto o segundo capta mudanças estruturais no mercado. Importante destacar que em ambos os cenários se considerou um aumento de 100 pontos-base na FFR. Os resultados são apresentados na Gráfico 24.

Gráfico 24 - A Estrutura a Termo do SPREAD (%)



Fonte: Estudo - Tesouro Nacional

Destaca-se o comportamento dos *spreads*, tanto no “*Shooting*” como no Equilíbrio, que apresentam uma elevação crescente até os títulos de 60 e 84 meses de maturação (5 e 7 anos respectivamente), estabilizando-se nos vencimentos de 120 e 144 meses. No que tange ao *Spread* do “*Shooting*”, o título com vencimento de 84 meses possui o maior diferencial calculado com um impacto de 198 pontos-base. Entretanto, o título de 60 meses já apresenta um *spread* bastante semelhante (194 pontos-base) ao máximo, o que sugere o pequeno desnível das taxas já a partir das maturações de 5 anos. Em relação à curva Equilíbrio, o título de maturação de 96 meses apresenta o maior *spread* com 124 pontos-base, com baixa diferenciação a começar do de 84 meses (120 pontos-base).

Em função dos cenários identificados e resultados obtidos, procurou-se identificar as possíveis ferramentas que o Tesouro Nacional poderia adotar para amenizar as consequências nos mercados de títulos soberanos brasileiro. Como destaque, abordou-se 5 possibilidades como plano de contingência: Realização de leilões extraordinários, Cancelamento de leilões de títulos prefixados e de índice de preços, Emissão de títulos flutuantes, Emissão de títulos prefixados de curta duração e Cancelamento de emissões externas. Logo, apesar do cenário desafiador obtido pelo estudo, entende-se que os atuais gestores da Dívida Pública brasileira possuem a sua disposição mecanismos capazes de absorver os impactos e, assim, atenuar os efeitos nos mercados de títulos soberanos no Brasil.

¹ - O estudo completo com todos os detalhes da metodologia utilizada assim como os principais resultados podem ser acessados em: <http://www.esaf.fazenda.gov.br/assuntos/premios/premios-1/premios-2015/xx-premio-tesouro-nacional-2015-pagina-principal/monografias-premiadas-xx-premio-tesouro-nacional-2015/tema-1-1o-lugar-lucas-g-leite-e-outros/view>

Criação dos Comitês do Tesouro Nacional

Ao longo de 2015, o Tesouro Nacional promoveu uma série de iniciativas para aumentar a transparência e a governabilidade de seus procedimentos. Com esse objetivo, foram instituídos quatro comitês colegiados para debater assuntos relacionados à gestão fiscal, ao planejamento de curto, médio e longo prazos, ao nível e dinâmica do endividamento, à programação financeira e à concessão de garantias. Entre eles, podemos destacar a criação do Comitê de Política Fiscal (COPOF) e do Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal (COGED), que serão melhor detalhados abaixo.

O COGED, um comitê interno, é conduzido pelo Subsecretário da Dívida Pública do Tesouro Nacional e pelas equipes técnicas que compõem as três Coordenações-Gerais daquela Subsecretaria. De fato, esse comitê funciona desde 2002. A Portaria n. 29 de 21 de janeiro de 2016 confere caráter mais formal a esse colegiado, reforçando-se, assim, a governança na gestão da dívida. As discussões do comitê são mensais e estão centradas no acompanhamento dos cenários doméstico e externo, além da avaliação e execução da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional no mercado, bem como da situação orçamentária e financeira para o pagamento de suas obrigações, entre outros temas que afetam a gestão da dívida pública. O COGED tem como pano de fundo, além do PAF, o planejamento estratégico de médio e longo prazo da DPF.

Outro ponto que merece destaque na mesma portaria que institui o COGED é a previsão formal da publicação de importantes relatórios que dão transparência à gestão da DPF, como, o Plano Anual de Financiamento (PAF), o Relatório Anual da Dívida (RAD), o Relatório Mensal da Dívida (RMD) e o cronograma anual de leilões da dívida pública.

A portaria prevê ainda a coordenação entre a gestão da dívida e a gestão fiscal, ao explicitar a interação entre o COGED e o COPOF, também recém instituído.

O COPOF, também um fórum interno de discussão, foi criado para subsidiar a atuação do Tesouro Nacional quanto ao planejamento fiscal de médio (elaboração do Plano Plurianual - PPA, da Lei de Diretrizes Orçamentárias - LDO e da Lei Orçamentária Anual - LOA) e longo prazos, e aperfeiçoar a capacidade da STN em avaliar a evolução das receitas e despesas públicas e os riscos associados ao não cumprimento das metas fiscais e à sustentabilidade da dívida pública.

Os principais objetivos do COPOF são o monitoramento da política fiscal de médio e longo prazos com vistas ao cumprimento das metas fiscais estabelecidas, a proposição de medidas para prevenir riscos e corrigir desvios capazes de afetar o cumprimento das metas fiscais constantes da LDO e a institucionalização de atividades e rotinas para aperfeiçoamento da governança e da conformidade da instituição.

Os outros comitês também se ocupam de temas correlatos, no sentido de monitorar a execução orçamentária, controlar o volume de garantias concedidas pela União nas operações de crédito de outros entes, o que contribui para evitar a potencial formação de passivos contingentes ou descontrole do nível de endividamento. Em suma, a criação desses comitês é um aperfeiçoamento que institucionaliza processos que vêm sendo consolidados ao longo dos anos na STN/MF, confere maior transparência para esse conjunto de atividades e sinaliza o efetivo comprometimento institucional e a responsabilidade com a condução da gestão fiscal.

Encontros com Investidores Nacionais e Não Residentes

Em 2015, o Tesouro Nacional manteve agenda intensa de contato com o público externo, seja por intermédio de participação em eventos e seminários nacionais sobre o tema “Dívida Pública”, seja por meio de reuniões regulares na sede da instituição, em Brasília.

No que tange às reuniões presenciais, o Tesouro Nacional recebe frequentemente investidores de diversas partes do mundo ao longo do ano, interessados em dirimir suas dúvidas ou aumentar seus conhecimentos em relação à administração de dívida pública e temas correlatos, tais como o cenário econômico nacional e a política fiscal. Essas reuniões são importantes porque funcionam como um canal direto de comunicação com os participantes de mercado.

O gráfico abaixo apresenta um balanço das visitas de investidores não residentes ao Tesouro Nacional, por origem das instituições responsáveis pelas visitas.

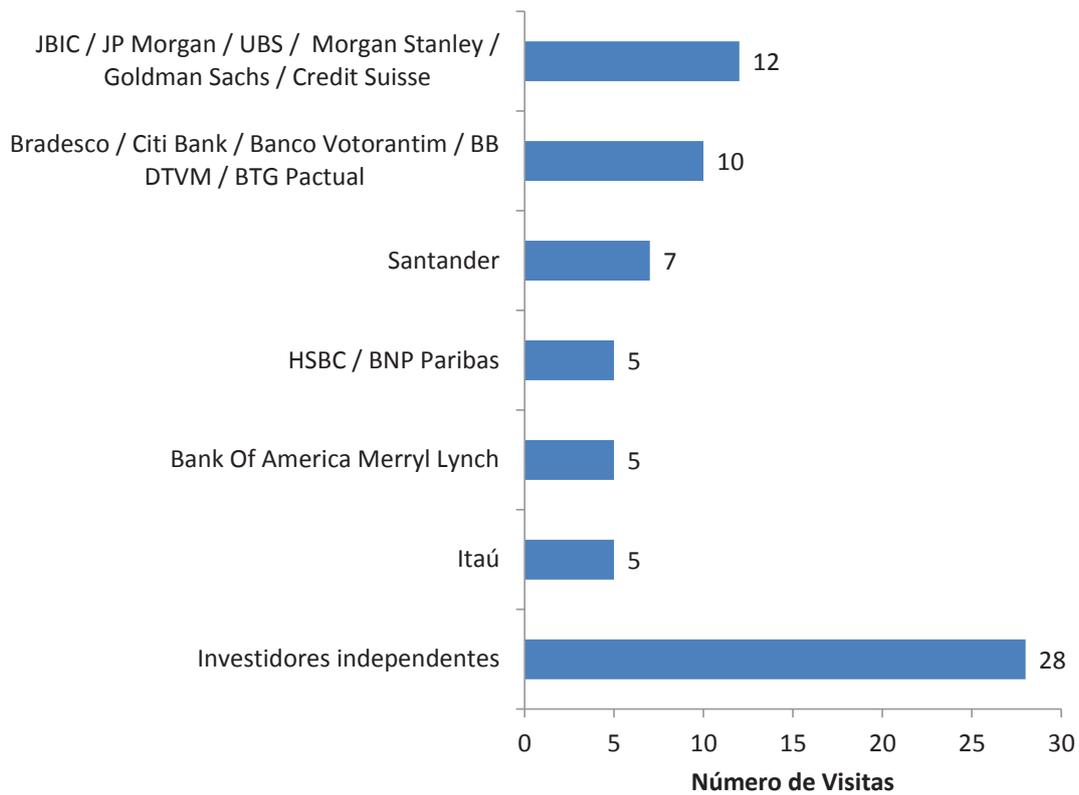
Gráfico 25 - Origem dos Investidores Não Residentes Visitantes



Fonte: Tesouro Nacional

O Gráfico 26, por sua vez, permite ver quais as instituições financeiras foram as mais atuantes na condução de investidores para encontros no Tesouro Nacional.

Gráfico 26 - Instituições Financeiras mais Ativas em Visitas de Investidores



Fonte: Tesouro Nacional.

Nota: Investidores independentes são aqueles que organizaram encontros com a STN sem apoio de instituições financeiras.

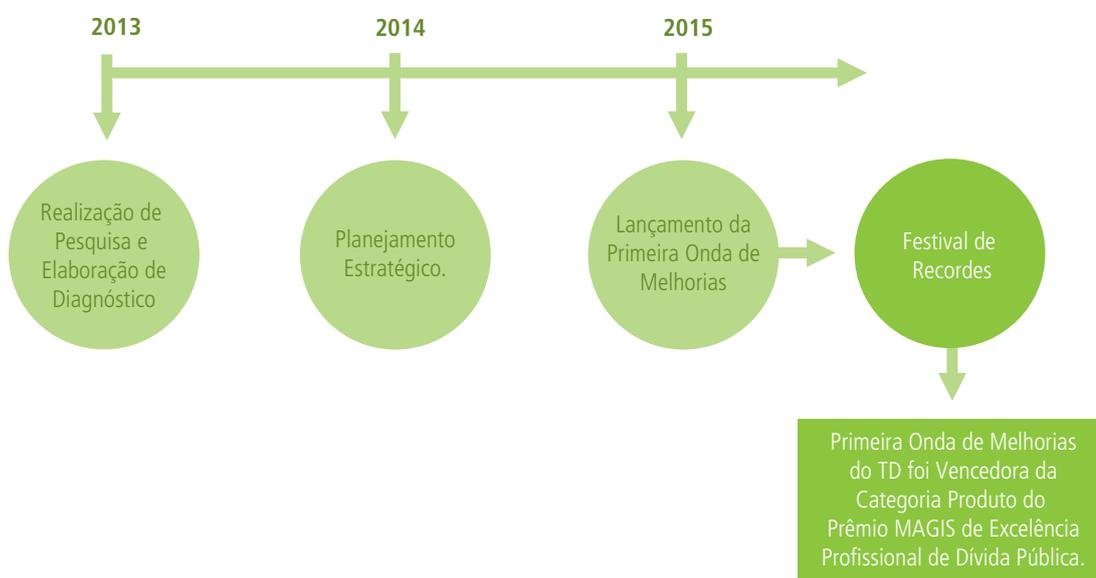
5. Tesouro Direto

O Tesouro Direto (TD) é um Programa criado pelo Tesouro Nacional em 2002, em parceria com a BM&FBovespa, para permitir às pessoas físicas comprarem títulos públicos diretamente pela internet. Dentre seus objetivos, inclui-se democratizar o acesso a títulos públicos, oferecer opções de investimento rentáveis e seguras, além de incentivar a formação de poupança de longo prazo do país.

O ano de 2015 foi marcante para o Tesouro Direto. Nesse ano, o Programa registrou uma série de recordes em seus principais indicadores: volume de vendas brutas e líquidas, quantidade de novos investidores com posição e cadastrados e número de operações de vendas.

Esse sucesso foi resultado de um conjunto de novidades introduzidas no Programa em março de 2015 e marcaram a concretização da terceira fase do Projeto de Reavaliação e Reformulação do Programa Tesouro Direto, iniciado em 2013.

Figura 2 - Linha do Tempo do Projeto de Reavaliação e Reformulação do Programa TD iniciado em 2013.



Fonte: Tesouro Nacional

A primeira fase desse projeto, levada a cabo ao longo de 2013, consistiu na realização de pesquisas com os variados públicos do Tesouro Direto - investidores, investidores potenciais, especialistas em finanças pessoais, jornalistas, dentre outros perfis - em 5 capitais brasileiras⁴³ - e na elaboração de um diagnóstico, que subsidiou a segunda fase, iniciada em 2014. A pesquisa resultou no mapeamento das principais lacunas, receios e

⁴³ Goiânia, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro e São Paulo

expectativas do público junto ao Tesouro Direto, o que, por sua vez, gerou um planejamento estratégico e um plano de atividades para tratar esses pontos e tornar o programa ainda mais acessível e conveniente aos seus participantes.

As mudanças trazidas na primeira onda de melhorias do TD, divulgadas no início de 2015, coroaram a terceira fase do Projeto. Essas tinham como principal objetivo a ampliação da base de investidores por meio da simplificação de regras e da comunicação com o público. As marcas significativas e consistentes em variados indicadores, de vendas e novos investidores, alcançadas após a introdução dessas melhorias evidenciaram a evolução do Programa. Após as mudanças que o TD passou a se posicionar em um novo patamar em termos de desempenho, o que demonstrou o reconhecimento do seu público quanto às ações implementadas.

O excelente resultado da primeira onda de melhorias também foi objeto de reconhecimento institucional. Em novembro de 2015, esse Projeto foi vencedor da categoria produto do Prêmio MAGIS de Excelência Profissional de Dívida Pública⁴⁴.

A execução de ações relacionadas à melhoria do Programa continuará ao longo dos próximos anos. Para 2016 e 2017 já estão previstos os lançamentos da segunda e terceira onda de melhorias, respectivamente, que objetivam tornar o TD ainda mais acessível e atraente aos investidores.

5.1 Melhorias no Tesouro Direto

Logo após o Tesouro Direto completar 10 anos, o Tesouro Nacional iniciou um projeto com o objetivo de aperfeiçoar o Programa. Essas pesquisas subsidiaram a elaboração de um diagnóstico sobre as características do investidor médio brasileiro, tais como seus anseios e dificuldades relacionadas ao Programa. As principais razões apontadas como limitantes ao crescimento do TD foram: a rejeição e desconfiança do investidor; o desconhecimento; a falta de canal de venda e a complexidade.

O Diagnóstico

Surpreendentemente, a desconfiança do investidor apareceu em todos os grupos entrevistados. Pesquisa de opinião pública realizada pelo IBOPE em 2009 revelou que há uma sensação de maior proximidade do investidor com o banco e de maior distanciamento em relação ao Estado. O banco existe fisicamente e tem um gerente que está disponível para atender o investidor. Já o Tesouro Nacional é pouco conhecido pelo brasileiro médio. Além disso, o TD é baseado em vendas pela internet, não possui agências de venda de títulos públicos, o que torna o Programa ainda mais abstrato aos olhos dos investidores familiarizados com as agências bancárias. Nesse sentido, verificou-se a necessidade de encontrar maneiras de dar materialidade ao Programa Tesouro Direto para minimizar essa desconfiança.

O site é o único meio de contato direto com o público. O conteúdo foi considerado completo pelas pesquisas, mas com uma apresentação complexa e pouco amigável ao

⁴⁴ O Prêmio MAGIS foi criado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) em 2015 com o objetivo de premiar e reconhecer servidores da STN que desenvolveram projetos que se destacam seja pelo ineditismo ou pela contribuição significativa em termos de imagem, financeiros ou de tempo em temas relacionados à Dívida Pública.

usuário. As informações do site não atendiam às expectativas de quem trafegava em um universo pouco conhecido e precisava de orientação clara e simples. Isso ganhava um contorno importante quando se considerava que a força de venda por trás de Tesouro Direto era bastante limitada. Portanto, a divulgação do TD acabava sendo feita, quase que exclusivamente, pela mídia espontânea.

A complexidade para investir também foi um ponto levantado no diagnóstico como uma barreira para o Programa. Era preciso simplificar o processo para o investidor, que alegava ser custosa a escolha de investir no TD – “muito esforço para pouco ganho”. Embora o processo seja simples, tipicamente o investidor brasileiro deseja o aconselhamento e o banco muitas vezes dificulta. Além disso, existe a barreira do primeiro investimento, agravada pela ausência de ajuda e abstração.

Os nomes dos títulos também foram apontados como obstáculos para a decisão do investidor e eram chamados no mercado de “sopa de letrinhas”, sinalizando uma necessidade de maior clareza nas suas denominações.

Além disso, outro apontamento importante do estudo foi a percepção de que a proposta do Tesouro Direto encontrava baixíssima rejeição do público que já investe no TD. Os investidores demonstravam estar muito satisfeitos com suas aplicações e recomendavam o Programa; apenas ansiavam por alguns ajustes no processo. Vale ressaltar que o produto já era considerado bom por todos os segmentos de especialistas do mercado, que unanimemente acreditavam no seu potencial de crescimento.

Mudanças no Tesouro Direto

Em seguida ao diagnóstico foi montado um plano de atividades, a ser desenvolvido ao longo de 2014 e 2015, com o objetivo de eliminar as principais barreiras para o crescimento do Programa. O foco passou a ser a maior popularização do TD, aproveitando o potencial enorme de crescimento do Programa, tendo em vista o duplo bônus demográfico, o crescimento do *internet banking* (100% das transações do TD são realizadas na internet), o crescimento do público alvo (os internautas) e o novo cenário financeiro. Em 2014, foi contratada consultoria que auxiliou o Tesouro Nacional na definição das principais estratégias e ações a serem executadas para alcançar essas metas.

Nessa fase do Projeto de Reavaliação e Reformulação do Programa Tesouro Direto, buscou-se tornar todo o processo de investimento mais fácil para o investidor, identificar parceiros que ajudassem a vender e ganhar escala, criar uma marca com imagem renovada, desmistificar o produto, vencer a barreira do primeiro investimento, desenvolver formas de comunicação com o investidor e criar proximidade.

Diante da percepção de que o investidor do TD valoriza a sua independência do gerente, sem abrir mão, contudo, do amparo sempre que necessário e cabível, foi preciso fazer ajustes em todo caminho percorrido pelo investidor no processo de compra e na forma de se relacionar com ele⁴⁵.

⁴⁵ Nesse contexto, o ano foi marcado por encontros e parcerias com os principais atores envolvidos no Tesouro Direto: a BM&FBOVESPA, principal parceira do Programa e responsável pela custódia dos títulos públicos no âmbito do TD, as instituições financeiras, representadas pelos principais bancos e corretoras, a ANCORD (Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias) e o Banco Central do Brasil. Todas essas instituições estiveram envolvidas, de alguma maneira, no planejamento e execução das ações de melhoria do Programa.

O primeiro conjunto de melhorias resultante desse planejamento foi apresentado ao público em março de 2015 por meio do lançamento de um pacote de novidades constituído por:

- » Novos nomes dos títulos públicos⁴⁶:

Tabela 6 - Novos Nomes

Nomes Antigos	Novos Nomes
LFT 2021	Tesouro Selic 2021
LTN 2019	Tesouro Prefixado 2019
NTN-F 2027	Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2027
NTN-C 2031	Tesouro IGPM+ com Juros Semestrais 2031
NTN-B 2035	Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2035
NTN-B Principal 2024	Tesouro IPCA+ 2024

Fonte: Tesouro Nacional

- » Orientador Financeiro – espécie de gerente virtual;
- » Novo ambiente de transações;
- » Introdução do Tesouro Prefixado de longo prazo no rol das opções investimento;
- » Reformulação do site do TD, com uma linguagem mais amigável ao investidor;
- » Implantação da liquidez diária;
- » Reformulação do Programa de Incentivos da BM&FBOVESPA junto às instituições financeiras;
- » Atualização da identidade visual do TD;

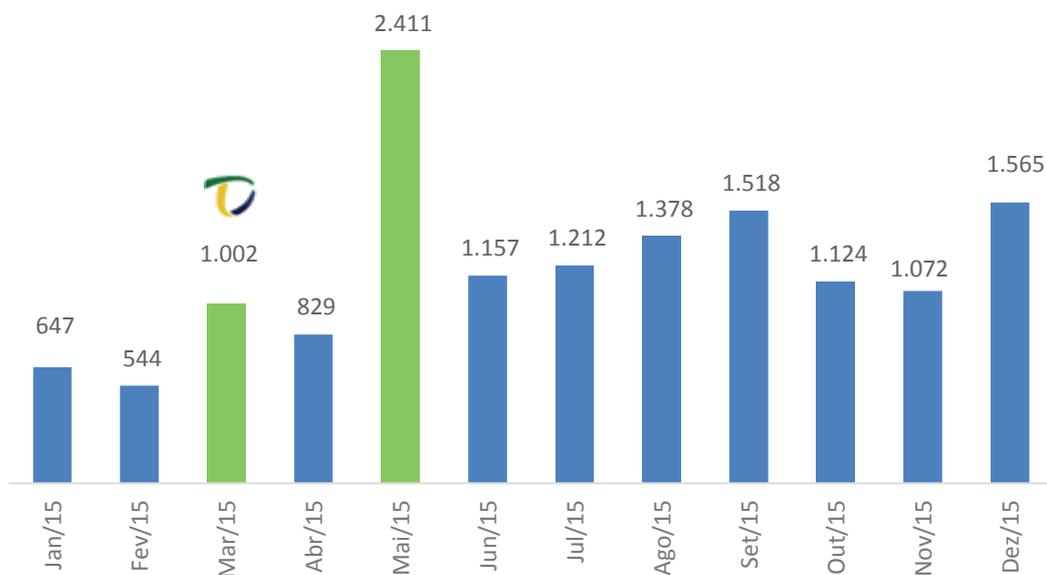
Desde o lançamento das melhorias⁴⁷, o Programa vem batendo recordes históricos em diversos indicadores como na quantidade de novos investidores com posição e cadastrados, no volume de vendas brutas e líquidas e no número de operações de venda.

O desempenho do programa melhora continuamente – no mês da divulgação do pacote de melhorias, em março, o TD registrou recordes nos cinco indicadores mencionados acima. Desde então, a cada mês, muitos desses indicadores registram números superiores aos obtidos nos meses anteriores, compondo uma sequência de recordes para o Tesouro Direto, conforme pode ser verificado nos gráficos abaixo. Esses resultados são divulgados mensalmente no Balanço do Tesouro Direto.

⁴⁶ Anualmente os títulos são ajustados no rol de ofertas, mas seguirão esse padrão de nomenclatura, que faz referência a seu tipo de rentabilidade e ao ano de vencimento.

⁴⁷ Este trabalho contou com o suporte de divulgação da assessoria de imprensa, de veículos especializados, de portais, de formadores de opinião, de redes sociais, e de campanha de endomarketing para envolver também o público interno do Tesouro Nacional.

Gráfico 27 - Vendas Brutas Mensais (R\$ Milhões)



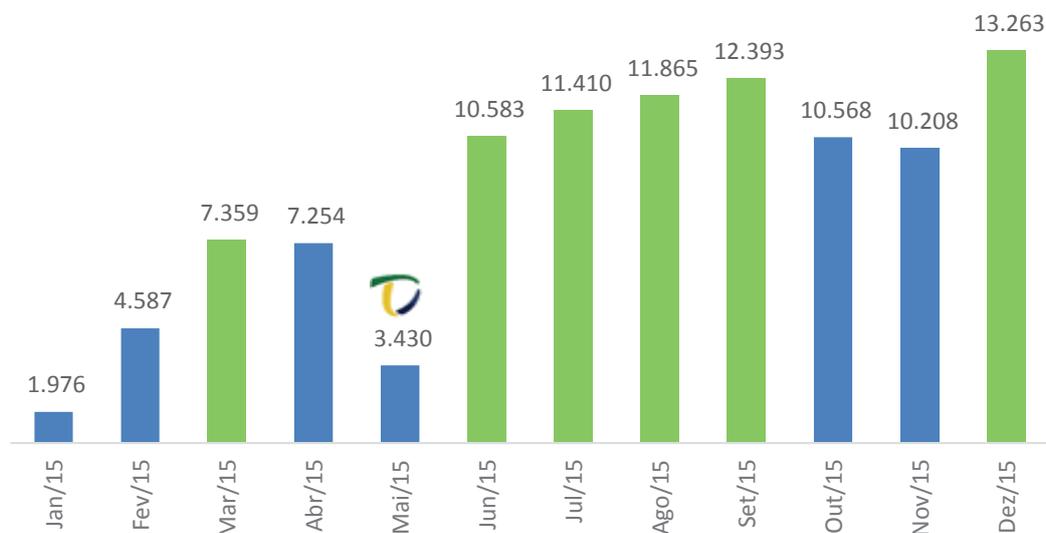
Fonte: Tesouro Nacional

 Nova logo do Tesouro Direto, simbolizando o mês de lançamento do pacote de melhorias

 Meses em que o indicador bateu recorde*.

*Desconsiderando o mês de maio/2015, quando as vendas (R\$ 2,41 bilhões) foram volumosas devido, sobretudo, a reinvestimentos dos vencimentos do título Tesouro IPCA+ 2015 (no valor de R\$ 2,79 bilhões), também haveria recorde nos meses subsequentes.

Gráfico 28 - Número de Novos Investidores Posicionados no Mês



Fonte: Tesouro Nacional

 Nova logo do Tesouro Direto, simbolizando o mês de lançamento do pacote de melhorias

 Meses em que o indicador bateu recorde

A tabela abaixo resume o desempenho dos indicadores analisados ao comparar os seis meses após o lançamento das melhorias (março a setembro de 2015) com os seis meses anteriores (setembro de 2014 a fevereiro de 2015), evidenciando a mudança de patamar ocorrida após as novidades.

Tabela 7 - Principais Recordes do Tesouro Direto em 2015

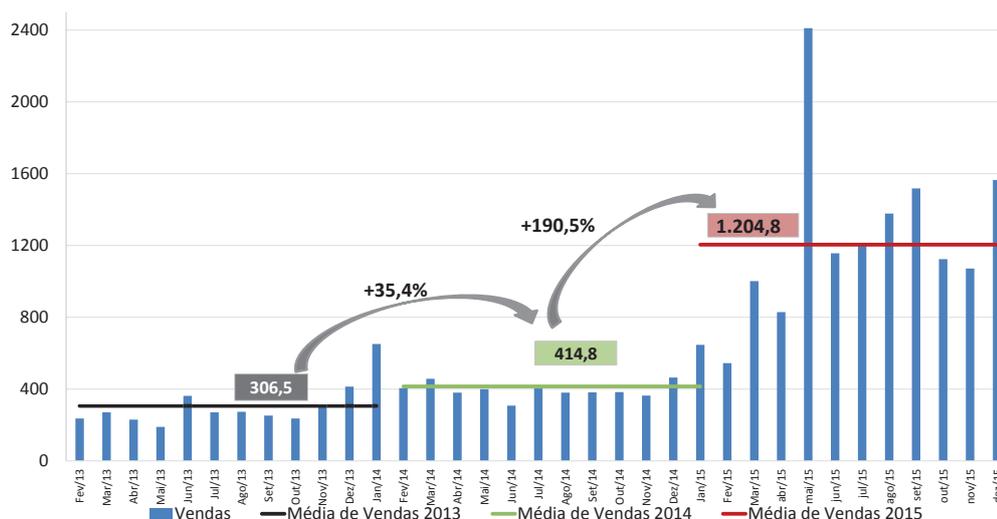
Indicadores que Bateram Recorde	Melhor Marca	Média dos 6 Meses POSTERIORES a Março 2015 (Inclusive)	Média dos 6 Meses ANTERIORES a Março 2015 (Exclusive)	Crescimento (%)
		(A)	(B)	(A/B)
Vendas Brutas (Milhões)	R\$ 2.411,0 (maio)	R\$ 1.331,4	R\$ 464,0	186,9%
Vendas Líquidas (Milhões)	R\$ 1.246,5 (dezembro)	R\$ 585,2	R\$ 183,7	218,6%
Número de Operações de Venda	136.631 (dezembro)	83.702	40.290	107,7%
Acréscimo de Investidores Cadastrados no mês	20.056 (dezembro)	13.410	8.778	52,8%
Acréscimo de Investidores Com Posição no mês	13.263 (dezembro)	8.650	3.184	171,7%

Fonte: Tesouro Nacional

A confiança do investidor se traduz na expansão das vendas do programa. Nos seis meses posteriores ao lançamento do pacote de melhorias, a média das vendas brutas mensais de títulos públicos no Tesouro Direto cresceu 186,9% em relação à média dos seis meses anteriores, ao passar de R\$ 464,0 milhões para R\$ 1,3 bilhão. A média mensal das vendas líquidas (dadas pela diferença entre as vendas brutas e os vencimentos e resgates antecipados), por sua vez, aumentou 218,6% no período considerado, subindo de R\$ 183,7 milhões para R\$ 585,2 milhões. A quantidade de operações de vendas também deu um salto significativo, com a média mensal passando de 40.290 para 83.702 operações, um patamar 107,7% maior.

O ritmo de expansão do TD é notório também em comparação com outros momentos da história do programa. Especificamente sobre as vendas, o gráfico abaixo ilustra seu desempenho de 2013 até hoje, mostrando que em 2015 a média das vendas mensais (linha vermelha) salta para um patamar claramente superior às médias observadas em anos anteriores – em relação a 2014 (linha verde), o aumento foi de 190,5%. O crescimento da média de 2013 (linha preta) para 2014 foi significativamente inferior, ficando em 35,4%.

Gráfico 29 - Vendas Brutas (R\$ Milhões) e Crescimento da Média de Vendas (%)



Fonte: Tesouro Nacional

Todos esses números demonstram que o Tesouro Direto entendeu e se adaptou às necessidades dos investidores brasileiros e está sendo escolhido como alternativa de aplicação segura, rentável e cada vez mais acessível para o investidor.

Vale destacar os ganhos de imagem (interna e externa) alcançados pelo Programa. Isso pode ser percebido pela maior aproximação com a imprensa, que dedicou um maior espaço na mídia ao TD, dado a multiplicação de matérias publicadas sobre essa opção de investimento, e também pelo reconhecimento institucional da relevância e grandiosidade dos resultados oriundos da primeira onda de melhorias. Além disso, verificou-se aumento do número de e-mails recebidos pelo Tesouro Nacional interessados no TD e do número de visualizações dos vídeos do Programa no seu canal do *Youtube*.

Para os próximos anos, 2016 e 2017, espera-se lançar as segunda e terceira ondas de melhorias no Programa, de modo a dar continuidade às ações de desenvolvimento e expansão do Tesouro Direto já implementadas, como forma de tornar o Programa cada vez melhor para os investidores brasileiros.

5.2 Resultados Consolidados de 2015

No acumulado de 2015 o Programa registrou marcas importantes em diversos indicadores. O número de investidores cadastrados superou o patamar de 620.000 frente ao valor de 454.126 no final de 2014, enquanto o estoque investido passou de R\$ 15,2 bilhões no final de 2014 para R\$ 25,5 bilhões no final de 2015. O montante de vendas líquidas⁴⁸ atingiu o valor de R\$ 7,7 bilhões no final de 2015, frente ao valor de R\$ 2,5 bilhões no final do ano anterior. Em dezembro, o programa alcançou a marca inédita de R\$ 1,2 bilhões em vendas líquidas num único mês. O montante de vendas brutas atingiu o valor de R\$ 14,5 bilhões, frente ao valor de R\$ 4,9 bilhões no final de 2014. Já o número de operações de venda alcançou a marca de 1 milhão de operações frente ao valor de 387 mil no final do ano anterior.

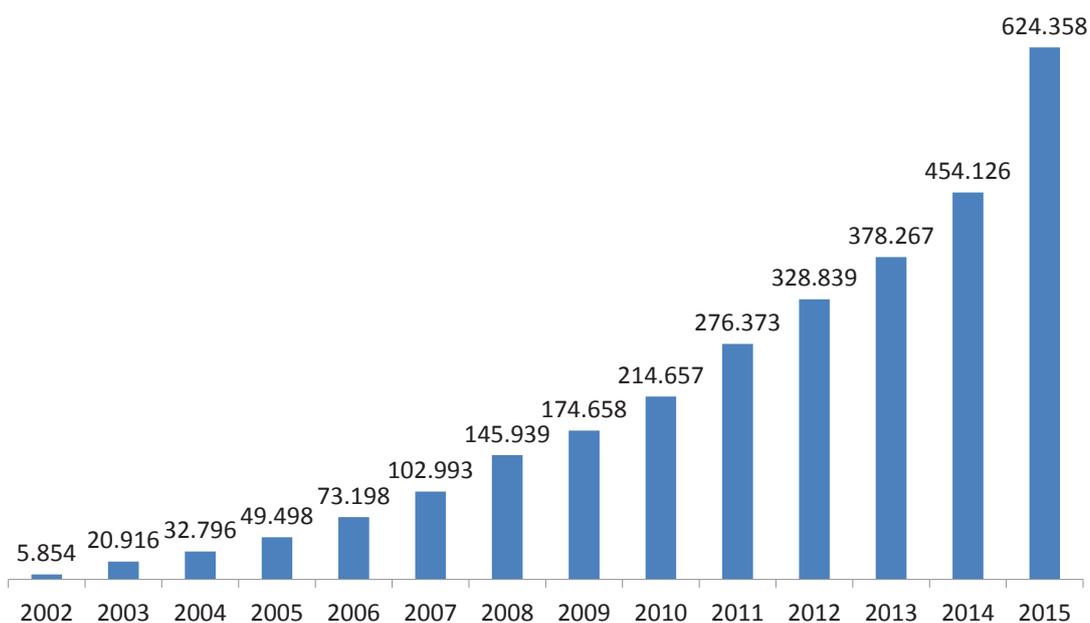
Também é importante ressaltar, como se verá a seguir, que houve uma predominância de aplicações de menor valor (até R\$ 5 mil) no Programa.

Investidores

Em 2015, mais 170.232 pessoas se cadastraram no Tesouro Direto, elevando para 624.358 o número total de investidores cadastrados, valor 37,4% superior ao total acumulado no final de 2014. Como mostrado no gráfico abaixo, o programa aumentou o número de investidores desde a sua criação, em 2002. Tal fato sinaliza a maior popularização do TD, bem como sua consolidação como alternativa segura e rentável de aplicação financeira.

⁴⁸ Dadas pela diferença entre as vendas brutas e os vencimentos e resgates antecipados.

Gráfico 30 - Número de Investidores Cadastrados no Tesouro Direto

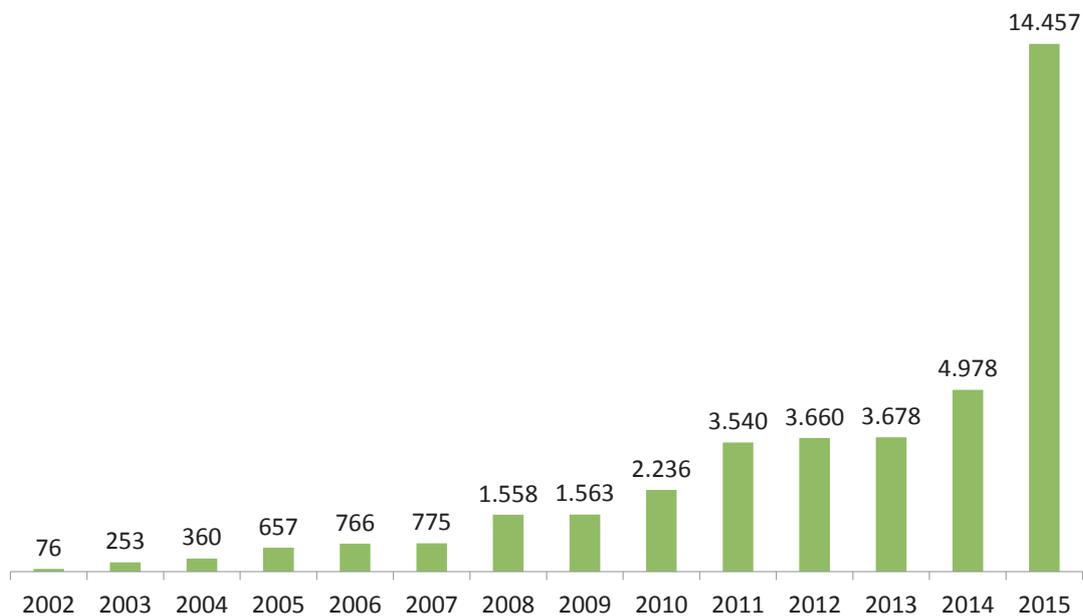


Fonte: Tesouro Nacional

Vendas de títulos

Ao longo do ano, as vendas de títulos públicos por meio do Tesouro Direto totalizaram R\$ 14,5 bilhões, conforme pode se verificar no gráfico a seguir. Esse montante representou um aumento de 190% em relação ao volume vendido em 2014, o que representa um salto significativo em relação ao crescimento das vendas verificado nos últimos anos.

Gráfico 31 - Vendas Anuais (R\$ Milhões)



Fonte: Tesouro Nacional

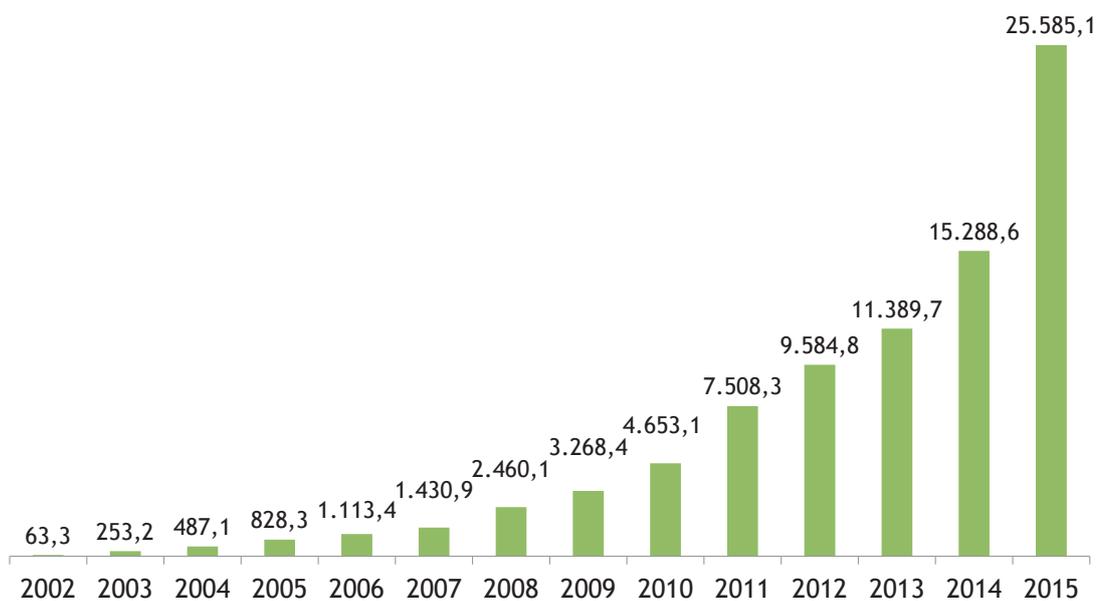
Em relação ao prazo de vencimento, a maior parte da demanda foi por títulos com prazos entre 1 e 5 anos, que representaram 48,6% do total vendido no ano. Os títulos com prazo superior a 5 anos somaram 51,4%, sendo 39,8% referente a título de 5 a 10 anos e 11,6% referente a títulos com prazo de vencimento superior a 10 anos.

Em termos de faixas de aplicação, aproximadamente 35,8% das vendas do Tesouro Direto em 2015 foram de até R\$ 1.000,00, enquanto as vendas até R\$ 5.000,00 corresponderam a 65,2% do total. Esses números demonstram que o Programa tem alcançado seu objetivo de democratizar o acesso a títulos públicos, ampliando a participação do pequeno investidor.

Evolução do Estoque

O balanço das transações do programa (vendas, compras e resgates) e o efeito da apropriação de juros ao longo do ano levaram o estoque do Tesouro Direto ao valor de R\$ 25,6 bilhões no final de 2015. Esse valor foi 67,4% superior ao estoque no final do ano anterior, de R\$ 15,3 bilhões. Este último já havia se elevado consideravelmente (34,2%) em relação a 2013. O gráfico a seguir mostra a sua evolução anual.

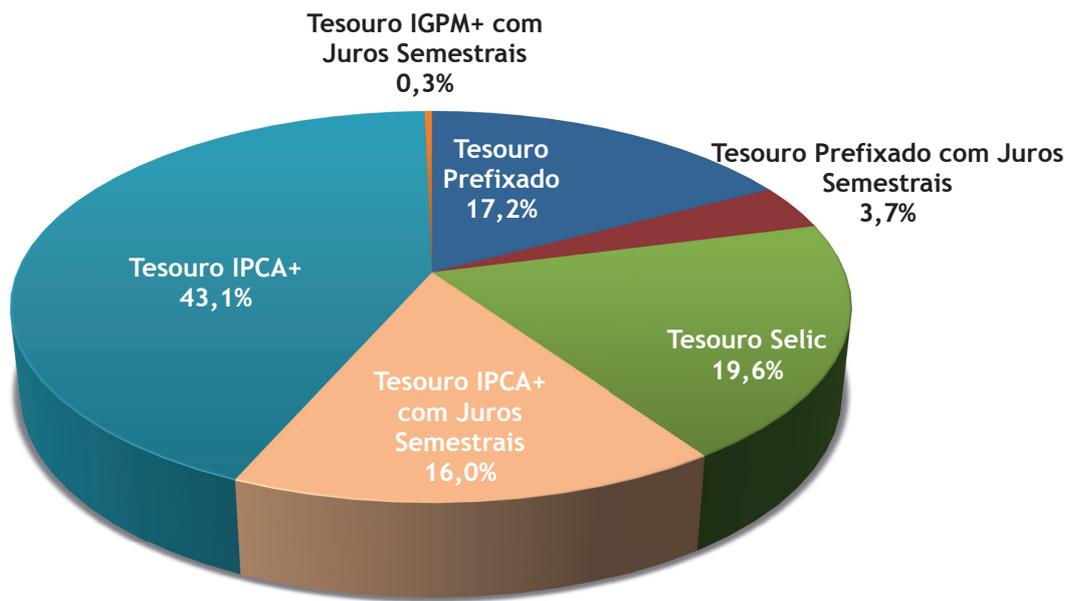
Gráfico 32 - Estoque do Tesouro Direto (R\$ Milhões)



Fonte: Tesouro Nacional

O perfil do estoque, por sua vez, reflete a preferência dos investidores já apresentada nas estatísticas de venda. Conforme ilustra o Gráfico 34, em relação ao tipo de título, os remunerados por índice de preços possuem maior participação (59,5%), seguidos pelos prefixados (20,9%), e pelos indexados à taxa Selic (19,6%). O título com maior participação individual é o Tesouro IPCA+ (43,1%), criado especialmente para investidores do Tesouro Direto.

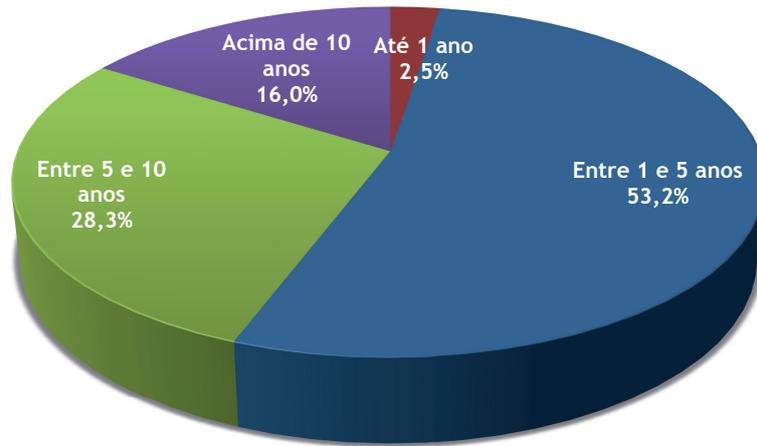
Gráfico 33 - Composição do Estoque do Tesouro Direto



Fonte: Tesouro Nacional

Em relação ao prazo, os títulos com vencimento em até 1 ano representam 2,5% do estoque, enquanto aqueles que ocupam a faixa de 1 até 5 anos, ficaram com 53,2% do total. Os títulos com prazos entre 5 e 10 anos, por sua vez, fecharam o ano com 28,3% de participação, enquanto os acima de 10 anos chegaram a 16,0%.

Gráfico 34 - Participação por Prazo no Estoque do Tesouro Direto



Fonte: Tesouro Nacional

6. Conclusão

O ano de 2015 representou avanços para o perfil da DPF, notadamente com relação ao alongamento de seu prazo médio, que atingiu 4,6 anos e registrou um valor máximo na série histórica, e à redução do percentual vincendo em 12 meses, que ficou em 21,6% e alcançou um valor mínimo na série histórica. Tal resultado é significativo, pois indica que o risco de refinanciamento da dívida se encontra em patamares mínimos, reforçado ainda pela posição confortável das disponibilidades de caixa exclusivas para pagamento da dívida, que atualmente se encontra em torno do equivalente a 6 meses de vencimento da dívida interna.

Outro resultado foi o aumento da participação de títulos remunerados pela taxa de juros Selic, os flutuantes, na composição da dívida, uma vez que houve aumento das colocações de LFT. Uma das diretrizes da gestão da dívida apresentadas no PAF 2015 é a substituição desses instrumentos por títulos com taxas prefixadas. Entretanto, as LFT são importantes para a gestão do custo da dívida em conjunturas de juros mais altos, permitindo reduzir a colocação de outros títulos com prêmios de risco elevados por longo períodos.

A maior colocação de LFT ao longo de 2015, por sua vez, contribuiu para elevar o montante total de emissões da dívida interna. As emissões da DPMFi corresponderam a cerca de 120% dos vencimentos, tomando-se como referência as operações com impacto na liquidez. Tal estratégia contribuiu para a redução do excesso de liquidez no sistema bancário e foi importante na ampliação do caixa da dívida, criando espaço para uma gestão mais prudente em momentos de volatilidade nos mercados financeiros.

Em linha com a diretriz de aumentar a transparência das ações do Tesouro Nacional, destaca-se a instituição do COGED – Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal – que já operava desde 2002, mas que tem agora sua governança e seus procedimentos reforçados. Tal iniciativa é aderente a outras implementadas na Secretaria do Tesouro Nacional, que em 2015 criou colegiados para debater assuntos relacionados à gestão fiscal, especificamente, a programação financeira, o planejamento de curto, médio e longo prazos, nível e dinâmica do endividamento e concessão de garantias da União.

Por fim, o Tesouro Direto (TD) viveu seu ano de maior crescimento desde seu lançamento em 2002. O estoque de títulos no programa alcançou R\$ 25,6 bilhões (crescimento de 67% no ano), o número de investidores bateu 624 mil (alta de 37%) e as vendas líquidas bateram o recorde de 7,7 bilhões (incremento de 208%). Esses números expressivos foram o resultado de mudanças importantes aplicadas no ano. Dentre elas destacam-se a alteração e simplificação dos nomes dos títulos, o lançamento do orientador financeiro para o investidor, o novo site do TD, oferta de um novo título prefixado longo, introdução da liquidez diária, uma nova logomarca para o Programa e um novo ambiente de compras para facilitar as decisões do investidor.

As melhorias no programa de varejo, os desenvolvimentos institucionais, que aprimoram a governança e o processo de tomada de decisão na área da dívida, e a redução de riscos oriundos do perfil da DPF são exemplos de aperfeiçoamentos em diversas dimensões que têm por finalidade o aumento da eficiência e a minimização do custo de financiamento do Tesouro Nacional no longo prazo, objetivo essencial da gestão da dívida.

Anexo A.

Legislação Aplicada à Dívida Pública

A gestão da Dívida Pública Federal, sob responsabilidade do Tesouro Nacional é regida por leis, decretos, resoluções, portarias e atos normativos. Abaixo, relacionamos as principais legislações sobre o tema, com o objetivo de facilitar a consulta.

LEI COMPLEMENTAR Nº 101, DE 4 DE MAIO DE 2000, TAMBÉM CONHECIDA COMO LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL (LRF). Esta Lei Complementar estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Nela podemos encontrar princípios, regras e limites importantes para a gestão da dívida pública da União, dos Estados e dos Municípios.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp101.htm

LEI Nº 10.179, DE 6 DE FEVEREIRO DE 2001. Esta é a lei mais importante para a gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi, ao dispor sobre as finalidades e as possíveis formas de emissão dos títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, entre outros temas, consolidando a legislação sobre a matéria.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10179.htm

DECRETO PRESIDENCIAL Nº 7.482, DE 16 DE MAIO DE 2011. Decreto da Presidência da República que determina a estrutura regimental dos órgãos do Ministério da Fazenda e suas competências, dentre elas a do Tesouro Nacional em administrar a Dívida Pública Federal, interna e externa,

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Decreto/D7482.htm#art7

DECRETO PRESIDENCIAL Nº 3.859, DE 4 DE JULHO DE 2001. Estabelece as características específicas dos principais títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPFMi e dá outras providências.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2001/D3859.htm#art33

RESOLUÇÃO DO SENADO FEDERAL Nº 20, DE 17 DE NOVEMBRO DE 2004. Autoriza a União a executar Programa de Emissão de Títulos e de Administração de Passivos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no Exterior e dá outras providências. Esta Resolução é o principal instrumento legal que rege a gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal externa – DPMFe.

Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/ressen/2004/resolucao-20-16-novembro-2004-534730-publicacaooriginal-20796-pl.html>

PORTARIA DO MINISTÉRIO DA FAZENDA Nº 244, DE 16 DE JULHO DE 2012. Estabelece a finalidade e organização da Secretária do Tesouro Nacional e da Subsecretaria da Dívida Pública - SUDIP, definindo as atribuições de suas três coordenações-gerais (CODIP, COGEP e CODIV).

Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/institucional/legislacao/2012/portaria-no.-244-de-16-de-julho-de-2012>

PORTARIA DO TESOIRO NACIONAL Nº 143, DE 12 DE MARÇO DE 2004. Nesta portaria, o Secretário do Tesouro Nacional subdelega a competência para autorizar a emissão e o regate antecipado de títulos públicos federais para o Secretário-Adjunto do Tesouro Nacional.

Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/243489/Portaria+143.pdf/4c3d160a-8e9d-4fb6-836d-badfa8e69151>

PORTARIA DO TESOIRO NACIONAL Nº 538, DE 03 DE AGOSTO DE 2011. Torna pública as condições gerais a serem observadas nas ofertas públicas (leilões) de títulos de emissão do Tesouro Nacional no mercado doméstico.

Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/243489/PORT_538_04082011.pdf/18fa04d7-810e-4c50-9b63-4ebcdd5acd4f

PORTARIA DO TESOIRO NACIONAL Nº 212, DE 15 DE ABRIL DE 2015. Institui o Comitê de Programação Financeira (CPF) e estabelece procedimentos relativos à programação e execução financeira no âmbito da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda.

Disponível em: *Diário Oficial da União (DOU) de 30/04/2015 (nº 81, Seção 1, pág. 83)*

PORTARIA DO TESOIRO NACIONAL Nº 508, DE 15 DE SETEMBRO DE 2015. Institui o Comitê de Política Fiscal (COPOF) com vistas a institucionalizar os procedimentos relativos ao planejamento transparente da política fiscal de médio e longo prazo no âmbito da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda – STN/MF.

Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/assuntos/destaques/nota-a-imprensa-2015-10-16-portaria-sobre-comite-de-politica-fiscal.pdf>

PORTARIA DO TESOIRO NACIONAL Nº 763, DE 21 DE DEZEMBRO DE 2015. Institui o Comitê de Garantias que tem como objetivo subsidiar a atuação da Secretaria no que se refere à concessão de garantias pela União.

Disponível em: *Diário Oficial da União (DOU) de 22/12/2015 (nº 244, Seção 1, pág. 192)*

PORTARIA DO TESOIRO NACIONAL Nº 29, DE 21 DE JANEIRO DE 2016. Institui o Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal (COGED) e define suas atribuições. Além disso, define o objetivo da gestão da Dívida Pública Federal e os relatórios a serem divulgados regularmente.

Disponível em: *Diário Oficial da União (DOU) de 22/01/2016*

DECISÃO CONJUNTA BANCO CENTRAL E TESOIRO NACIONAL Nº 19, DE 27 DE JANEIRO DE 2015. Estabelece que o Banco Central do Brasil e a Secretaria do Tesouro Nacional estabelecerão, de forma independente, critérios para credenciamento e descredenciamento, bem como direitos e deveres das suas respectivas instituições *dealers*.

Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/342765/Decis%C3%A3o+Conjunta+19.pdf/97d26856-7900-41b1-b1aa-b28f506c5895>

PORTARIA Nº 74 DO TESOIRO NACIONAL, DE 04 DE FEVEREIRO DE 2015. Estabelece os procedimentos para a seleção das instituições credenciadas a operar com a Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública e disciplina a participação nas operações especiais da Secretaria do Tesouro Nacional.

Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/342765/Portaria_74_040215.pdf/4b8ace3e-0368-4d7f-b1df-7f274af68553

Anexo B.

Tributação de Títulos Públicos

Em relação à tributação sobre aplicações em títulos públicos, para melhor estruturar as suas diversas formas de cálculo, devemos segmentá-la por tipo de cliente.

Para as pessoas físicas residentes no país, os investimentos em títulos públicos são usualmente realizados por meio do Programa Tesouro Direto. Neste caso, os impostos cobrados são os mesmos que incidem sobre os demais instrumentos financeiros de renda fixa: (i) o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF), cobrado exclusivamente nos casos em que houver resgate da aplicação com menos de 30 dias (alíquotas decrescentes em função do prazo); e (ii) o Imposto de Renda (IR) sobre os rendimentos, com alíquota regressiva a depender do prazo do investimento, conforme estabelecido pela Lei 11.033/2004, da seguinte maneira:

- » 22,5% para aplicações com prazo de até 180 dias;
- » 20% para aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;
- » 17,5% para aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;
- » 15% para aplicações com prazo acima de 720 dias.

» Há incidência de impostos sobre os rendimentos financeiros auferidos tanto no recebimento de juros (O IOF não incide sobre os cupons de juros; somente o IR), quanto na venda antecipada e no vencimento dos títulos. Nestes dois últimos casos, a base de cálculo do IR é constituída pela diferença positiva entre o valor da alienação, líquido do IOF, quando couber, e o valor da aplicação financeira. No caso de recebimento de cupom de juros, o IR sobre esse rendimento incidirá pro-rata sobre a parcela do rendimento produzido entre a data de aquisição ou a data do pagamento periódico anterior e a data de sua percepção, podendo ser deduzida da base de cálculo a parcela dos rendimentos correspondente ao período entre a data do pagamento do rendimento periódico anterior e a data de aquisição do título, segundo a Lei 12.431, de 2011.

O IOF, por sua vez, terá alíquota de 1% ao dia, limitado ao rendimento das operações, em função do prazo (de 1 a 30 dias), conforme estabelecido no Decreto Nº 6.306, de 2007. A alíquota total cobrada, nesse caso, será regressiva e irá variar de 96% para aplicações por 1 dia e 3% para aplicações de 29 dias. A partir de 30 dias, a alíquota torna-se zero.

A aplicação por pessoa física e pessoa jurídica não financeira em títulos públicos por intermédio dos fundos de investimento está sujeita aos mesmos impostos que incidem para aplicações diretamente em títulos públicos. No entanto, o IR é recolhido na fonte semestralmente, no último dia útil de maio e de novembro, a uma alíquota de 15% para fundos de longo prazo (aqueles cuja carteira de títulos tenha prazo médio superior a 365 dias) e de 20% para fundos de curto prazo (cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 dias), conforme estabelecido nas Leis nº 11.033 e nº 11.053, ambas de 2004. A diferença entre essa alíquota cobrada semestralmente e a alíquota efetivamente devida, que seguirá a mesma tabela regressiva a depender do tempo do investimento, será

cobrada na hora do resgate. Em outras palavras, por ocasião do resgate das quotas será aplicada uma alíquota complementar, se for o caso. Em relação ao IOF, haverá incidência no resgate das cotas de fundos conforme a mesma tabela aplicável a pessoas físicas⁴⁹.

Para não residentes, a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, reduziu a zero a alíquota de imposto de renda incidente sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos. No entanto, há exceção para não residentes provenientes de países classificados como de tributação favorecida (aqueles que não tributam a renda ou que a tributam à alíquota máxima inferior a 17%, conforme alteração trazida pela Portaria MF Nº 488, de novembro de 2014). Para esses países, vale a mesma tributação aplicada aos residentes no Brasil. Em ambos os casos, entretanto, haverá incidência de IOF para operações com prazo inferior a 30 dias.

Por fim, temos as pessoas jurídicas (PJ), que podem ser segregadas em dois grupos: instituições não financeiras e instituições financeiras. Para PJ não financeira, os ganhos advindos de aplicações em títulos públicos serão tributados na fonte usando as alíquotas regressivas conforme o prazo, variando de 22,5% a 15%, inclusive para as PJ isentas. No entanto, a tributação efetiva será de acordo com o regime tributário que cabe à empresa (simples nacional ou lucro presumido, real ou arbitrado)⁵⁰.

Já as instituições financeiras – que incluem bancos, sociedades de seguro, previdência e capitalização e corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários – estão dispensadas da retenção na fonte do imposto sobre os rendimentos auferidos com aplicações em títulos públicos, de acordo com a Lei nº 8.541, de 1992. Isso ocorre pois essas instituições apenas intermediam a aplicação de recursos – os investidores finais são os agentes tributados de acordo com regras específicas para cada veículo. Seguindo a mesma lógica, em relação ao IOF, as operações com títulos públicos de instituições financeiras estarão sujeitas a alíquota zero.

⁴⁹ Haverá exceção, no entanto, no caso de resgate de cotas de fundos de investimento antes de completar o prazo de carência para crédito dos rendimentos. Nesse caso, a alíquota de IOF cobrada será de 0,5% ao dia sobre o valor de resgate das cotas.

⁵⁰ Por ocasião do encerramento de cada período de apuração do IR da empresa, os ganhos obtidos com a aplicação em títulos públicos integrarão a base de cálculo do IR, e o imposto de renda retido na fonte sobre os rendimentos da aplicação será deduzido do valor devido.

Contribua para o nosso aperfeiçoamento!

Como forma de buscar aprimoramento constante de suas publicações, o Tesouro Nacional disponibiliza espaço permanente em sua página para que a opinião dos leitores seja registrada. Avalie essas publicações em:

http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/questionario_cogep_RAD_novosite.asp

ANEXOS ESTATÍSTICOS

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

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

SAIBA MAIS:

Acesse as publicações do Tesouro Nacional por meio eletrônico.

Relatório Anual da Dívida Pública:

<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-anual-da-divida>

Plano Anual de Financiamento:

<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/plano-anual-de-financiamento>

Relatório Mensal da Dívida Pública Federal:

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

Resultado do Tesouro Nacional:

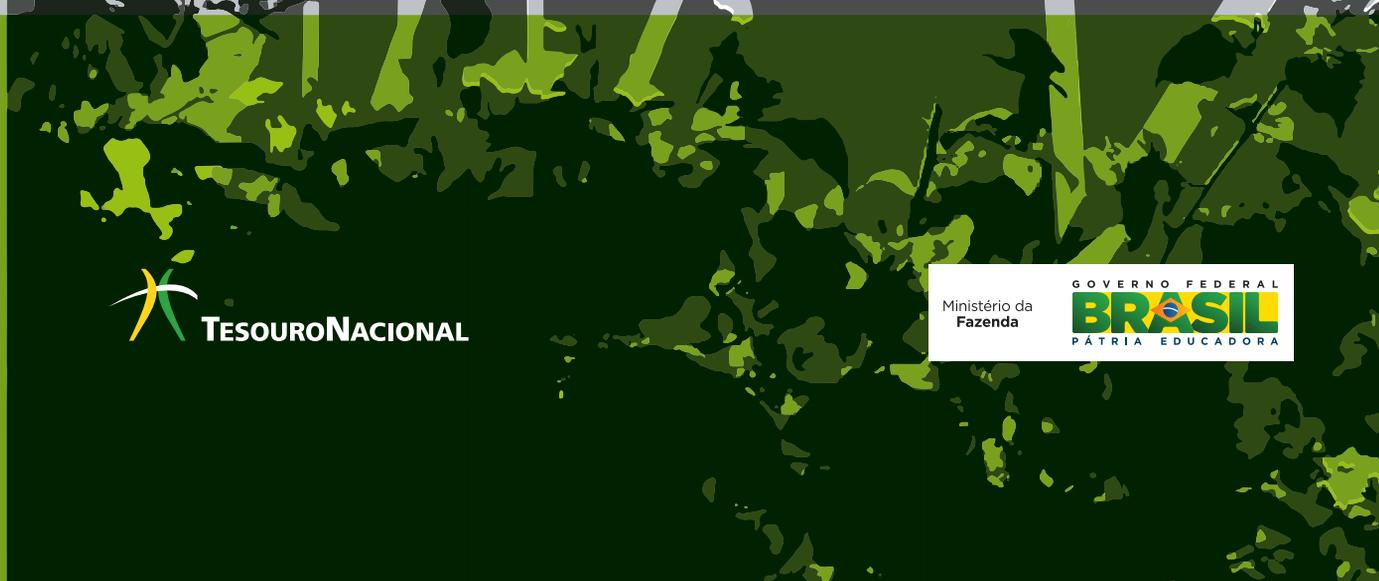
<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultado-do-tesouro-nacional>

Balanco do Tesouro Direto:

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

Livro “Dívida Pública: A Experiência Brasileira”:

<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/livro-divida-publica-a-experiencia-brasileira->



 **TESOURONACIONAL**

Ministério da
Fazenda

GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PÁTRIA EDUCADORA