Relatório Anual 2016

Dívida Pública Federal

TesouroNacional

Dívida Pública Federal

Relatório Anual 2016

TesouroNacional

Número 14

Brasília/2017

MINISTRO DA FAZENDA
Henrique de Campos Meirelles

SECRETÁRIO-EXECUTIVO
Eduardo Refinetti Guardia

SECRETÁRIA DO TESOURO NACIONAL
Ana Paula Vitali Janes Vescovi

SECRETÁRIO-ADJUNTO
Otavio Ladeira de Medeiros

SUBSECRETÁRIOS
Adriano Pereira de Paula
Gildenora Batista Dantas Milhomem
José Franco Medeiros de Morais
Líscio Fábio de Brasil Camargo
Pedro Jucá Maciel
Priscilla Maria Santana

EQUIPE TÉCNICA
Subsecretário da Dívida Pública
José Franco Medeiros de Morais
Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública
Leandro Puccini Secunho
Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública
Luiz Fernando Alves
Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública
André Proite

Adriano Sodré de Moraes	Flavia Fontoura Valle May	Leandro Galvão*	Paulo Moreira Marques*
Ágatha Lechner da Silva	Francisco O. de Oliveira Segundo	Lena Oliveira de Carvalho	Pedro Ivo Ferreira de Souza Júnior
Amanda Giordani Pereira	Frederico Schettini Batista	Lucas Gurgel Leite	Priscila de Souza Cavalcante de Castro
Ana Carolina Kanemaru Lopes	Gian Barbosa da Silva	Luciana Maria Moreira Trigueiro	Ricardo Machado Miranda Filho
André Luiz Gonçalves Garcia	Giovana Leivas Craveiro	Marcelo Rocha Vitorino	Roberto Beier Lobarinhas
Artur Cleber Assunção do Vale	Guilherme Pinheiro de Deus	Marcia Fernanda de Oliveira Tapajós	Roberto Villela de Andrade Vianna
Cecília de Souza Salviano*	Gustavo Matte Russomano	Marcia Paim Romera	Róger Araujo Castro
Cláudio Araujo de Freitas Gago	Helano Borges Dias	Marcos Demian Pereira Magalhães	Ruth Lacerda Benfica
Daniel Cardoso Leal	Helio Henrique Fonseca Miranda	Marcus Vinícius Socio Magalhães	Sarah Benevides de Amorim
Daniel de Carvalho Cunha	Iara Faria Gohn	Mariana de Lourdes Moreira Lopes	Sérgio Gesteira Costa
Daniel Mário Alves de Paula	José Inácio Burnett Tessmann	Maurício Dias Leister	Tatiana de Oliveira Mota
Débora Christina Marques Araújo	Josiane Kuhnen da Silva Almeida	Mucio Reis de Oliveira	
Eduardo Leitner	Keiti da Rocha Gomes	Nathália Filgueras de Almeida	
Eric Lisboa Coda Dias	Krisjanis Figueiroa Bakuzis	Nucilene Lima de Freitas Franca	* Coordenação Técnica

Design Gráfico
Hugo Edgar Póvoa Pullen Parente e Helise Oliveira Gomes

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2016. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2017, número 14.
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

INFORMAÇÕES:
Gerência de Relacionamento Institucional - GERIN
Tel.: (61) 3412-3188; Fax: (61) 3412-1565

Secretaria do Tesouro Nacional
Edifício do Ministério da Fazenda, Esplanada dos Ministérios, Bloco P, 2º andar, CEP 70.048-900 – Brasília - DF
Correio Eletrônico: stndivida@tesouro.gov.br
Home Page: http://www.tesouro.gov.br

Sumário

1. Introdução ao Relatório Anual da Dívida Pública 11

2. Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2016 12

2.1. Eventos Relevantes para a Curva de Juros em 2016.....16

3. Resultados Alcançados e Avanços na Administração da Dívida 19

3.1. Necessidade de Financiamento.....20

3.2. Estratégia e sua Execução 21

3.3. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos.....27

3.4. Custo da Dívida Pública.....35

3.5. Base de Investidores 37

3.6. Garantias Concedidas pela União.....41

4. Avanços e Inovações no Gerenciamento da Dívida 43

4.1. Sistema Integrado da Dívida – SID 43

4.2. Integração de Sistemas 45

4.3. Portal Tesouro Transparente.....45

4.4. Desdobramentos do Novo Sistema de *Dealers* 46

4.5. Tesouro Direto 47

5. Conclusão do Relatório Anual da Dívida Pública 50

Anexo A. Legislação Aplicada à Dívida Pública 51

Anexo B. Tributação de Títulos Públicos 54

Anexo C. Tabelas, Quadros e Gráficos Adicionais 56

Listas de Gráficos, Tabelas, Quadros e Figuras

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução das Projeções de Mercado para PIB e IPCA. 14

Gráfico 2 - *Swap* Pré x DI, CDS Brasileiro e Câmbio 16

Gráfico 3 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional....21

Gráfico 4 - Estoque e Taxas dos Títulos Prefixados e Atrelados a Índices de Preços 22

Gráfico 5 - DV01 Recolhido nos Leilões Extraordinários de Compra 23

Gráfico 6 - Resultado da Estratégia Adotada para a DPFe entre 2006 e 2016....25

Gráfico 7 - A volta do Brasil aos Mercados Internacionais 26

Gráfico 8 - Composição por Indexadores da DPF....29

Gráfico 9 - Histórico e Projeções para os Vencimentos de Dívida Flutuante 30

Gráfico 10 - Estrutura de Vencimentos da DPF 32

Gráfico 11 - Prazo Médio e Vida Média da DPF 33

Gráfico 12 - Prazo Médio dos Títulos por Indexador 34

Gráfico 13 - Risco de Repactuação: DPF com Juros Flutuantes ou a Vencer em 12 Meses34

Gráfico 14 - Evolução do Custo Médio da Dívida (taxa acumulada em 12 meses) 36

Gráfico 15 - Custo Médio das Emissões (taxa acumulada em 12 meses)....36

Gráfico 16 - Evolução da Base de Detentores da DPMFi....37

Gráfico 17 - Estoque DPMFi Mantido pelas Previdências Abertas e Fechadas 39

Gráfico 18 - Composição da Carteira de Títulos Públicos, por Detentor 39

Gráfico 19 - Distribuição por Prazo de Vencimento, por Detentor 40

Gráfico 20 - Participação dos Detentores em NTN-F 40

Gráfico 21 - Rentabilidade Anual dos Principais Sub-índices do IMA e do CDI 41

Gráfico 22 - Percentual das Garantias sobre a RCL....42

Gráfico 23 - Mercado Secundário - Extragrupo 47

Gráfico 24 - Composição do Estoque do Tesouro Direto 49

Anexo C - Gráfico 1 - Percentual de Refinanciamento da DPMFi....57

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Resultados para a Dívida Pública Federal – DPF 27

Tabela 2 - Histórico do Saldo de Garantias Concedidas (R$ milhões) 42

Tabela 3 - Resultados Consolidados do Tesouro Direto 48

Anexo C - Tabela 1 - Emissões e Resgates da DPMFi 56

Anexo C - Tabela 2 - Variação da DPF, DPMFi e DPFe em 2016 (R$ bilhões) 57

Anexo C - Tabela 3 - Indicadores Macroeconômicos do Brasil 59

Anexo C - Tabela 4 - Títulos Públicos Resgatados na Operação com o BNDES 60

Lista de Quadros

Quadro 1 - O Retorno do Brasil aos Mercados Internacionais 26

Quadro 2 - Antecipação de Pagamentos do BNDES à Secretaria do Tesouro Nacional 28

Quadro 3 - Revisão do PAF 2016 31

Quadro 4 - A Política de Investimentos de Previdência Aberta e o Mercado de Títulos Públicos 38

Anexo C - Quadro 1 - Conjunto de Informações Disponibilizadas pela SUDIP 58

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
DPFe - Dívida Pública Federal externa
DPMFe – Dívida Pública Mobiliária Federal externa
FED – The Federal Reserve
FMI – Fundo Monetário Internacional
FOMC – Federal Open Market Commitee
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
PEC – Proposta de Emenda Constitucional
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

O ano de 2016 deve ser lembrado pela volta da perspectiva de crescimento da economia brasileira após a mais longa e profunda crise econômica documentada em nossa história. No segundo semestre, verificamos uma recuperação dos indicadores de confiança empresarial e dos consumidores, uma redução do risco Brasil e uma apreciação do Real. A celeridade e a abrangência do ajuste fiscal estrutural, ora em curso, foram decisivos para essa mudança de perspectiva e possibilitarão ganhos futuros adicionais.

Pela primeira vez, foi aprovada mudança na Constituição Federal para limitar o crescimento real do gasto público nos próximos 20 anos, mas preservando os pisos das despesas com educação e saúde. Uma mudança estrutural importante se considerarmos que, desde o início da década de 1990, a despesa primária do governo central como proporção do PIB cresceu de forma contínua.

Soma-se a isso a proposta da reforma da Previdência enviada ao Congresso Nacional que, ao adequar os futuros benefícios à realidade demográfica do país, permitirá alcançar a sustentabilidade presente e futura da Previdência Social.

Cabe ressaltar que a antecipação de pagamentos do BNDES à Secretaria do Tesouro Nacional, no valor total de R$ 100 bilhões, impactou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) na mesma magnitude do valor da operação, o que reduziu os subsídios pagos ao BNDES.

O compromisso do governo vem conduzindo as expectativas de inflação ao centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional. Os reflexos da política monetária em curso já são evidentes na desaceleração da inflação, com 6,29% de variação do IPCA em 2016, depois de alcançar 10,7% em 2015.

No setor externo, verificamos a continuação do ajuste do déficit em conta corrente. A solidez do ingresso de investimentos diretos no país continuou a fortalecer a conta de capitais, ajudando a dar sólido apoio à moeda nacional. A baixa necessidade de financiamento externo e o volume significativo de reservas internacionais, US$ 372,2 bilhões, atestam a estabilidade das contas externas.

O melhor desempenho da economia é refletido nos indicadores da Dívida Pública Federal (DPF) e, em especial, na queda dos juros verificada ao longo do ano, que

favorece diretamente o custo de financiamento desta dívida. A DPF hoje é marcada por composição saudável, reduzida exposição cambial e baixa concentração de vencimentos no curto prazo, além de base diversificada de investidores. São fatores que contribuem para mitigar os riscos inerentes à sua gestão e devem ser ponderados na análise de sua sustentabilidade intertemporal.

Apresentamos, assim, o décimo quarto Relatório Anual da Dívida, instrumento que concorre para a transparência e maior confiança aos investidores na gestão da dívida. Reforçamos, por fim, a necessidade de continuarmos avançando nas reformas que viabilizarão o equilíbrio fiscal, a sustentabilidade da dívida pública e a recuperação de nossa economia.

Henrique Campos Meirelles

MINISTRO DA FAZENDA

Mensagem da Secretária do Tesouro Nacional

Apresentamos aqui o Relatório Anual da Dívida de 2016, documento por meio do qual o Tesouro Nacional comunica à sociedade a sua estratégia de gestão das dívidas interna e externa do Governo Federal e seus resultados no ano de 2016.

As diretrizes gerais da administração da Dívida Pública Federal – DPF, como o alongamento do prazo médio, a diminuição da parcela que vence em 12 meses e o objetivo de longo prazo de aumentar a participação das dívidas prefixada e remunerada por índices de preços em detrimento da parcela indexada à taxa Selic, nortearam as ações do Tesouro Nacional. O principal avanço em 2016 se deu no perfil de vencimentos da dívida, que atingiu a menor concentração de curto prazo de nossa história, revelando o baixo risco de refinanciamento da DPF.

As medidas econômicas em curso, como a introdução do mecanismo constitucional de limite aos gastos públicos e a proposta de reforma da Previdência em discussão no Congresso Nacional, as expectativas mais positivas quanto ao crescimento futuro da nossa economia e à estabilidade de preços formam um contexto que nos permite antever melhores condições futuras para o financiamento da DPF. Estas melhores condições já estavam evidentes em 2016, quando o custo médio da dívida passou a ter trajetória de queda.

No mercado de emissões soberanas, o Tesouro Nacional realizou em 2016 a emissão de dois novos títulos: o Global 2026 e o Global 2047. Essas colocações fazem parte da diretriz de consolidação da curva de juros externa em dólares, por meio da manutenção de títulos líquidos e bem precificados, que funcionem como pontos de referência não apenas para o setor público, mas também para captações de empresas brasileiras no exterior.

O agravamento do cenário econômico e fiscal no início do ano, seguido da recuperação dos indicadores de confiança no segundo semestre, impuseram elevada volatilidade sobre os indicadores da dívida pública.

Em um ambiente ainda desafiador, o Tesouro Nacional seguirá empenhado na busca de um perfil de dívida seguro, com um adequado balanço de custos e riscos.

Reforçamos ainda nosso compromisso com a transparência e a adoção de boas práticas na administração da dívida, como um caminho para a eficiência e confiança nas instituições públicas brasileiras.

Ana Paula Vescovi

SECRETÁRIA DO TESOURO NACIONAL

1. Introdução ao Relatório Anual da Dívida Pública

O Relatório Anual da Dívida (RAD) tem a finalidade de apresentar os resultados e os principais avanços na evolução da Dívida Pública Federal – DPF[1] ao longo de 2016, levando-se em consideração o objetivo da gestão da DPF, bem como as diretrizes e os limites de referência definidos no Plano Anual de Financiamento - PAF desse ano[2].

O documento traz ainda a evolução das expectativas macroeconômicas para o ano ao qual se refere, os avanços institucionais do Tesouro Nacional e os principais resultados do Programa Tesouro Direto. Em sua 14ª edição, este documento se afirma como instrumento de comunicação entre o Tesouro Nacional e a sociedade, auxiliando no provimento de transparência às ações do gestor da dívida pública.

Além desta introdução, o RAD 2016 apresenta mais quatro seções. Na seção 2 são brevemente descritos os principais eventos da conjuntura econômica internacional e brasileira que influenciaram o mercado de títulos públicos da DPF. Posteriormente, a seção 3 traz 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, comentando-se o aperfeiçoamento dos mecanismos operacionais e do relacionamento institucional com os participantes dos mercados financeiros doméstico e internacional, entre outras instituições. Além disso, aborda-se a evolução do Tesouro Direto e o resultado das mudanças implementadas a partir de 2015 nesse programa de venda de títulos a pessoas físicas. Por fim, são apresentadas considerações finais na seção 5.

---

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

[2] Esta publicação atende ainda ao disposto no Art. 9º da Portaria nº 29 da Secretaria do Tesouro Nacional - STN, de 21 de janeiro de 2016, transcrito a seguir:

> *"Art. 9º - A Secretaria do Tesouro Nacional divulgará anualmente, até 31 de janeiro do ano subsequente ao de referência, o seu Relatório Anual da Dívida - RAD.*
>
> *Parágrafo único - O RAD apresentará a prestação de contas sobre a evolução da DPF no ano, à luz dos limites de referência definidos no Plano Anual de Financiamento."*

2. Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2016

A recente recuperação da atividade econômica mundial tem apresentado diferentes ritmos entre os países. Enquanto os Estados Unidos lograram maior dinamismo à sua economia, alguns países da Zona do Euro e o Japão apresentaram recuperação mais amena. As taxas de crescimento dos mercados emergentes têm sido ainda mais variadas do que as das economias avançadas. China e Índia têm sustentado o crescimento global, mas recessões em importantes países emergentes, como Brasil e Rússia, tiveram impacto negativo.

Nos Estados Unidos, o ano de 2016 foi marcado pela possibilidade de normalização da política monetária, mas diversos fatores preponderaram para que a autoridade monetária adiasse a decisão pelo aumento dos juros: a inflação ainda baixa, as instabilidades no mercado chinês, bem como as incertezas políticas e econômicas na Europa (em especial relacionadas aos desdobramentos da saída do Reino Unido da União Europeia - *Brexit*)[3]. Em dezembro o processo de normalização foi retomado[4], refletindo as perspectivas de inflação mais robustas e reflexos da eleição de Donald Trump[5], dado que suas propostas econômicas visam maior crescimento dos Estados Unidos.

Na Zona do Euro, a inflação persistentemente abaixo da meta fez com que o Banco Central Europeu (BCE) continuasse a atuar sistematicamente para evitar a deflação e fomentar o crescimento nos países da região. Em março de 2016, o BCE ampliou o volume mensal de compra de ativos do programa de relaxamento quantitativo (*quantitative easing*), além de adicionar ativos elegíveis para o programa e flexibilizar ainda mais sua política monetária por meio do corte nas taxas de juros[6]. Apesar da volatilidade decorrente do *Brexit* ter sido limitada, riscos políticos como o referendo da Itália e eleições em importantes países seguiram provocando instabilidades ao longo do ano.

---

[3] Referendo popular do dia 23 de junho de 2016 indicou que a maioria da população do Reino Unido gostaria de sair da União Europeia.

[4] O FOMC (Comitê Federal de Mercado Aberto), que é o comitê de política econômica responsável por definir a taxa básica de juros *(fed funds rate)* americana, elevou a fed funds rate para o intervalo entre 0,5% – 0,75%.

[5] Donald Trump ganhou as eleições do dia 08 de novembro de 2016.

[6] Expansão do programa de compra de ativos em mais €20 bilhões, passando de €60 para 80 bilhões o volume de compras mensais; inclusão na lista de ativos elegíveis para compras regulares de obrigações emitidas por sociedades não bancárias com grau de investimento. As taxas anuais das principais operações de refinanciamento, depósitos e empréstimos estão em 0,0%, -0,40%; e 0,25%, respectivamente.

Na China, o crescimento econômico desacelerou marginalmente, confirmando o cenário de *soft landing*[7]. A economia chinesa continua enfrentando problemas estruturais, como o elevado grau de alavancagem e ociosidade no setor industrial. A brusca queda do mercado de ações chinês em janeiro, motivada pela adoção de novas regulações, como a instalação de *circuit-breakers,* e a preocupação sobre o desempenho da economia chinesa[8], geraram forte volatilidade internacional.

De maneira geral, o crescimento econômico nos últimos anos ficou aquém das expectativas tanto nas economias avançadas como nas emergentes. Os fatores que afetam o desempenho econômico global estão se tornando mais complexos, o que reflete uma combinação de forças, tais como tendências demográficas, declínio persistente do crescimento da produtividade e ajustes dos preços de importantes ativos.

No cenário doméstico, vislumbrava-se que a atividade econômica permaneceria no terreno negativo, apesar de mais promissora do que a forte recessão verificada em 2015 (-3,7% AoA)[9] (Gráfico 1). De fato, os dois primeiros trimestres do ano mostraram enfraquecimento no ritmo de queda da economia, com retrações de -0,4% QoQ e -0,6% QoQ respectivamente, valores acima da média trimestral de -1,5% verificada em 2015. Após o processo de *impeachment*, identificou-se a recuperação dos indicadores de confiança, bem como a redução do risco Brasil e apreciação do Real. Desenhava-se um cenário mais otimista para a atividade econômica com uma possível estabilização da economia no terceiro trimestre deste ano, voltando a crescer a partir do quarto trimestre, ainda que de forma modesta.

No entanto, os fracos dados de atividade econômica no terceiro trimestre, a pausa na melhora da confiança e o fraco desempenho do mercado de trabalho ao longo do ano evidenciaram a persistente fraqueza da economia. Novamente a economia brasileira encerrou o 3º trimestre em recessão (-0,8% QoQ, em termos dessazonalizados). Os sinais mostram que existe uma recuperação em curso, mas provavelmente ocorrerá de forma mais lenta do que o suposto anteriormente[10].

---

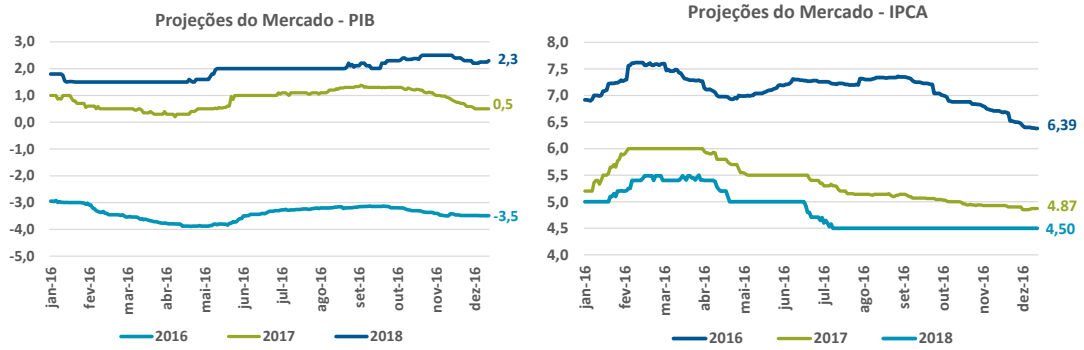
[7] A China cresceu 6,7% a.a no terceiro trimestre de 2016, ritmo mais fraco desde o primeiro trimestre de 2009.

[8] O mercado chinês é dominado por investidores individuais que tendem a comprar quando as ações estão subindo, especialmente se acreditam que o governo quer que o mercado suba, e tendem a vender quando as ações estão caindo. Assim, a instalação de circuit-breaker criaram uma espiral descendente, com os investidores tentando sair antes de outros.

[9] No início de 2016, as expectativas de mercado apontam para uma retração de -3,0% AoA em 2016.

[10] Em novembro, o Ministério da Fazenda anunciou a revisão nas suas projeções para o ano de 2017, reduzindo o crescimento do PIB de 1,6% para 1,0%. A revisão ocorreu devido a uma percepção mais clara do endividamento das empresas e também à eleição nos Estados Unidos, que poderia gerar depreciação da moeda brasileira frente ao dólar.

Gráfico 1 - Evolução das Projeções de Mercado para PIB e IPCA.



Fonte: Banco Central (Relatório Focus – 18/11 até 30/12/2016)

No campo inflacionário, depois de encerrar 2015 com inflação de 10,7%, o IPCA de 2016 (6,3%) voltou para o intervalo de cumprimento das metas de inflação, refletindo desaceleração intensa, mas com relativa volatilidade nos resultados mensais. Esta melhora do desempenho dos preços refletiu, sobretudo, a desaceleração dos preços monitorados (5,5% em 2016 ante a alta de 18,1% em 2015), resultado do retorno de 10,7% da tarifa de energia elétrica em 2016 (ante a alta de 51,0% em 2015).

A inflação só não ficou mais baixa em 2016 por causa da desaceleração menos intensa dos preços livres (6,5% ante 8,5% em 2015). Em que pese a significativa melhora na inflação de serviços[11], em linha com o enfraquecimento do mercado de trabalho, a alta de preços dos alimentos[12] impediu uma desaceleração mais expressiva dos preços livres, sendo a principal pressão sobre o IPCA de 2016.

A postura do COPOM[13] no controle da inflação levou à convergência das expectativas de inflação ao centro da meta a partir de 2018. Em outubro, ao reduzir a taxa Selic de 14,25% para 14,00% ao ano, o Banco Central iniciou um ciclo de afrouxamento da política monetária.

No setor externo, houve ajuste no déficit em conta corrente em 2016[14], processo já iniciado em 2015, tendo a balança comercial como seu principal elemento no ajuste[15]. Em um contexto marcado pela diminuição dos preços dos principais produtos da pauta e pela valorização da moeda doméstica, a queda nas exportações foi inferior à das importações, sendo estas afetadas principalmente pela fraqueza da atividade econômica local. Na conta financeira, o ingresso de investimentos diretos no país seguiu substancial, o que compensou a saída líquida de recursos dos investimentos

11 (6,5% ante 8,2% em 2015).

12 Dentro de alimentos, destaque para a retração da oferta do feijão.

13 COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central.

14 A redução no déficit em conta corrente foi superior a 2% do PIB ao longo do ano.

15 A balança comercial apresentou saldo de US$ 47,7 bi em 2016, ante a entrada de US$ 17,7 bi em 2015.

em carteira[16]. Como resultado, o balanço de pagamentos mostrou um financiamento confortável do saldo em conta corrente durante todo o período.

No âmbito fiscal, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)[17] estabeleceu inicialmente uma meta de superávit primário de R$ 30,6 bilhões (0,5% do PIB) para o setor público consolidado. No entanto, a contração econômica em 2016 manteve a queda expressiva da arrecadação de impostos e contribuições que já se verificara no ano anterior. Apesar de ingressos extraordinários, como a repatriação de recursos[18] e o recebimento de Bônus de Outorga referente à concessão de usinas hidrelétricas, a receita total do governo central caiu 2,7% em termos reais , considerando dados até novembro de 2016.

Por sua vez, a redução das despesas discricionárias, sobretudo do investimento, não foi suficiente para compensar o crescimento das despesas obrigatórias, principalmente das despesas da previdência social e dos gastos com subsídios e subvenções. Dessa forma, já em maio de 2016 a meta de resultado primário foi alterada para déficit primário de R$ 163,9 bilhões (2,7% do PIB) para o setor público consolidado[19]; sendo déficit de R$ 170,5 bilhões (2,8% do PIB) para o Governo Central e superávit para Estados e Municípios de R$ 6,6 bilhões[20].

Considerando dados até novembro de 2016, o resultado nominal do setor público chegou a 7,9% do PIB, sendo os juros correspondentes a 6,5% do PIB. Esse resultado contou com o impacto favorável do resultado das operações de *swaps* cambiais[21], que contribuiu para a redução do balanço de juros em 1,0% do PIB no ano. Nesse contexto, houve um crescimento tanto da Dívida Bruta do Governo Geral, que passou de 65,1% em 2015 para 70,5% em 2016, quanto da Dívida Liquida do Setor Público, que alcançou 43,8% do PIB em 2016, 9,5 p.p. maior que em 2015[22].

Diante dos expressivos déficits primários e nominais registrados nos últimos dois anos, o Governo tem trabalhado em uma reforma fiscal contundente. Em dezembro, foi aprovado pelo Congresso Nacional a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) que impõe mecanismo que limita o crescimento do gasto total da União durante os próximos 20 anos[23]. A PEC estabelece que a despesa primária da União só poderá crescer de acordo com a inflação registrada no ano anterior. Outra reforma

---

16 Enquanto o IDP seguiu com entrada substancial durante todo o ano; o IEC apresentou saída líquida de recursos. Dentro do IEC, apesar de entrada regular em ações em fundos de investimentos, houve forte saída dos investimentos em títulos de renda fixa, justificados em parte pela perda do grau de investimento no país observada no último ano.

17 Lei nº 13.242/2015.

18 Lei de 13.254/2016.

19 Lei nº13.291/2016.

20 O § 3º da Lei nº. 13.242 estabelece que poderá haver compensação entre as metas estabelecidas para União e para Estados e Municípios.

21 Mecanismo equivalente à venda futura da moeda americana, visando proteção cambial.

22 Um quadro com o histórico da dívida e outros indicadores macroeconômicos do país encontra-se no Anexo C deste RAD.

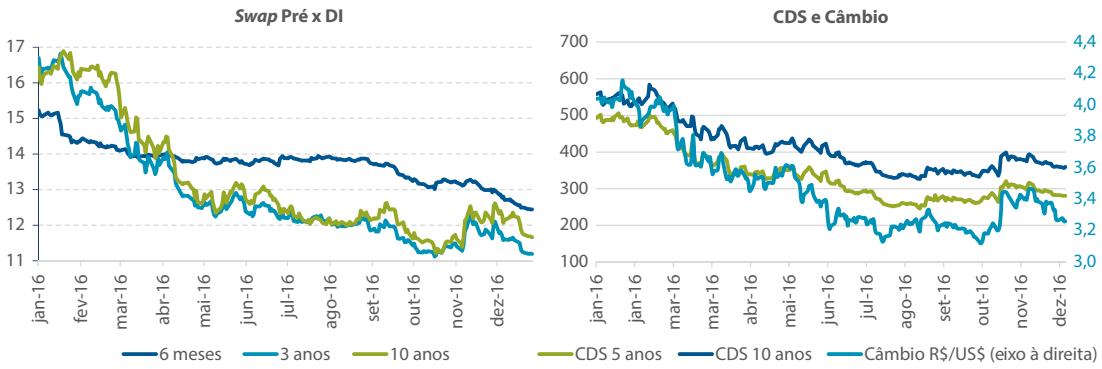
23 Denominada PEC 241 na Câmara dos Deputados e PEC 55 no Senado Federal.

considerada imprescindível para o governo é a reforma da previdência, cuja proposta foi enviada ao Congresso Nacional em dezembro e deve ser aprovada até meados de 2017.

2.1. Eventos Relevantes para a Curva de Juros em 2016

A evolução da curva de juros de *swaps* pré-DI[24] refletiu, em 2016, os diversos eventos econômicos e políticos domésticos e internacionais, o que provocou uma alta volatilidade em alguns períodos. No Gráfico 2, apresentamos o histórico das taxas de juros de 6 meses, 3 anos e 10 anos, que correspondem às referências de curto, médio e longo prazos da curva de juros, em vértices que possuem volume financeiro e liquidez relevantes. O Gráfico 2 exibe ainda o CDS brasileiro para 5 e 10 anos, bem como a variação cambial durante o ano.

Gráfico 2 - *Swap* Pré x DI, CDS Brasileiro e Câmbio



Fonte: Banco Central e Bloomberg

Em linhas gerais, o primeiro trimestre do ano foi marcado por alta incerteza política e insegurança acerca do futuro da economia do país. Nota-se que a curva de juros de curto prazo permaneceu abaixo das curvas de médio e longo prazo até março. Após este mês, o inverso ocorreu. A estrutura a termo da taxa de juros passou a ter inclinação negativa, ao passo que analistas de mercado passaram a acreditar mais fortemente na condução da política monetária e na possibilidade do Banco Central levar a inflação a convergir para a meta no horizonte relevante de tempo.

Também no início de março, ao se verificar a materialização do processo de *impeachment* e a diminuição da incerteza quanto ao futuro político do país, foi possível observar redução do risco país, evidenciada pela queda mais substancial do CDS, bem como pela valorização do Real frente ao Dólar.

[24] No Brasil, esse derivativo serve como referência para os juros prefixados.

Especificamente, os primeiros meses do ano foram caracterizados por temores acerca do crescimento da China[25], enfraquecimento da economia global e redução em preços de importantes *commodities*. Além disso, o relatório do Fundo Monetário Internacional de janeiro[26], bem como os *downgrades* do Brasil pelas Agências de Risco[27] contribuíram para a deterioração das expectativas quanto ao país.

No segundo trimestre, observou-se queda mais robusta tanto das taxas de juros e do CDS, com uma maior apreciação do Real frente ao Dólar. O início de abril foi marcado pela abertura do processo de *impeachment* da presidente Dilma, que foi afastada em maio[28]. No *front* externo, o *Brexit* trouxe instabilidade nos mercados globais, mas a volatilidade reduziu à medida que o BCE e governos da União Europeia sinalizaram disposição em tomar as medidas necessárias para uma transição mais suave.

Ao final do segundo trimestre, o tom de otimismo na economia foi dado pelo início de uma guinada no apoio político para aprovação das medidas de ajuste fiscal no Congresso[29], bem como pela adoção por parte do governo de metas para o resultado fiscal e utilização de parâmetros macroeconômicos mais próximos das estimativas de mercado.

O terceiro trimestre foi marcado por maior estabilidade, com quedas mais suaves na curva de juros. No âmbito internacional, discursos de autoridades monetárias apontaram para continuidade da flexibilização monetária pelo BCE[30], ou aumento bem gradual dos juros nos EUA.

No âmbito interno, o quadro político seguiu em destaque. A consolidação do processo de *impeachment* fez o mercado aguardar por novidades nos quadros de direção e nas medidas governamentais. De maneira geral, houve suporte do Congresso Nacional para a adoção de importantes mudanças. Em especial, o cenário de que a aprovação do teto de gastos para as despesas da União para os próximos 20 anos ocorreria de maneira mais fácil do que a prevista fez com que o quadro de otimismo mostrado no segundo trimestre perdurasse.

---

[25] O décimo mês consecutivo de retração na atividade industrial chinesa bem como a desvalorização do yuan frente ao dólar (menor patamar desde 2011) fizeram as bolsas chinesas despencarem mais de 7% em um único dia, que ficou conhecido como segunda-feira negra. O cenário de queda, que se repetiu nos dias seguintes, gerou forte volatilidade no mercado internacional.

[26] O relatório de janeiro do FMI aumentou a estimativa para a retração do Produto Interno Bruto (PIB) de 1% para 3,5%.

[27] Em 17 de fevereiro de 2016, a Standard & Poor's rebaixou a classificação de dívida soberana de longo prazo do Brasil para "BB" com perspectiva negativa. Em 24 de fevereiro, a Moody's Investors Service rebaixou classificação de dívida soberana de longo prazo do Brasil para a Ba2 e mudou a perspectiva para negativa.

[28] Com a decisão do Senado Federal pela abertura de processo de *impeachment*, a então a presidente Dilma Rousseff foi afastada do mandato em 12 de maio de 2016.

[29] A PEC do teto dos gastos foi enviada ao Congresso Nacional no dia 15 de junho de 2016.

[30] Em sua reunião de dezembro, o BCE anunciou a prorrogação do seu programa de afrouxamento monetário *(quantitative easing)* para além de março de 2017.

Dessa forma, houve continuidade na queda das curvas de CDS, ainda que de forma menos acentuada; bem como maior estabilidade cambial. O Banco Central continuou a atuar no mercado por meio de *swaps* reversos, de forma que o saldo acumulado no ano de *swaps* foi reduzido até novembro de 2016 para R$ 89 bilhões (aproximadamente US$ 27 bilhões) ante R$ 445 bilhões (aproximadamente US$ 110 bilhões) em dezembro de 2015.

O último trimestre do ano foi marcado por uma retomada na aversão ao risco. Dados de atividade que tinham surpreendido positivamente nos últimos meses, em especial os índices de confiança na economia, passaram a indicar novas perdas.

Dessa forma, o alento verificado principalmente no terceiro trimestre dava a impressão de que o pior da crise econômica tinha passado, mas foi substituído pelo sentimento de que ainda são necessários ajustes mais contundentes para a economia se estabilizar.

No âmbito internacional, a surpresa com o resultado das eleições norte-americanas[31], em conjunto com as incertezas sobre a evolução da economia europeia e chinesa tornaram os mercados internacionais mais voláteis. Além disso, o FOMC optou por elevar a *fed funds rate*[32] em dezembro. Como resultado, as curvas de juros se elevaram, o Real se desvalorizou frente ao Dólar, bem como foram observadas altas nos CDS.

[31] A eleição de Donald Trump tomou o mercado de surpresa. Houve valorização do Dólar frente às principais moedas e, em especial, das Treasuries.

[32] Em 14 de dezembro de 2016, o FED aumentou a *fed funds* rate para o patamar entre 0,5%-0,75% e manteve o discurso de que aumentos na taxa de juros do país serão graduais.

3. Resultados Alcançados e Avanços na Administração da Dívida

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", tal como definido no Art. 1º da Portaria nº 29 da Secretaria do Tesouro Nacional - STN, de 21 de janeiro de 2016. Este é o ponto de partida para a definição e análise das estratégias de financiamento do Tesouro Nacional.

Para o alcance desse objetivo, as seguintes diretrizes qualitativas nortearam a elaboração do PAF 2016:

- 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 e diversificação 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.

Assim, tendo como referência o objetivo e as diretrizes da DPF, esta seção descreve a execução do PAF 2016 e a evolução do estoque da DPF e seus principais indicadores nesse ano.

3.1. Necessidade de Financiamento

O Gráfico 3 a seguir apresenta a necessidade de financiamento do Tesouro Nacional apurada em 2016, discriminando-a em: vencimentos da dívida pública externa e interna, encargos referentes aos títulos na carteira do Banco Central[33], requerimento de recursos originados por meio de emissões para a cobertura de parte do déficit fiscal primário em "Outras Despesas" e recursos orçamentários direcionados para o pagamento da DPF.

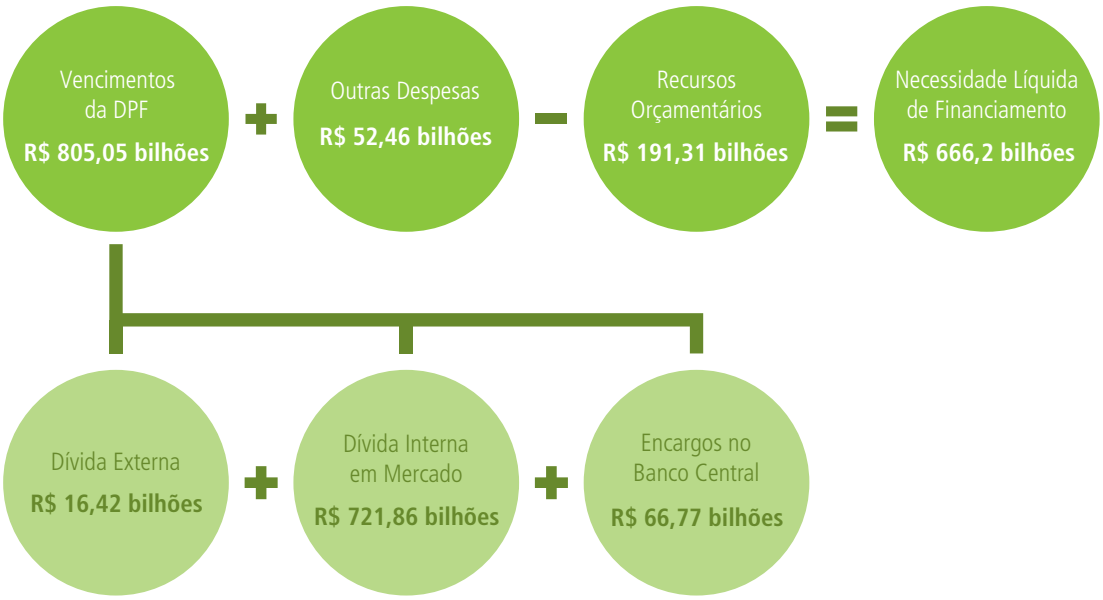
A necessidade bruta de financiamento em 2016, composta pelos Vencimentos da DPF, acrescidos das Outras Despesas, alcançou R$ 857,51 bilhões. Deduzindo desse montante os recursos orçamentários direcionados para pagamento da DPF, que totalizaram R$ 191,31 bilhões, chega-se à necessidade líquida de financiamento do governo federal de R$ 666,20 bilhões no ano.

Em comparação com o previsto no PAF 2016, houve um aumento de R$ 159,31 bilhões na Necessidade Bruta de Financiamento[34]. Desse montante, R$ 38,07 bilhões corresponde ao volume de prefixados emitidos com vencimento 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). Outra parcela relevante dessa diferença deve-se a despesas não relacionadas à gestão da DPF, embora financiadas com recursos de emissões de títulos públicos, no valor de R$ 52,46 bilhões, que não foram antecipadas à época do planejamento anual. Além disso, o resgate antecipado de títulos da carteira do BNDES, no montante de R$ 40,00 bilhões, também contribui para essa discrepância. Por fim, os comportamentos macroeconômicos não antecipados no cenário considerado na elaboração do PAF são responsáveis pelo restante da diferença entre os valores previsto e realizado para a Necessidade Bruta de Financiamento em 2016.

[33] 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.

[34] No PAF 2016, denominava-se "Necessidade Bruta de Financiamento" apenas o somatório dos vencimentos de dívida interna e externa com os encargos no Banco Central. Entretanto, como no decorrer do ano foram direcionados recursos provenientes de emissão de dívida para cobertura de parte do déficit primário, a Necessidade Bruta de Financiamento apresentada neste RAD 2016 acrescenta estas "Outras Despesas" aos vencimentos da DPF para compor a Necessidade Bruta de Financiamento.

Gráfico 3 - 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 totalizaram R$ 4,1 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, está disponível no Portal Tesouro Transparente, nos seguintes endereços eletrônicos:
http://www.tesourotransparente.gov.br/ckan/dataset/execucao-orcamentaria-e-financeira-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 2016.

3.2. Estratégia e sua Execução

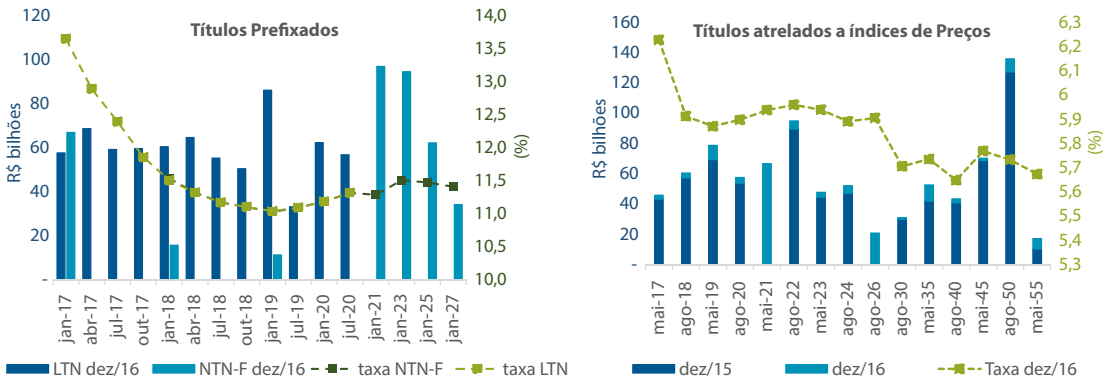
Dívida Doméstica

A estrutura de vencimentos dos títulos prefixados consistiu na oferta primária de quatro prazos de referência de LTN, 6, 12, 24 e 48 meses, representando os vértices prefixados de curto e médio prazo. Os *benchmarks* de longo prazo, entre cinco e dez anos, foram representados por dois pontos de referência de NTN-F, o primeiro vértice em janeiro de 2023 e a emissão de um novo título de dez anos, com vencimento em janeiro de 2027. As emissões totais de papéis prefixados foram de R$ 425,9 bilhões, com resgate de R$ 535,8 bilhões, levando ao resgate líquido de R$ 110,0 bilhões.

Em relação às NTN-B, títulos remunerados por índices de preço, as emissões seguiram a estratégia de oferta quinzenal em dois grupos de *benchmarks*, organizados de acordo com os vencimentos dos títulos. As NTN-B do Grupo I apresentaram

novas datas de vencimentos, em maio de 2021 e agosto de 2026, enquanto que o Grupo II manteve os vértices utilizados no ano anterior, maio de 2035 e maio de 2055. As emissões de NTN-B em 2016 foram de R$ 109,1 bilhões, com resgate de R$ 144,9 bilhões, levando ao resgate líquido de R$ 35,8 bilhões. Em dezembro de 2016, o estoque dos títulos prefixados e indexados a índices de preços e suas respectivas curvas de juros apresentavam a estrutura descrita no Gráfico 4:

Gráfico 4 - Estoque e Taxas dos Títulos Prefixados e Atrelados a Índices de Preços



Fonte: Tesouro Nacional e Anbima.

Por último, as emissões de títulos remunerados por taxas de juros flutuantes, as LFT, atingiram R$ 162,3 bilhões, contra resgates de R$ 19,0 bilhões, resultando em emissão líquida de R$ 143,3 bilhões. Cabe ressaltar que o baixo volume de resgastes de LFT em 2016 foi um fator determinante para a elevação da participação de flutuantes na composição da DPF, conforme apresentado mais adiante. As LFT foram ofertadas com periodicidade quinzenal e com vencimento nos meses de março e setembro de 2022. Desta forma, o prazo médio de emissão destes títulos ficou próximo a seis anos, mantendo-se em patamar superior ao prazo médio do estoque da DPF.

Dívida Interna – Demais Atuações

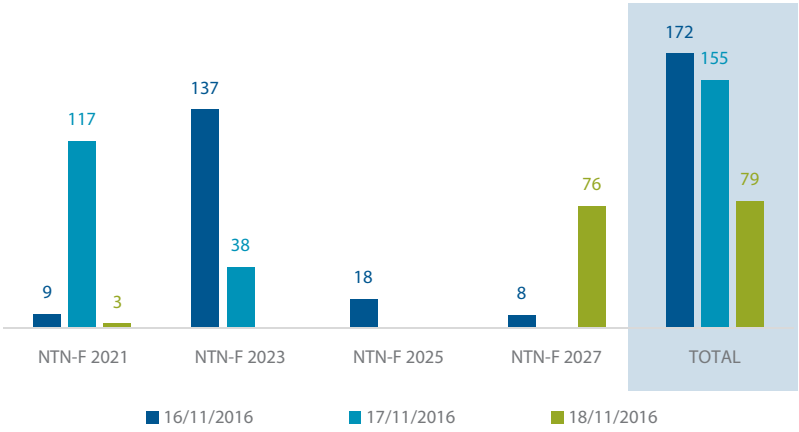
Adicionalmente às operações tradicionais de oferta pública, o Tesouro Nacional realizou leilões trimestrais de resgate antecipado das NTN-B com prazos superiores a 20 anos e de NTN-F com vencimento em 2025 e 2027, propiciando aos seus detentores uma possibilidade extra de liquidez em relação ao mercado secundário. Além disso, foi realizado, em janeiro, um leilão de troca de NTN-F, ofertando o novo *benchmark* de 10 anos, a NTN-F 2027. Por fim, foram feitos leilões mensais de troca das NTN-B, a exemplo do que ocorreu nos anos anteriores. O objetivo dos leilões de troca é a permuta de títulos com prazos inferiores aos títulos ofertados, o que resulta no alongamento do perfil da dívida.

O Tesouro Nacional sempre monitora as condições de mercado, buscando, por meio de suas ações, garantir o bom funcionamento do mercado de títulos públicos e de outros mercados correlatos. Durante períodos de elevada volatilidade no mercado financeiro, como observado após a divulgação do resultado das eleições nos EUA, o Tesouro Nacional pode realizar leilões extraordinários de compra de títulos públicos, com o objetivo de fornecer suporte ao bom funcionamento desse mercado. Essa estratégia tem sido utilizada pelo Tesouro Nacional e encontra respaldo no Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2016.

Nesse contexto, em 14 de novembro de 2016, o Tesouro Nacional divulgou a adoção de programa de leilões extraordinários de compra de NTN-F para os dias 16, 17 e 18 de novembro de 2016. Além disso, foi comunicado também o cancelamento dos leilões de venda de LTN e NTN-F previstos no cronograma anual para 17 de novembro de 2016.

A retirada de DV01 – medida de risco associada à variação das taxas de juros – do mercado é determinante para atuações que visam atenuar excessos de volatilidade. Conforme explicitado no Gráfico 5 abaixo, o programa de recompras do Tesouro Nacional retirou cerca de R$ 404 mil DV01 do mercado, concentrados principalmente nos dois primeiros dias do programa, R$ 171 mil no primeiro e R$ 155 mil no segundo, o que ilustra o gradual ajuste do mercado e a redução da necessidade de intervenção.

Gráfico 5 - DV01 Recolhido nos Leilões Extraordinários de Compra



Fonte: Tesouro Nacional

Dívida Externa

Após a ausência de emissões nos mercados internacionais em 2015, devido às condições menos favoráveis observadas naquele ano, o Tesouro Nacional realizou duas operações em 2016, dando manutenção à política de aperfeiçoamento da curva de juros externa.

No início de março, foi lançado um novo título de referência (*benchmark*) de 10 anos, em dólar, o bônus Global 2026, no volume de US$ 1,5 bilhão. O título foi emitido com cupom de juros de 6,0% a.a., pagos semestralmente nos dias 07 de abril e 07 de outubro de cada ano, até o seu vencimento, em abril de 2026. A emissão foi realizada com *spread* de 419,6 pontos-base acima da *Treasury* (títulos do Tesouro Norte-Americano) de mesmo prazo de referência e preço de 99,066% do seu valor de face, o que resultou em taxa de retorno para o investidor (*yield*) de 6,125% a.a.

A segunda emissão externa ocorreu em julho, no mesmo montante de US$ 1,5 bilhão. O novo *benchmark* de 30 anos em dólar, o bônus Global 2047, foi colocado no mercado ao preço de 96,464% do seu valor de face, resultando em *yield* de 5,875% a.a. A emissão foi realizada com *spread* de 357,20 pontos-base acima da *Treasury* de prazo similar. O pagamento do cupom de 5,625% a.a. terá início no dia 21 de fevereiro de 2017, e será realizado semestralmente até o vencimento em 21 de fevereiro de 2047.

O bônus Global 2026, seguido do Global 2047, foram os primeiros títulos da República emitidos no mercado externo com as melhorias contratuais propostas pela Associação Internacional de Mercado de Capitais (ICMA – *International Capital Market Association*), para as cláusulas de ação coletiva (CACs)[35] e da cláusula de *Pari Passu*[36]. Além disso, os novos *benchmarks* de 10 e 30 anos também passaram a refletir a mudança da figura do agente fiscal (*fiscal agent*) para a de *trustee indenture*[37].

Assim, as operações realizadas em 2016 estão em linha com o caráter qualitativo nas atuações da dívida externa, logrando diversificar a base de investidores e restabelecer vértices importantes na curva de financiamento do governo no mercado norte-americano, provendo referência para as empresas brasileiras que desejam acessar os mercados internacionais.

---

[35] As CAC´s determinam que, se um determinado percentual de investidores concordarem com os termos da reestruturação, os minoritários são obrigados a aceitar a negociação. As CAC's foram fortalecidas com a inclusão de uma cláusula de agregação, de forma que todo o estoque da dívida sujeita à reestruturação seja observado.

[36] É um instrumento jurídico que advoga que todos os credores devem receber o mesmo tratamento, para casos semelhantes. Esse tratamento igualitário não se aplica a pagamentos entre grupos distintos de dívida (reestruturada e não reestruturada).

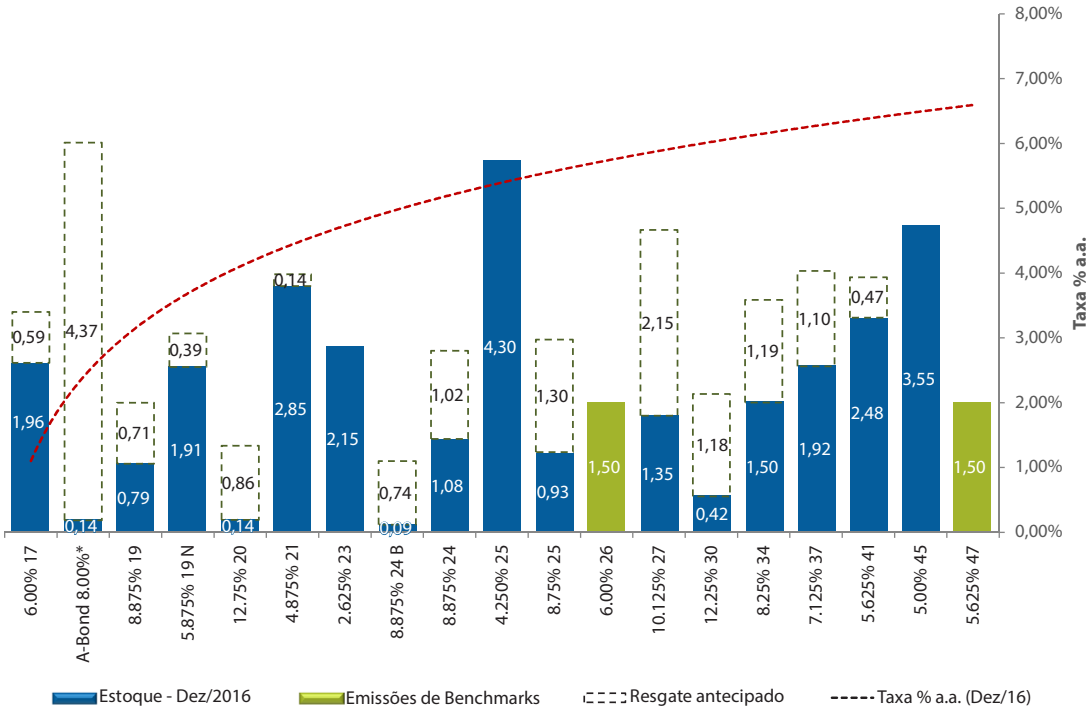
[37] Embora ambos tenham um papel semelhante do ponto de vista operacional, o trustee identure passa a ser o representante legal dos credores nas negociações, ao contrário do agente fiscal, que representa apenas o emissor.

Adicionalmente, por meio das emissões nos mercados internacionais e compra antecipada de moeda estrangeira, o Tesouro Nacional dispõe de volume suficiente para cobertura dos fluxos de principal e juros a vencer em um período superior a 12 meses, já tendo, portanto, estrategicamente pré-financiado pagamentos de dívida externa no curto e médio prazo.

Programa de Resgate Antecipado

Outra estratégia utilizada pelo Tesouro Nacional para o aprimoramento da curva de juros é o Programa de Resgate Antecipado de títulos da dívida externa, que retira do mercado títulos antigos que não refletem adequadamente o custo atual de financiamento desta dívida. O programa contribui para mitigação dos riscos de refinanciamento da dívida como um todo. Em 2016, o programa resgatou antecipadamente US$ 381,7 milhões, em valor de face, de títulos denominados em dólares, montante equivalente a US$ 417,6 milhões em valor financeiro. O gráfico abaixo reflete o resultado da estratégia executada regularmente pelo Tesouro desde janeiro de 2006, em conjunto com as novas emissões em dólares em pontos de referência (*benchmarks*) de 10 e 30 anos:

Gráfico 6 - Resultado da Estratégia Adotada para a DPFe entre 2006 e 2016



*Para o A-Bond (BR 8,00 15/01/2018), a redução no estoque contempla não apenas os valores decorrentes das recompras, mas também da amortização.

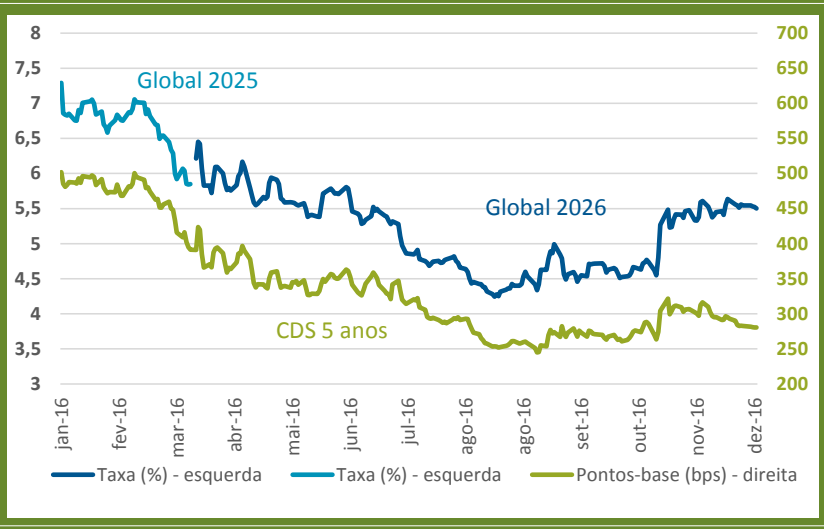
Fonte: Tesouro Nacional.
Nota: As informações acima se referem apenas à curva de juros dos títulos denominados em US$. Os resgates antecipados (barras pontilhadas no gráfico) refletem as recompras acumuladas desde o início do programa em 2006.
*Para o A-Bond (BR 8,00 15/01/2018), a redução no estoque contempla não apenas os valores decorrentes das recompras, mas também da amortização.

Quadro 1 - O Retorno do Brasil aos Mercados Internacionais

Na esteira da perda do grau de investimento pelas principais agências de classificação de risco, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, o Brasil iniciava o ano de 2016 com taxas de financiamento mais elevadas nos mercados internacionais. À época, a onda de aversão ao risco, com a persistente queda dos preços do petróleo, também contribuía para a piora do desempenho de títulos de dívida de mercados emergentes, bem como a decisão, no final do ano de 2015, do banco central norte-americano – *Federal Reserve* (Fed) – de aumentar a taxa de juros do país pela primeira vez em quase uma década.

Ao longo deste ano, entretanto, a melhora das expectativas dos investidores em relação ao cenário político e econômico do Brasil, resultou no retorno dos custos de financiamento para patamares mais atraentes para a República, bem como em uma melhora da avaliação de risco do país (CDS). Em paralelo, a recuperação nos preços das *commodities* e os rendimentos historicamente baixos dos títulos de economias mais desenvolvidas, ajudaram a aquecer a demanda por títulos de países emergentes, e do Brasil, em particular. O interesse da comunidade de investidores pelos ativos brasileiros foi confirmado com as emissões dos Globais 2026 e 2047, mesmo após a perda do grau de investimento e da ausência do país dos mercados internacionais em 2015.

Gráfico 7 - A volta do Brasil aos Mercados Internacionais



Fonte: Tesouro Nacional.

3.3. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

Em 2016, a execução da estratégia de emissões buscou aderência às diretrizes básicas enunciadas em seu Plano Anual de Financiamento e permitiu avanços na estrutura da DPF, com destaque para a baixa concentração de vencimentos no curto prazo. A composição por indexadores da dívida mostrou aumento da participação de títulos remunerados por juros flutuantes, mas esse movimento já era esperado e, de fato, foi menos acentuado do que a expectativa inicial. A Tabela 1 apresenta os resultados para os indicadores da DPF frente aos limites de referência do PAF 2016.

Tabela 1 - Resultados para a Dívida Pública Federal – DPF

Indicadores	Dez/15	Dez/16	PAF-2016	
			Mínimo	Máximo
Estoque (R$ bilhões)				
DPF	2.793,0	3.112,9	3.100,0	3.300,0
Composição (%)				
Prefixados	39,4	35,7	33,0	37,0
Índices de Preços	32,5	31,8	29,0	33,0
Taxa Flutuante	22,8	28,2	27,0	31,0
Câmbio	5,3	4,2	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos				
Prazo Médio (anos)	4,6	4,5	4,5	4,7
% Vincendo em 12 meses	21,6	16,8	16,0	19,0

Fonte: Tesouro Nacional

Estoque

O estoque da DPF encerrou o ano de 2016 em R$ 3.112,9 bilhões, dentro dos limites do PAF. Em relação ao ano anterior, houve um aumento de 11,45%. Esse aumento se explica principalmente pela apropriação de juros na DPMFi no ano (R$ 344,7 bilhões), em uma estratégia que buscou refinanciar aproximadamente 100% dos vencimentos de principal e juros da dívida interna do período. De fato, as emissões da DPMFi mantiveram-se próximas aos resgates, resultando em um resgate líquido de R$ 8,4 bilhões, com base nos fluxos de emissões e resgates totais[38]. Todavia, ao se considerar apenas as emissões e resgates com impacto na liquidez, houve emissão líquida de R$ 20,1 bilhões, contribuindo para redução do excesso de liquidez em mercado[39].

Destaque-se, em particular, a operação de resgate antecipado de R$ 40,0 bilhões em títulos junto ao BNDES, que reduziu o estoque da DPF devido ao cancelamento desses títulos. O Quadro 2 abaixo apresenta mais detalhes sobre essa operação.

[38] Vide Anexo C, Tabela 2, para maiores detalhes sobre os fatores de variação da DPF.

[39] Vide Anexo C, Tabela 1, para mais informações sobre os fluxos da DPMFi, e Gráfico 1, para histórico do percentual de rolagem com impacto na liquidez.

Quadro 2 - Antecipação de Pagamentos do BNDES à Secretaria do Tesouro Nacional

No dia 23 de dezembro de 2016 foi realizada uma operação de antecipação de pagamento de empréstimos feitos pela STN ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), firmados em contratos de financiamentos entre 2008 e 2014. O valor total da antecipação foi de R$ 100 bilhões e representou 18,7% do passivo de R$ 532 bilhões do BNDES junto à STN, conforme posição de setembro de 2016.

A operação foi um componente importante do programa de ajuste fiscal do Governo Federal e resultou em uma melhora substancial e imediata no nível de endividamento.

Do total de R$ 100 bilhões, foram liquidados R$ 40 bilhões em títulos públicos e R$ 60 bilhões em dinheiro. Os títulos, cujas características encontram-se descritas no Anexo C, foram imediatamente cancelados e os recursos financeiros foram destinados exclusivamente para o pagamento de dívida pública em mercado nos próximos exercícios.

A DBGG foi reduzida de imediato na mesma magnitude da operação, R$ 100 bilhões, o que equivale a cerca de 1,6% do PIB. O resgate de títulos públicos reduziu diretamente a DPF e o ingresso de dinheiro na Conta Única do Tesouro reduziu o excesso de liquidez no sistema financeiro, diminuindo, assim, o estoque de operações compromissadas do Banco Central.

Também houve diminuição permanente do subsídio implícito, que tem origem na diferença entre o custo de financiamento da STN e a remuneração dos empréstimos pelo BNDES. A estimativa foi de que a liquidação antecipada economizou cerca de R$ 37,3 bilhões (valor presente) em subsídios.

A operação não teve efeito imediato sobre a Dívida Líquida do Setor Público, uma vez que houve compensação proporcional entre as posições do ativo e do passivo de instituições públicas. Entretanto, a trajetória futura da DLSP será beneficiada pela economia com subsídios implícitos.

Para mais informações sobre os títulos resgatados na operação com o BNDES, ver Tabela 4 do Anexo C

Já a DPFe teve redução em seu estoque avaliado em reais devido essencialmente à apreciação da moeda doméstica no período, em um contexto marcado por emissões (R$ 12,9 bilhões) em valores próximos aos vencimentos de principal e juros (R$ 15,3 bilhões) no ano.

Composição da DPF

Quanto à composição da DPF, em comparação ao exercício passado, a participação de títulos remunerados a taxas flutuantes (em especial a LFT) mudou de 22,8% para 28,2%, ao passo que títulos remunerados a taxas prefixadas e os remunerados por índices de preços tiveram recuo na parcela da DPF (de 39,4% para 35,7%; e de 32,5% para 31,8%, respectivamente). Já a proporção de dívida atrelada ao câmbio diminuiu de 5,3% para 4,2%.

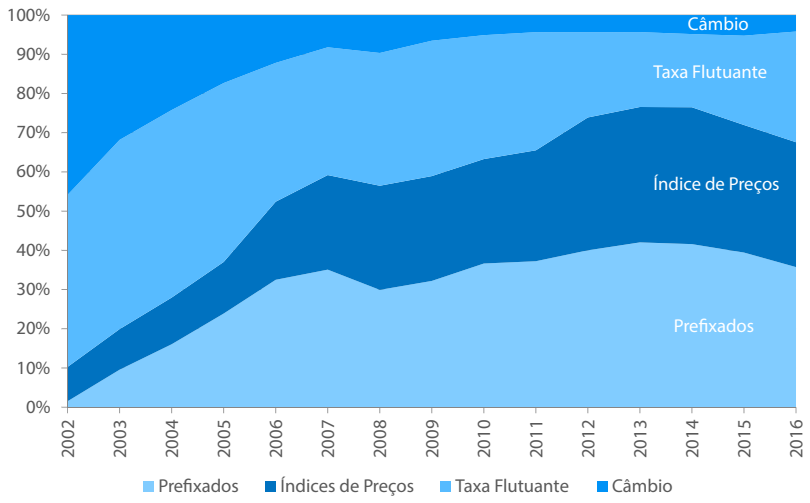
Em todos os casos, os indicadores da composição ao encerramento de 2016 situaram-se dentro dos limites do PAF, levando-se em consideração os valores de referência da revisão do PAF anunciada em outubro de 2016.

Na origem, o PAF 2016 já previa o aumento na fração das LFT no estoque da DPF, reduzindo-se principalmente a parcela dos títulos prefixados. Entretanto, ao longo do ano, as condições de demanda por esses últimos mostraram-se acima das expectativas iniciais, permitindo ao Tesouro Nacional realizar ofertas adicionais ao que se previa no início do ano, sem criar pressões nas condições de mercado e no custo da dívida.

Nesse contexto, houve revisão dos limites de referência para a composição, conforme apresentado em detalhes no Quadro 3.

A evolução histórica dos indicadores da DPF mostra significativos avanços em sua composição. No início do processo, principalmente no período de 2003 a 2006, a prioridade foi reduzir o risco cambial. Posteriormente, os esforços promoveram a substituição dos títulos com juros flutuantes pelos prefixados. Contudo, as mudanças são graduais, pois o Tesouro Nacional ajusta seu ritmo às condições de custo e prazo das alternativas de financiamento, como ilustra o Gráfico 8, a seguir.

Gráfico 8 - Composição por Indexadores da DPF

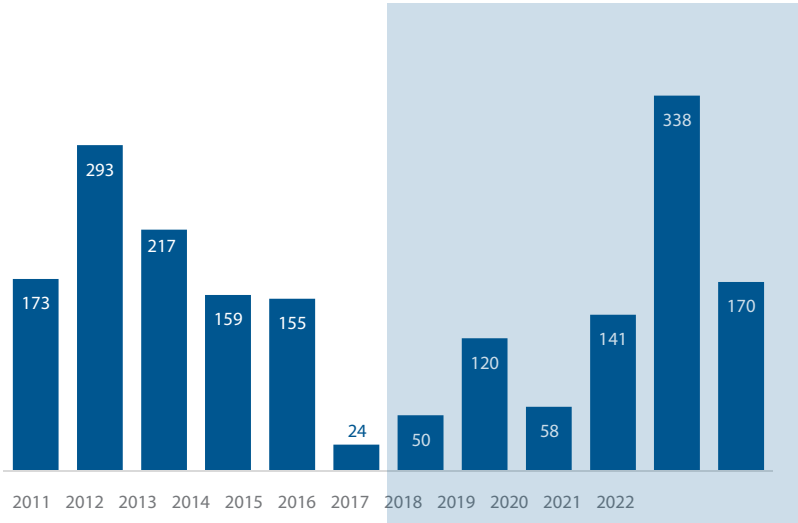


Fonte: Tesouro Nacional; posição em 31 de dezembro de 2016.

No ano de 2016, em particular, não foi possível dar continuidade ao processo de redução da participação de títulos com taxas de juros flutuantes na composição da dívida, como preconizam as diretrizes do planejamento da DPF. O aumento de sua proporção na dívida é resultado de uma estratégia que privilegiou o refinanciamento integral dos vencimentos da DPF no ano, associada em parte à emissão de LFT em montantes acima de sua maturação.

De fato, o baixo montante de vencimentos de LFT é uma condição que se mostra presente na DPF até 2020, fruto da estratégia executada entre 2011 e 2014, que privilegiou a colocação de outros instrumentos de dívida, em linha com as diretrizes gerais da DPF. O Gráfico 9[40] a seguir mostra o histórico de maturação desses instrumentos e antecipa o padrão que se espera para o próximo quinquênio. Como se vê, o ano de 2016 corresponde ao ponto mínimo de vencimento de LFT no horizonte apresentado. Depreende-se ainda desse gráfico a possibilidade de novos incrementos na fração de dívida com juros flutuantes no próximo triênio.

Gráfico 9 - Histórico e Projeções para os Vencimentos de Dívida Flutuante



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

[40] O Gráfico 9 ilustra o histórico e as projeções para os vencimentos de dívida com remuneração flutuante, que são compostos majoritariamente por LFT.

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, em 2016, o Tesouro Nacional necessitou reavaliar as premissas de seu planejamento estratégico de curto prazo para a DPF, o que levou à revisão dos limites de referência para o percentual de títulos prefixados e flutuantes.

A alteração dos limites de referência resultou da evolução das condições de demanda pelos títulos públicos ao longo do ano, com destaque para o cenário mais favorável às emissões de prefixados (LTN e NTN-F) do que anteriormente previsto, acompanhado de menores colocações de LFT. O ajuste na estratégia de emissões reflete principalmente na composição da DPF.

Os limites da composição para os títulos prefixados, definidos anteriormente entre 31% a 35%, foram alterados para o intervalo de 33% a 37%. Por sua vez, os limites da composição para os títulos flutuantes de 30% a 34% foram alterados para o intervalo de 27% a 31%. Os demais limites dos indicadores da DPF, estabelecidos no Plano Anual de Financiamento – PAF de 2016, não foram objeto de revisão.

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.

A análise da composição da DPF, tal qual se apresenta nesta seção, constitui ainda uma descrição de seu risco de mercado, que se refere à possibilidade de elevação no estoque da dívida devido a flutuações nas variáveis econômicas que afetam o custo dos títulos públicos, tais como: inflação, taxa de câmbio, juros de curto prazo e estrutura a termo da taxa de juros.

A despeito das mudanças de curto prazo na trajetória da composição da DPF, o Tesouro Nacional mantém sua diretriz de substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índice de preços. Enquanto os prefixados trazem previsibilidade aos fluxos nominais da dívida, os instrumentos vinculados à inflação têm vantagens para a gestão de riscos globais, pois seu custo apresenta maior estabilidade em termos reais e tende a ser positivamente correlacionado com a arrecadação tributária do governo. Além disso, esses títulos auxiliam de maneira importante o alongamento do prazo médio da dívida.

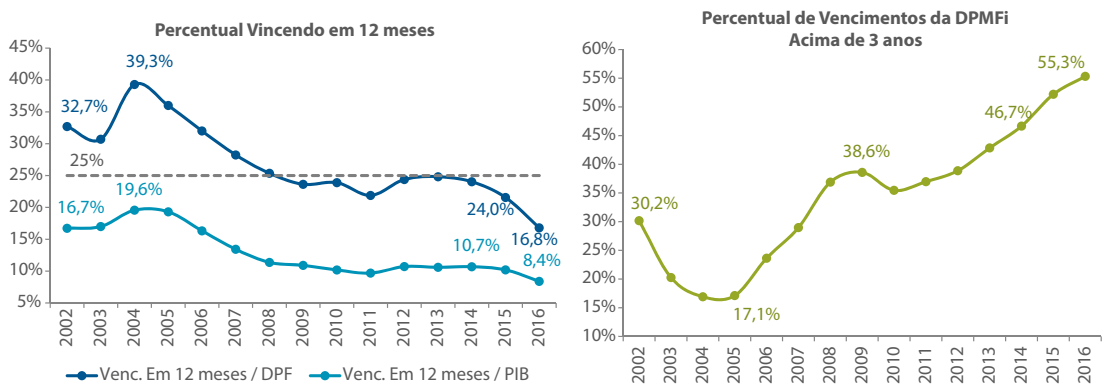
Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

Já a estrutura de vencimentos da dívida apresentou avanços em 2016. O prazo médio da DPF se manteve próximo do patamar máximo observado no ano anterior, de 4,6 anos ao final de 2015, e registrou 4,5 anos em dezembro de 2016, dentro dos limites de referência do PAF. Por sua vez, o indicador de concentração de dívida que vence no curto prazo alcançou seu menor valor na série histórica anual, com o percentual vincendo em 12 meses da DPF reduzindo-se de 21,6% ao encerramento de 2015 (que já era recorde de mínima) para 16,8% da DPF em dezembro de 2016, próximo ao limite inferior previsto no PAF 2016.

A estrutura de maturação da dívida está relacionada com seu risco de refinanciamento. Este é dado pela possibilidade de o Tesouro Nacional, ao acessar o mercado para refinanciar 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. Portanto, tal risco depende diretamente de quão concentrados em pontos específicos do tempo estão os vencimentos previstos da dívida, com monitoramento especial para a parcela vencendo no curto prazo.

Observa-se, por meio de uma inspeção sobre o indicador da fração de dívida vincenda em 12 meses (Gráfico 10), uma tendência de mitigação do risco de refinanciamento. Com efeito, atingiu-se em 2016 o mínimo histórico desse índice (16,8% da DPF), vindo de um patamar correspondente a 39,3% ao fim de 2004. Em percentual do PIB, há uma estabilização do indicador em patamares confortáveis para a gestão da DPF. Paralelamente, obteve-se um aumento da parcela de dívida alocada em horizontes mais longos (Gráfico 10), com a proporção da DPMFi em prazo superior a 3 anos alcançando o patamar de 55,3%.

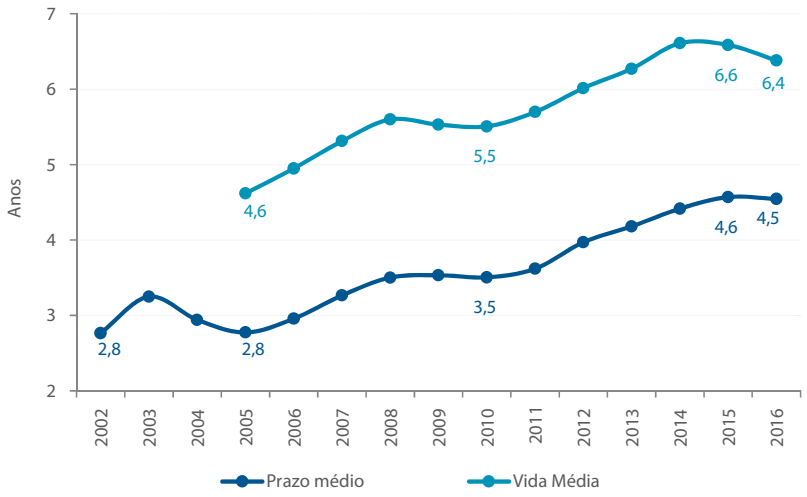
Gráfico 10 - Estrutura de Vencimentos da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

Essa suavização dos vencimentos acompanha os esforços para o alongamento da dívida, como se observa no Gráfico 11. O prazo médio (*duration*[41]) da DPF, que em 2005 era de 2,8 anos, manteve-se próximo à máxima histórica em 2016, atingindo 4,5 anos. O mesmo movimento pode ser visto para a métrica de vida média (ATM[42]), indicador alternativo para avaliar a maturidade e de grande importância para comparações internacionais, tendo em vista que muitos países o empregam como referência[43].

Gráfico 11 - Prazo Médio e Vida Média da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

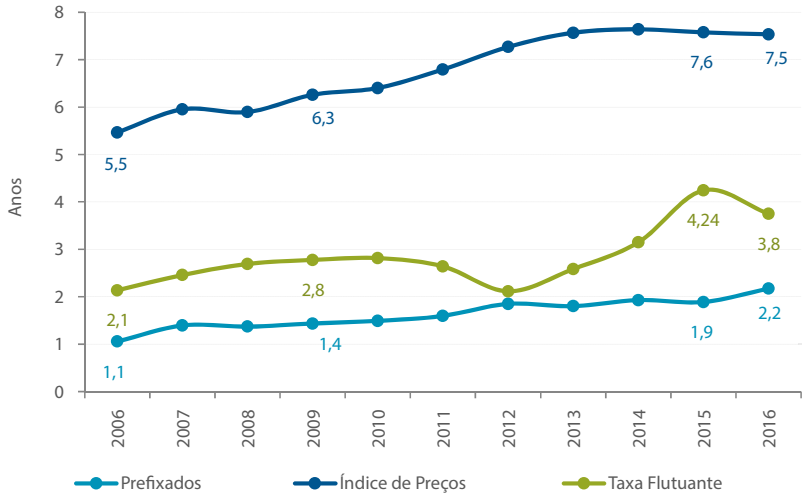
Observa-se ainda que o alongamento da dívida ocorre não apenas para seu estoque total, mas também para suas partes. O Gráfico 12 mostra que o prazo das dívidas prefixada, remunerada por índices de preços e flutuante também aumentou, quando esses grupos são analisados individualmente, com o prazo médio da dívida prefixada atingindo o máximo histórico de 2,2 anos. Todavia, a menor participação dos títulos atrelados a índices de preços na composição da DPF, que são os instrumentos de maior prazo, é um fator que evita um maior alongamento do prazo médio agregado da DPF.

41 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*).

42 Do inglês *average time to maturity*.

43 Esse indicador é menos eficiente do que o prazo médio, tanto por não considerar os pagamentos de cupons intermediários de juros quanto pelo fato de que os fluxos de principal não são trazidos a valor presente. Tais incorreções, motivo do menor destaque dado a esse indicador nas estatísticas da DPF, fazem com que ele apresente valores bastante superiores em relação ao prazo médio. Apesar dessas limitações, a maior parte dos países adota indicador semelhante à vida média em suas estatísticas de estrutura de vencimentos, tornando incorretas eventuais comparações diretas com a métrica empregada para o estabelecimento de metas da gestão da DPF (prazo médio).

Gráfico 12 - Prazo Médio dos Títulos por Indexador



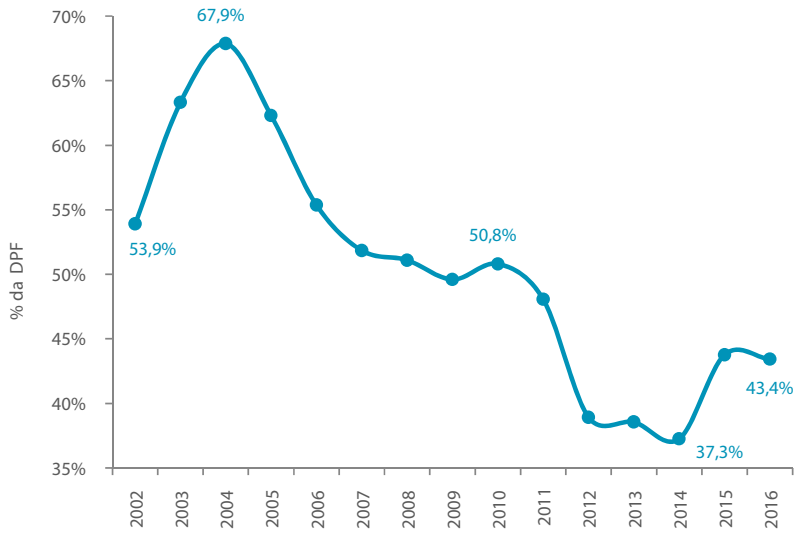
Fonte: Tesouro Nacional

Além disso, as inter-relações entre a composição e a estrutura de vencimentos têm implicações para a estratégia de financiamento. As LFT são títulos de maior prazo e se mostram uma alternativa a títulos prefixados de curtíssimo prazo.

O Gráfico 13 ilustra esse ponto ao apresentar o risco de repactuação. Este indicador avalia a exposição da DPF a aumentos de custo decorrentes de variações na taxa de juros e consiste no somatório da parcela da DPF vincenda em 12 meses e do volume de títulos remunerados por taxas de juros flutuantes com prazo superior a 12 meses. Trata-se da parcela da DPF que tem seu custo renovado no horizonte de um ano.

Diferentemente da composição pura por indexadores, essa métrica é mais conservadora e não se modifica quando substituímos as LFT por prefixados de curtíssimo prazo (menor que 1 ano), que também embutem risco de mercado relevante.

Gráfico 13 - Risco de Repactuação: DPF com Juros Flutuantes ou a Vencer em 12 Meses



Fonte: Tesouro Nacional

Nota-se que o risco de repactuação obteve uma trajetória declinante a partir de 2004, processo parcialmente revertido em 2014 e 2015, voltando a cair em 2016. Nesse indicador, a maior proporção de LFT é contrabalançada pelo menor percentual vincendo em 12 meses. Historicamente, essa evolução se beneficiou do alongamento da dívida com taxas prefixadas e do aumento da parcela de títulos remunerados por índices de preços (que têm longa duração). A redução desse risco está alinhada à estratégia de contribuir para uma menor indexação da economia à taxa de juros de curto prazo, sem comprometer a estrutura de vencimentos da DPF.

Em resumo, a trajetória dos indicadores de composição e estrutura de vencimentos da DPF permite inferir a manutenção na qualidade favorável do perfil de riscos aos quais a DPF esteve exposta nos últimos anos, conseguindo conciliar redução nos riscos de mercado e de refinanciamento.

3.4. Custo da Dívida Pública

Além dos riscos, o Tesouro Nacional pondera o seu custo de financiamento na definição da estratégia de dívida. Em geral, as alternativas de menor custo no curto prazo podem gerar maior exposição a perdas para o governo, em contextos de choques nas variáveis econômicas. Busca-se, então, uma composição de indexadores e prazos para a DPF que resulte em um balanço adequado entre o custo e o risco presentes na carteira de dívida.

A estatística de custo médio da dívida é uma agregação dos custos de financiamento encontrados pelo Tesouro Nacional em diferentes momentos em que foi a mercado captar recursos. Para que se monitorem as condições recentes de acesso ao mercado, é necessária ainda uma métrica que forneça informações sobre o custo da parcela recém emitida do estoque. Assim, divulga-se também a estatística do custo médio de emissão, que considera apenas as emissões ocorridas nos últimos 12 meses e captura de maneira mais fidedigna a correlação entre o custo de financiamento do Tesouro e as condições financeiras presentes no país. Tal como está construída [44], 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.

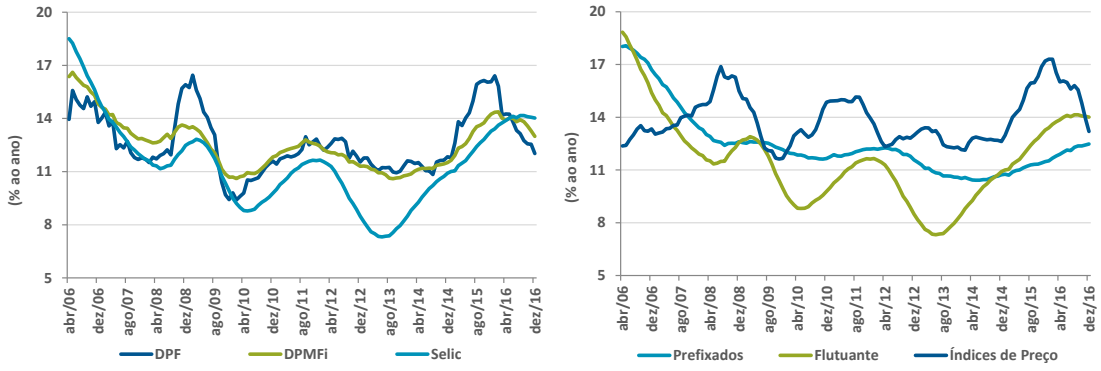
Contrariamente ao registrado no ano anterior, o custo médio da DPF diminuiu em 2016, tendo como principal fator a apreciação cambial do Real frente ao Dólar, com efeitos sobre a estatística de custo da DPFe.

No âmbito da DPMFi, o custo médio acumulado em 12 meses, que apresentava crescimento desde setembro de 2013, teve sua tendência revertida a partir de

[44] 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 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.

março de 2016, encerrando o ano abaixo da taxa de juros Selic. Uma variável que contribuiu para esse resultado é o custo da dívida remunerada por índices de preços, que se mostrava pressionado em um contexto de inflação acima da meta de política monetária. Esse processo foi revertido ao longo do ano, concorrendo, assim, para a diminuição do custo da dívida doméstica.

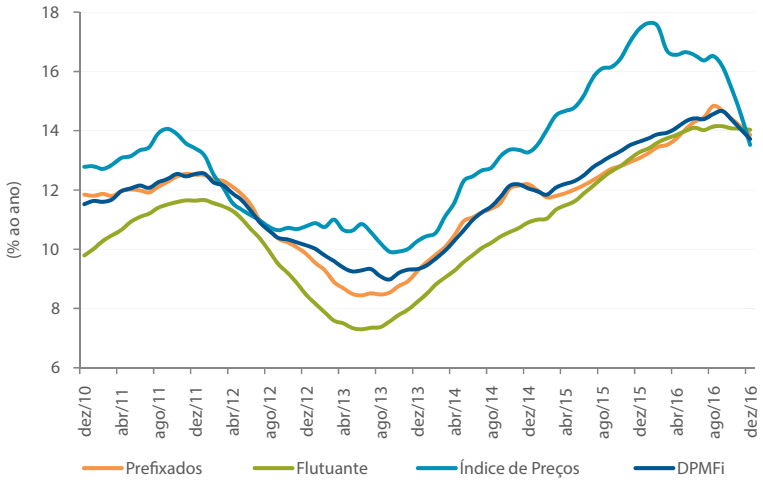
Gráfico 14 - Evolução do Custo Médio da Dívida (taxa acumulada em 12 meses)



Fonte: Tesouro Nacional

O custo médio das emissões da DPMFi vem acompanhando a evolução do custo das colocações de títulos prefixados, dado seu peso nas estratégias de emissões. A realização de taxas de inflação segundo o IPCA acima de sua meta reflete na estatística de custo de emissões, assim como acontece para o custo do estoque[45]. A expectativa de convergência da inflação à sua meta permite prospectar um fator favorável à evolução do custo de financiamento do Tesouro nos próximos períodos.

Gráfico 15 - Custo Médio das Emissões (taxa acumulada em 12 meses)



Fonte: Tesouro Nacional

Por fim, tendo em vista as informações acima, percebe-se que, apesar de mais insensível ao ciclo monetário no período recente, o custo de carregamento do estoque

[45] Em comparação aos títulos prefixados, os títulos 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 os reais, no momento das emissões.

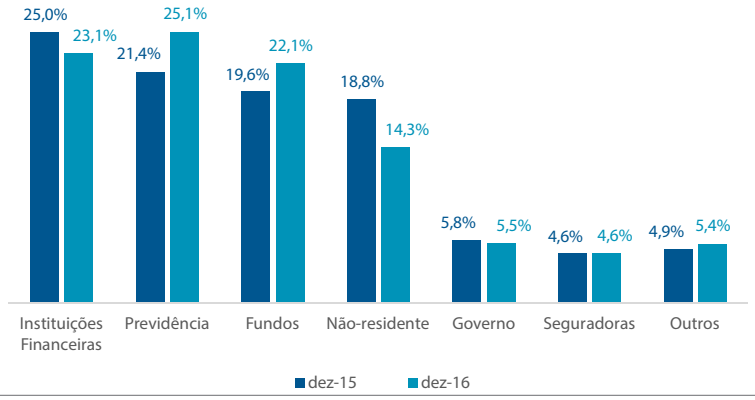
da dívida de responsabilidade do Tesouro Nacional não é imune a um aumento das taxas financeiras de curto prazo. Iniciado ainda ao final do exercício de 2014, o processo de aperto monetário resultou também em um aumento do custo médio de emissão. Na medida em que esse ciclo se reverta, as condições de custo da dívida tendem a exibir nova tendência, tanto por meio das novas colocações quanto por seu efeito sobre o estoque da DPMFi.

3.5. Base de Investidores

Dentre as diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF está a ampliação de sua base de detentores. A existência de investidores com diferentes perfis de risco e horizontes de investimento contribui para uma gestão eficiente da DPF, minimizando os efeitos do comportamento de determinado grupo sobre os preços e taxas dos títulos públicos, ampliando a liquidez e evitando excessiva volatilidade no mercado. A presença de uma base de investidores diversificada, sobretudo no financiamento da dívida doméstica, tem sido um fator de mitigação de riscos da dívida pública brasileira.

Como mostra o Gráfico 16, o grupo Previdência tornou-se o principal detentor da DPMFi em 2016. Observa-se ainda que o grupo Fundos ampliou sua participação na DPMFi em 2016, enquanto os grupos Instituições Financeiras e Não-Residentes apresentaram diminuição relativa.

Gráfico 16 - Evolução da Base de Detentores[46] da DPMFi



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

[46] O grupo denominado Instituições Financeiras representa a carteira própria de bancos comerciais e de investimento, sejam nacionais ou estrangeiros, além de 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 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.

A diminuição da participação relativa dos Não-Residentes na DPMFi, de 18,8% em 2015 para 14,3% em 2016, pode ser creditada ao cenário macroeconômico doméstico e às incertezas políticas do período, que resultaram em volatilidade no mercado financeiro do país. Entretanto, em geral. não se observaram movimentos expressivos de vendas pelos investidores estrangeiros, que na prática optaram por não renovar parte das aplicações de curto prazo no vencimento. Além disso, essa diminuição foi compensada por incremento na participação em títulos prefixados de mais longo prazo.

Ainda, merece menção o crescimento do grupo Previdência, cuja participação passou de 21,4% em 2015 para 25,1% em 2016, explicado, em parte, pela Resolução CMN nº 4.444, de 13 de novembro de 2015, que, entre outras medidas, limitou a aplicação em compromissadas e fixou prazos médios mínimos para as carteiras de renda fixa dos fundos especialmente constituídos, conforme Quadro 4 a seguir.

Quadro 4 - A Política de Investimentos de Previdência Aberta e o Mercado de Títulos Públicos

A Resolução nº 4.444, de 13 de novembro de 2015, do Conselho Monetário Nacional, introduziu importantes alterações nas regras que disciplinam a aplicação dos recursos dos fundos das Entidades Abertas de Previdência Complementar – EAPC[47].

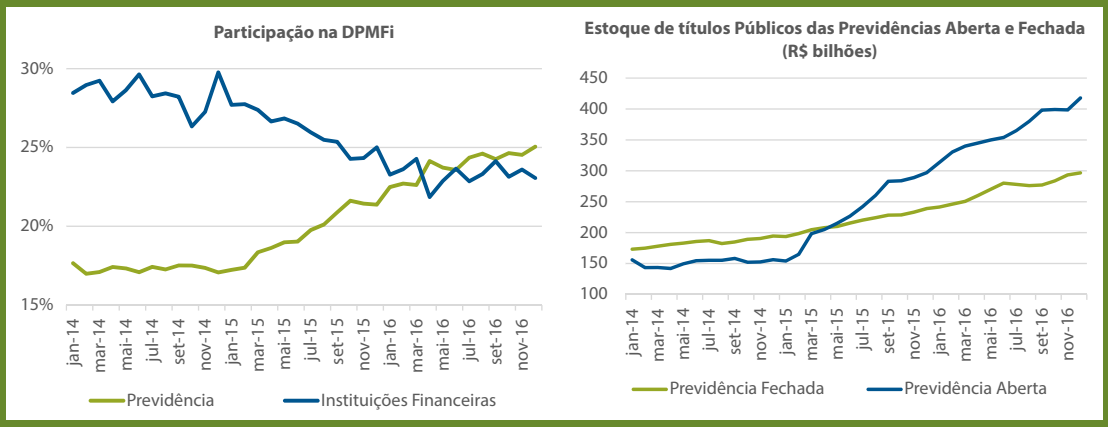
Além de criar maiores oportunidades de diversificação aos gestores, a nova legislação também limitou as operações de compra de títulos de renda fixa com compromisso de revenda, as chamadas operações compromissadas, a 25% do patrimônio líquido dos fundos de investimento especialmente constituídos. Foram estabelecidos, ainda, prazos médios mínimos a serem respeitados pelas carteiras de renda fixa dos FIE - prazo médio remanescente mínimo de 1.095 dias e prazo médio de repactuação mínimo de 730 dias. A norma entrou em vigor em maio de 2016 com a determinação de que o enquadramento de prazos das carteiras fosse feito até 31 de dezembro de 2016.

Como consequência dessas alterações, recursos originalmente destinados a operações compromissadas e a títulos públicos federais de curtíssimo prazo migraram, ao longo de 2016, para títulos públicos federais de mais longo prazo. Esse movimento é condizente com o maior horizonte temporal exigido para o conjunto dos ativos de renda fixa dos veículos previdenciários, que dobraram participação nos papéis prefixados longos, as NTN-F, com o seu estoque passando de R$ 34,4 bilhões em dezembro de 2015 para R$ 66,83 bilhões em dezembro de 2016. Conforme pode ser observado no Gráfico 17, a participação deste grupo Previdência na DPMFi

[47] Importante ressaltar que a norma disciplina a aplicação dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais, e dispõe sobre as aplicações dos recursos exigidos no país para a garantia das obrigações de ressegurador admitido e sobre a carteira dos Fundos de Aposentadoria Programada Individual (Fapi).

passou de 21,4% em dezembro de 2015 para 25,1% no mesmo período de 2016, ultrapassando a participação relativa das Instituições Financeiras, tradicionalmente o maior grupo de detentores da DPMFi. O gráfico também mostra o crescimento do estoque de títulos do grupo Previdência Aberta em 2016, chegando ao patamar de R$400 bilhões.

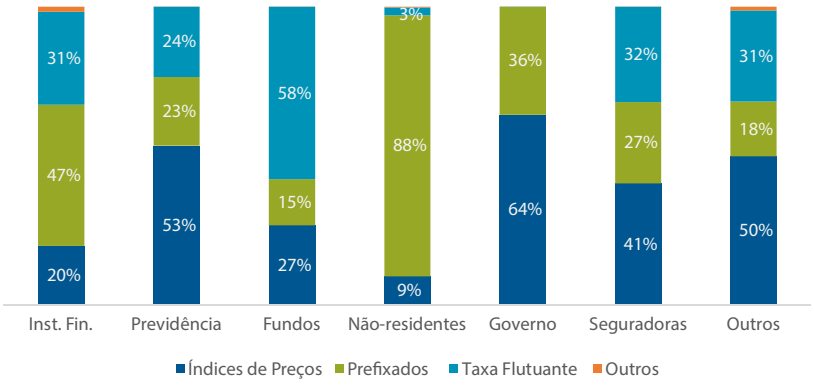
Gráfico 17 - Estoque DPMFi Mantido pelas Previdências Abertas e Fechadas



Fonte: Tesouro Nacional

Cabe ressaltar que o crescimento da participação relativa do grupo Previdência na DPMFi está em linha com a estratégia de financiamento da dívida pública no que se refere à composição por indexadores. Conforme observado no Gráfico 18, o grupo Previdência permanece como um dos detentores mais relevantes dos títulos atrelados a índice de preços, tendo em vista que seus passivos também são corrigidos pela inflação.

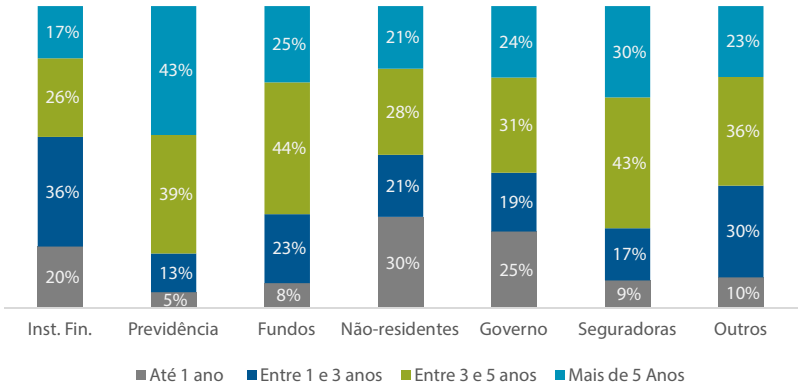
Gráfico 18 - Composição da Carteira de Títulos Públicos, por Detentor



Fonte: Tesouro Nacional e Selic
Nota: posição de 31 de dezembro de 2016

Em relação ao prazo das carteiras, o Gráfico 19 apresenta os grupos de detentores e as parcelas de títulos públicos distribuídos por prazo de vencimento. Pode-se notar que o prazo das carteiras está alinhado ao perfil de cada tipo de investidor. Por exemplo, o grupo Previdência tipicamente opta por ativos de médio e longo prazos, condizentes com seu passivo. Por sua vez, as instituições financeiras têm preferência por ativos de curto ou curtíssimo prazo (até três anos).

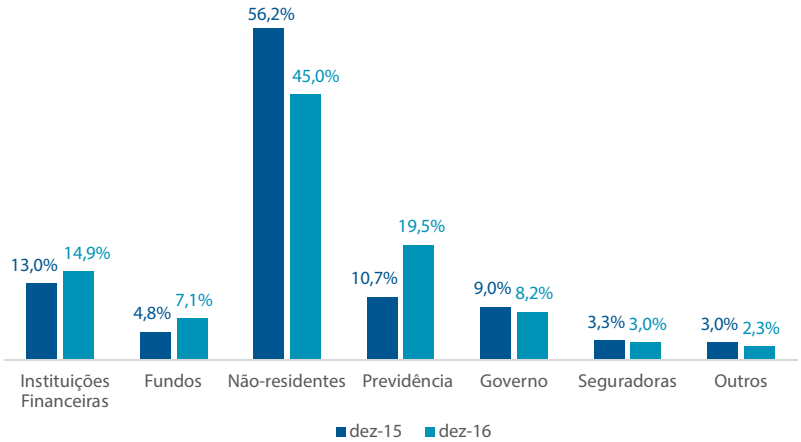
Gráfico 19 - Distribuição por Prazo de Vencimento, por Detentor



Fonte: Tesouro Nacional e Selic
Nota: posição de 31 de dezembro de 2016

Os investidores não residentes, por serem importantes demandantes das NTN-F, títulos prefixados de maior prazo, desempenham um papel importante no desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros no Brasil. Como pode ser visto no Gráfico 20, apesar de uma pequena redução no exercício, sua participação continua expressiva, representando 45,0% do estoque de NTN-F em dezembro de 2016. Também cabe destacar o crescimento da participação do grupo Previdência no último ano, de 21,4% em 2015 para 25,1% em 2016. Conforme explicado anteriormente, a maior exposição desse grupo a prefixados longos foi influenciada pela Resolução CMN nº 4.444/2015, que estimulou a indústria a elevar o prazo médio de suas carteiras de renda fixa. Vale ressaltar que, em 2016, o Tesouro Nacional passou a divulgar nos anexos do Relatório Mensal da Dívida Pública Federal a participação dos grupos de detentores por título.

Gráfico 20 - Participação dos Detentores em NTN-F

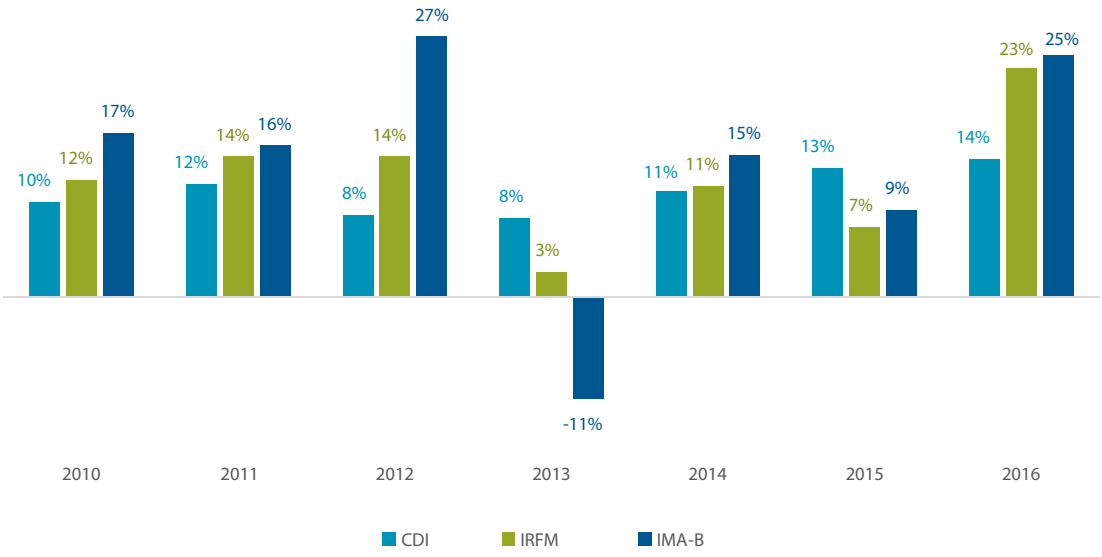


Fonte: Tesouro Nacional
Nota: posição de 31 de dezembro de 2016

A preferência de investidores por títulos prefixados e atrelados a índices de preços de prazos mais longos é, normalmente, premiada por maior rentabilidade no médio e longo prazos. Ressalta-se que em 2016 houve recuperação da rentabilidade

anual dos principais índices pertencentes ao Índice de Mercado Anbima - IMA, que seguem o rendimento de carteira formada por praticamente todos os títulos públicos federais em mercado, como pode ser observado no Gráfico 21. Enquanto o IRF-M[48] está associado aos títulos prefixados, o IMA-B é composto exclusivamente por títulos atrelados ao IPCA. Investimentos que possuam como referência o rendimento desses índices funcionam 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 21 - Rentabilidade Anual dos Principais Sub-índices do IMA e do CDI



Fonte: Anbima e CVM.

3.6. Garantias Concedidas pela União

As garantias concedidas pela União a operações de crédito e fundos vêm ganhando importância no âmbito do controle da Dívida Pública devido ao crescimento do saldo de dívidas garantidas, bem como de ocorrências recentes de honra de aval por parte de União. Ao conceder garantias, o Tesouro Nacional contribui para reduzir o risco de crédito de fundos e operações, auxiliando os entes garantidos a captar recursos a menores custos. Dentre os beneficiários das garantias predominam entes subnacionais, entidades controladas estaduais, fundos, bancos e estatais federais. Dentre os credores de operações de crédito garantidas, destacam-se organismos multilaterais e bancos federais.

Após 12 anos sem necessidade de que a União, na condição de garantidora, honrasse contratos, em 2016, foram honrados R$ 2,4 bilhões. O saldo devedor de garantias concedidas teve crescimento médio de 21,3% nos últimos cinco anos. O montante de saldo devedor elevou-se de R$ 114,3 bilhões, em 2011, para R$ 287,2 bilhões,

[48] Índice de Renda Fixa do Mercado. Indicador utilizado para medir o desempenho dos títulos de renda fixa prefixados.

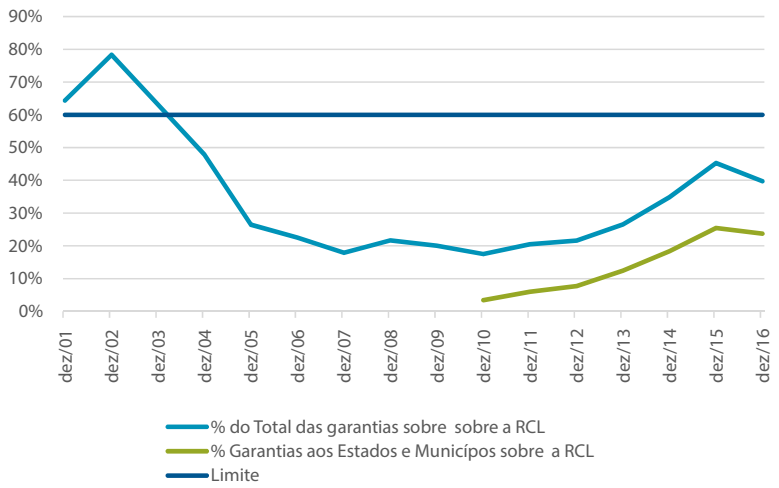
em 2016. A retração do saldo devedor no último ano se justifica por dois fatores: (i) com relação às obrigações internas, as amortizações superaram os desembolsos no período; (ii) com relação às obrigações externas, a valorização cambial[49] fez com que o valor do saldo em reais fosse reduzido.

Tabela 2 - Histórico do Saldo de Garantias Concedidas (R$ milhões)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obrigações Internas	**71.515**	**84.325**	**118.079**	**153.419**	**194.879**	**183.440**
Operações de Crédito	10.362	21.873	51.943	79.889	111.446	111.091
Fundos	61.153	62.451	66.136	73.530	83.433	72.348
Obrigações Externas	**42.845**	**48.640**	**56.094**	**70.176**	**110.609**	**103.761**
Total de Garantias	**114.360**	**132.965**	**174.173**	**223.595**	**305.488**	**287.201**

Apesar da recente elevação do saldo da dívida garantida, os limites legais têm sido cumpridos. A Lei Complementar nº 101 de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF) estabelece que os saldos das obrigações garantidas pela União não podem ultrapassar o limite estabelecido pelo Senado Federal, isto é, aquele constante da Resolução nº 48/2007, equivalente a 60% da Receita Corrente Líquida (RCL). Atualmente o saldo total das obrigações garantidas (R$ 287,2 bilhões) representa 39,8% da RCL. O saldo dessas obrigações referentes a entes subnacionais representa atualmente R$ 171,4 bilhões; 23,7% da RCL. No entanto, esses números devem ser analisados com cautela, pois uma parte relevante dessas garantias está associada a empréstimos atrelados ao câmbio, o que pode impor risco de incremento considerável sobre o saldo total das obrigações garantidas.

Gráfico 22 - Percentual das Garantias sobre a RCL



Fonte: Tesouro Nacional

[49] Dólar em 31/12/15 = R$3,90; em 30/12/16 = R$3,26

4. Avanços e Inovações no Gerenciamento da Dívida

Os avanços institucionais na gestão da dívida pública em 2016 deram-se principalmente pela conclusão dos novos submódulos do Sistema Integrado da Dívida - SID e pela integração de sistemas, que têm contribuído significativamente para a confiabilidade e integridade das informações geradas, além de maior eficiência operacional. Outra inovação que merece destaque é o Tesouro Transparente[50], plataforma da internet que concentra os dados de endividamento comumente apresentados nos relatórios mensais, mas que oferece ao público a customização da consulta. Em outra frente, em 2016, continuou-se a observar o impacto do novo Sistema de *Dealers* para evolução da liquidez do mercado secundário. Por último, o Programa Tesouro Direto seguiu com crescimento expressivo como resultado das inovações introduzidas em 2015 e outras melhorias lançadas em 2016.

4.1. Sistema Integrado da Dívida – SID

Em 2016, a Secretaria do Tesouro Nacional, em conjunto com o Serpro, avançou no desenvolvimento de novos submódulos do Sistema Integrado da Dívida, cujo objetivo é dar suporte para o gerenciamento da dívida, oferecendo respaldo na confiabilidade e integridade das informações geradas. Os submódulos desenvolvidos foram os de orçamento, análise da dívida e projeções, cujas vantagens destacam-se:

I. facilidade de operacionalização do sistema;

II. redução do tempo para consolidação das informações;

III. mitigação de eventuais erros operacionais;

IV. maior confiabilidade dos resultados gerados; e

V. suporte para tomada de decisões.

Submódulo orçamentário

Outro objetivo do SID é integrar o desenvolvimento orçamentário ao gerenciamento da dívida. O processo de elaboração do orçamento da DPF é complexo, demandando informações de diversas áreas do Tesouro Nacional, assim como interações com a

50 http://www.tesourotransparente.gov.br

Secretaria de Orçamento Federal do Ministério do Planejamento e outros órgãos, além de interagir com informações de múltiplos sistemas.

A elaboração do orçamento da dívida ocorre entre os meses de abril e agosto de cada ano e possui duas fases distintas. Na primeira fase são fixadas as despesas com as dívidas externas (mobiliária e contratual) e aquelas sem fluxo definido, como por exemplo honras de avais, recompras de títulos da dívida mobiliária externa, despesas administrativas e custos decorrentes das emissões externas. Na segunda fase são fixadas as despesas com a DPMFi.

Anteriormente ao SID, parte significativa do trabalho era feita no Sistema Elabora[51], com efeitos significantes em manipulações de planilhas e estruturação da proposta orçamentária. O sistema antigo também carecia de integração com os demais sistemas e estava em obsolescência, representado risco ao processo, e tampouco comportava a análise simultânea de mais de um cenário macroeconômico por proposta elaborada frente à complexidade e extensão do processo.

No intuito de solucionar estes problemas, o submódulo orçamentário foi desenvolvido no âmbito do SID como uma plataforma atualizada e flexível, que trouxe para o processo os seguintes benefícios: i) concentração das informações em um único sistema; ii) eliminação de trocas de dados entre sistemas e a consequente manipulação de planilhas; iii) viabilização da análise de mais de um cenário macroeconômico por proposta; iv) agilização da elaboração da proposta, que poderá ser feita em uma única fase, com economia de tempo superior a 75%; e v) maior segurança no acompanhamento da execução orçamentária, mediante funcionalidade desenvolvida para gerenciamento de dotações (reprogramação orçamentária). Complementarmente o sistema também gerará as projeções de estoque da DPF exigidas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO.

A reestruturação do processo gerou um fluxo de trabalho mais claro, intuitivo e totalmente integrado aos demais módulos do SID. Todos os dados ficarão registrados neste sistema, o que conferirá maior transparência ao processo, facilitando inclusive o trabalho dos órgãos de controle.

Submódulo análise da dívida

O controle da Dívida Pública Federal representa uma tarefa de elevado grau de responsabilidade e complexidade. Um dos principais documentos de consolidação de informações é o Relatório Mensal da Dívida, que contém dados de emissões, resgates, estoque, composição, fatores de variação do estoque, custo médio, percentual vincendo em 12 meses e prazo médio. Essas estatísticas são geradas de forma integrada e extraídas em formato compatível com o Relatório Mensal da Dívida.

---

[51] Antes de ser substituído pelo SID, o Sistema Elabora tinha a função de projetar o estoque da DPMFi e calcular a necessidade de financiamento da dívida pública, com o propósito de subsidiar a elaboração da proposta orçamentária da dívida pública.

Submódulo de projeções

Na gestão da dívida pública, é necessário testar o impacto de novas emissões e resgates no comportamento da dívida sob cenários macroeconômicos variados. Do mesmo modo, no processo de elaboração do orçamento da dívida pública, são consideradas não somente as operações financeiras já realizadas como também as futuras, que irão impactar a maturação e o estoque da dívida. Para atender essas demandas, em 2016, deu-se início à criação do submódulo de projeções do SID.

O submódulo de projeções do SID fornecerá simulações para a totalidade de contratos e títulos mobiliários da DPF. A partir de variações de cenários macroeconômicos e de estratégias de emissões e resgates, serão gerados o fluxo de pagamentos e o estoque futuro da dívida. Por permitir que múltiplos cenários e estratégias sejam simulados, o submódulo proporciona uma gama de resultados úteis para diferentes processos da dívida pública, tais como o processo de elaboração orçamentária, estratégias de emissões e resgates, a avaliação da composição futura da dívida, entre outros.

Atualmente, já existe um sistema de projeções, o GERIR[52], para fins de orçamento. O novo submódulo promoverá a integração dessas funcionalidades ao SID, promovendo maior flexibilidade ao fluxo de trabalho, maior precisão nas projeções e, assim, mais confiabilidade ao evitar eventuais riscos da manipulação de dados em múltiplas plataformas. Futuramente, o mesmo submódulo terá alcance adicional nos processos de controle de garantias da União e poderá ser a base para o registro e simulações das operações de crédito contratadas por entes da federação.

4.2. Integração de Sistemas

Visando a inovação e racionalização do registro, controle e contabilização das operações da DPF, o Tesouro Nacional implantou, em ambiente de produção, a integração do Sistema de Execução Orçamentária Financeira - Seorfi[53] com o Sistema Integrado de Administração Financeira - Siafi.

A integração implicou em ganhos significativos de qualidade, tempestividade, segurança, redução de esforço e tempo de trabalho com os processos de controle, conciliação de estoque, apropriação de juros, variação cambial da DPFe e execução orçamentária da despesas e receita da DPMFi.

4.3. Portal Tesouro Transparente

Em 2016, a Subsecretaria da Dívida Pública - SUDIP, buscando aprimorar a transparência das informações pertinentes à Dívida Pública Federal, passou a publicar no

---

52 Sistema de gerenciamento de risco e projeções da dívida.

53 O Seorfi é um dos sistemas utilizados na gestão da dívida pública, foi criado com objetivo de documentar e controlar a execução orçamentária.

sítio eletrônico do Tesouro Transparente arquivos que contêm informações sobre as estatísticas de endividamento comumente apresentadas nos relatórios mensais, além de outros dados sobre a execução orçamentária e financeira. Essas informações se encontram em formato aberto e podem ser extraídas pelos usuários, permitindo a customização dos dados para fins de estudos, pesquisas, análises, entre outros. É importante destacar que isso é parte de um avanço institucional que envolve todo o Tesouro Nacional. No Quadro 1 do Anexo C, elencam-se os dez conjuntos de informações disponibilizados pela SUDIP nesse portal.

4.4. Desdobramentos do Novo Sistema de *Dealers*

O Plano Anual de Financiamento de 2016 estabeleceu o aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário como uma das diretrizes da gestão da DPF. Ferramenta principal para o alcance dessa diretriz, o Sistema de *Dealers* permite ao Tesouro monitorar regularmente a liquidez do secundário. Os *dealers* são instituições financeiras credenciadas pelo Tesouro Nacional com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos, que podem atuar tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais como na negociação no mercado secundário desses títulos. O Sistema de *Dealers* tem sido submetido a mudanças em suas regras desde 2015, com desdobramentos significantes em 2016.

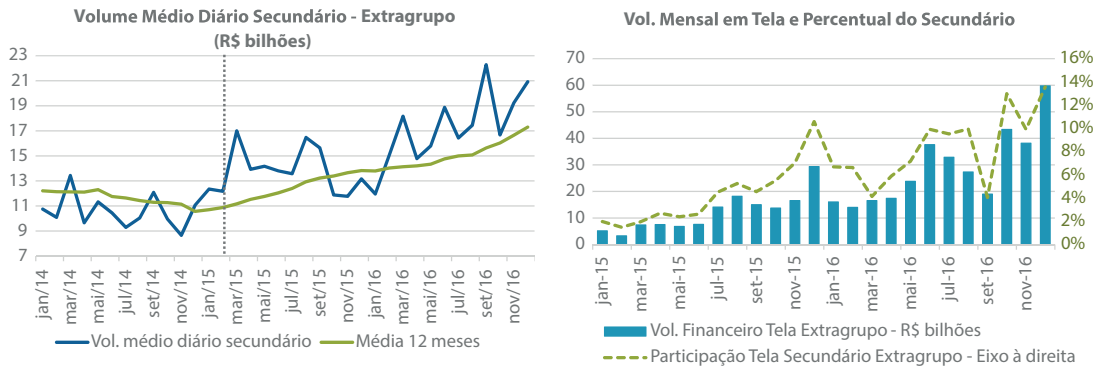
Nesse contexto, em fevereiro de 2015, o Sistema de *Dealers* do Tesouro Nacional foi separado do Sistema de *Dealers* do Banco Central, que passou a proporcionar maior pontuação às instituições distribuidoras de títulos públicos, especialmente àquelas que atuam em plataforma eletrônica. A alteração da norma ofereceu um maior incentivo à participação dos agentes no mercado de títulos públicos, com efeitos positivos à liquidez do mercado, que podem ser constatados pela evolução do volume médio diário de negociação. Em janeiro de 2015, dados do Banco Central indicavam que o volume médio diário negociado extragrupo tinha atingido o valor de R$ 12,3 bilhões. Em dezembro de 2016, esse volume atingiu o patamar de R$ 20,9 bilhões, o que representa um crescimento de cerca de 70%.

No Gráfico 23, que explicita a série histórica do volume médio diário em conjunto com sua média móvel de 12 meses, é possível observar, após fevereiro de 2015, a tendência crescente do volume negociado em secundário após a implementação das novas regras do Sistema de *Dealers.* Essa tendência de aumento na liquidez manteve-se inalterada em 2016.

Além da separação do sistema do Tesouro Nacional, outra inovação de 2015 foi a majoração do fator multiplicativo nas pontuações para negociações em plataformas eletrônicas. Em janeiro de 2015, cerca de 2% de todo o volume negociado em secundário extragrupo era operado via sistemas eletrônicos de negociação, o que representava cerca de R$ 5,1 bilhões dentro do mês. Em dezembro de 2016, cerca de 13,6% de todo o secundário era operado via plataformas eletrônicas, o

que correspondeu a R$ 59,7 bilhões. O Gráfico 23 explicita também a parcela do secundário extragrupo negociada por meio dessas plataformas em cada mês e o respectivo volume.

Gráfico 23 - Mercado Secundário - Extragrupo



Fonte: Tesouro Nacional

Assim, após as mudanças realizadas no Sistema de *Dealers*, é possível verificar a evolução gradual na liquidez do mercado secundário e de sua parcela realizada via sistemas eletrônicos de negociação. Entretanto, apesar do crescimento visto nos últimos anos, o Tesouro Nacional em seu papel de gestor de dívida pública continua atento à dinâmica do secundário e às eventuais possibilidades de atuação no que se refere ao fomento desse mercado.

4.5. Tesouro Direto

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

Recentemente, o Programa tem passado por diversos aperfeiçoamentos, marcados por ondas de melhorias, com objetivo de aproximar cada vez mais essa alternativa de investimento do grande público. A primeira onda, lançada em março de 2015, trouxe, entre outras novidades, nomes mais simples e intuitivos para os títulos públicos, o Orientador Financeiro e a liquidez diária.

Em 2016, o Tesouro Nacional deu continuidade ao Projeto de Aperfeiçoamento do Tesouro Direto, lançando a segunda onda de melhorias, que incluiu:

» Lançamento do aplicativo oficial do Tesouro Direto – plataforma dedicada a realização de investimentos e resgates, além de permitir consulta a extratos, taxas e protocolos.

» Ampliação do horário de resgates – das 9h30 às 18h00, o resgate ocorre com preços e taxas disponíveis no momento da transação. Das 18h00 às 5h00, finais de semana e feriados, o resgate ocorre com preços e taxas disponíveis na abertura do mercado do dia útil seguinte. Antes dessa mudança, o resgate diário só estava disponível, nos dias úteis, das 18h00 às 5h00, e em tempo integral nos fins de semana e feriados. A ampliação tornou equivalente os horários para investimento e resgate.

» Lançamento do curso gratuito sobre o Tesouro Direto, com conteúdo didático organizado nos níveis básico, intermediário e avançado.

» Avisos por SMS e e-mails – aumento da segurança e do controle do investidor, que poderá acompanhar *status* das transações e cobrança de taxas, entre outros.

» Novo Extrato – reorganização das informações do extrato de maneira mais clara e intuitiva, com exibição de gráficos didáticos que permitem acompanhar a evolução do investimento. Disponível para aplicações feitas a partir de janeiro de 2015.

» Novos vídeos na Galeria de Vídeos do Tesouro Direto – abordando o funcionamento dos títulos públicos de maneira lúdica, rápida e descontraída.

Os resultados positivos decorrentes dessas ondas de melhorias podem ser visualizados na tabela abaixo. Todos os indicadores que medem o desempenho do Tesouro Direto sofreram um salto significativo e consistente a partir de 2015, ano da primeira onda.

Tabela 3 - Resultados Consolidados do Tesouro Direto

	2012	2013	2014	2015	2016
R$ milhões					
Estoque	9.585	11.390	15.289	25.585	41.053
Vendas Brutas	3.660	3.678	4.978	14.457	19.039
Vendas Líquidas	1.003	656	2.515	7.742	11.423
Unidades					
Operações Liquidadas	235.283	253.705	387.319	1.044.258	1.746.644
Investidores Cadastrados	328.839	378.267	454.126	624.358	1.126.212
Investidores Ativos	90.287	97.898	129.049	233.945	401.799

Fonte: Tesouro Nacional

No acumulado de 2016, o estoque investido passou de R$ 25,6 bilhões no final de 2015 para R$ 41,1 bilhões no final de 2016, o que significa um aumento de 60,5%. O montante de vendas líquidas[54] atingiu o valor de R$ 11,4 bilhões no final de 2016,

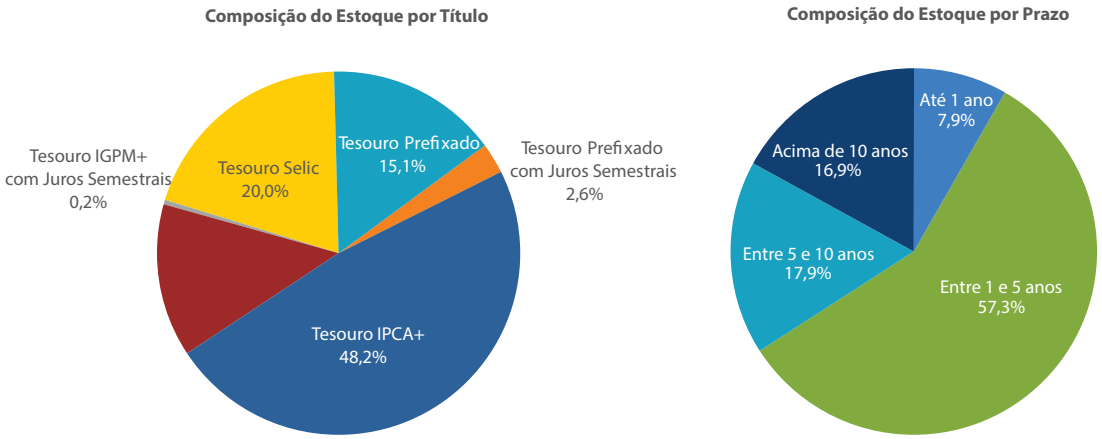
[54] Dadas pela diferença entre as vendas brutas e os vencimentos e resgates antecipados.

frente ao valor de R$ 7,7 bilhões no final do ano anterior. O montante de vendas brutas atingiu o valor de R$ 19,0 bilhões, frente ao valor de R$ 14,4 bilhões no final de 2015. Já o número de operações de venda alcançou a marca de 1,7 milhão, partindo do montante de um milhão, verificada no final do ano anterior.

O número de investidores cadastrados superou o patamar de um milhão, representando um crescimento de quase 80,4% frente ao número verificado no final de 2015, de 624 mil. Em relação aos investidores ativos, aqueles que efetivamente possuem aplicações, em 2016 houve acréscimo de 168 mil, totalizando 402 mil investidores posicionados, um número 71,8% maior que o verificado em 2015. Tal fato sinaliza a contínua popularização do Tesouro Direto, bem como sua consolidação como alternativa segura e rentável de aplicação financeira.

O perfil do estoque, como ilustrado nos gráficos abaixo, demonstra uma maior preferência dos investidores por títulos remunerados por índice de preços (participação de 62,3%), seguidos pelos indexados à taxa Selic 20,0%) e pelos prefixados (17,7%). Em relação ao prazo, os títulos com vencimento em até um ano representam 7,9% do estoque, enquanto aqueles que ocupam a faixa de um até cinco anos ficaram com 57,3% do total. Os títulos com prazos entre cinco e dez anos, por sua vez, fecharam o ano com 17,9% de participação, e acima de dez anos chegaram a 16,9%.

Gráfico 24 - Composição do Estoque do Tesouro Direto



Fonte: Tesouro Nacional

5. Conclusão do Relatório Anual da Dívida Pública

No ano de 2016 o Tesouro Nacional obteve avanços no perfil da DPF, notadamente com relação ao percentual vincendo em 12 meses, que ficou em 16,8% e alcançou um valor mínimo na série histórica, e ao alongamento de seu prazo médio, que atingiu 4,5 anos. 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 seis meses de vencimento da dívida interna.

Na execução do PAF 2016, o desempenho das emissões de títulos prefixados surpreendeu as estimativas previamente definidas, o que resultou na revisão dos limites de referência para os indicadores da composição da DPF, em favor de maior espaço para aqueles instrumentos. Ainda assim, houve expansão da proporção da dívida com juros flutuantes no ano, como efeito da baixa maturação de LFT e de uma estratégia que buscou refinanciamento integral dos vencimentos da DPF.

As melhorias no programa de varejo, os desenvolvimentos institucionais, que aprimoram a governança e o processo de tomada de decisão na área da dívida, bem como 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 – DPMFi 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 TESOURO 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 TESOURO 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 TESOURO 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 de 30/04/2015 (nº 81, Seção 1, pág. 83)*

PORTARIA DO TESOURO 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 TESOURO 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 de 22/12/2015 (nº 244, Seção 1, pág. 192)*

PORTARIA DO TESOURO 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 de 22/01/2016*

DECISÃO CONJUNTA BANCO CENTRAL E TESOURO 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 DO TESOURO NACIONAL Nº 74, 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*

PORTARIA DO TESOURO NACIONAL Nº 38, DE 22 DE JANEIRO DE 2016. Institui grupo de trabalho da Dívida Pública - GTDIV, no âmbito da STN/MF, para avaliação dos procedimentos orçamentários, financeiros e patrimoniais referentes ao processo de emissão e pagamento de títulos públicos federais de responsabilidade da Instituição e eventual proposição de aprimoramento.

Disponível em: *http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/COSIS_LEGIS.obtem_arquivo?p_id=8939:306428*

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:

I. 22,5% para aplicações com prazo de até 180 dias;

II. 20% para aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;

III. 17,5% para aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;

IV. 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 físicas[55].

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)[56].

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.

---

[55] 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.

[56] 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.

Anexo C. Tabelas, Quadros e Gráficos Adicionais

Anexo C - Tabela 1 - Emissões e Resgates da DPMFi

Fluxos da DPMFi - (R$ Milhões)	2013	2014	2015	2016
I - Emissões	**467.707**	**552.166**	**856.437**	**708.765**
Oferta Pública	368.003	458.386	813.735	674.175
Emissão Direta com Financeiro	2.943	617	-	2
Emissão Direta sem Financeiro (1)	58.805	65.975	12.920	11.484
Trocas	34.277	23.215	15.325	4.065
Tesouro Direto	3.678	4.993	14.457	19.039
Transferência de Carteira	-	(1.019)	-	-
II - Resgates	**551.403**	**621.055**	**706.575**	**717.201**
Vencimentos	501.476	581.522	676.206	660.347
Compras (2)	12.360	6.601	7.552	45.138
Trocas	34.277	23.214	15.325	4.065
Tesouro Direto	3.022	2.463	6.716	7.616
Pagamento de Dividendos	-	7.139	-	-
Cancelamentos	268	115	776	36
III - Resgate Líquido	**83.696**	**68.889**	**-149.861**	**8.437**
IV - Impacto na Liquidez (Resgate Líquido)	**142.234**	**126.590**	**-137.717**	**-20.116**
Emissões com impacto na liquidez (3)	374.624	463.996	828.191	693.216
Resgates com impacto na liquidez (4)	516.857	590.586	690.474	673.100
% Rolagem (impacto na liquidez) (5)	**72,5**	**78,6**	**119,9**	**103,0**

Fonte: Tesouro Nacional

(1) Em 2016, 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; Fundo de Compensação das Variações Salariais – FCVS; Programa de Financiamento às Exportações – PROEX; Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento das Instituições de Ensino Superior – PROIES; e Reforma Agrária.

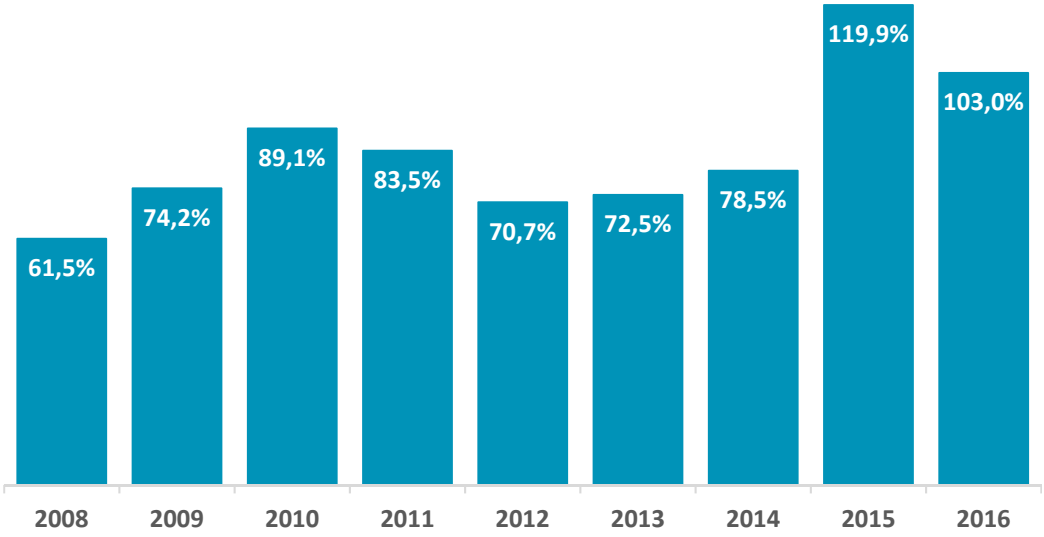
(2) A maior parte das compras realizadas em 2016 referem-se ao resgate antecipado de títulos na carteira do BNDES. Do total de R$ 100 bilhões, foram liquidados R$ 40 bilhões em títulos públicos e R$ 60 bilhões em dinheiro. A parte liquidada em títulos não teve impacto na liquidez.

(3) Inclui oferta pública, emissão direta com financeiro e Tesouro Direto, mais o ajuste financeiro das trocas.

(4) Inclui vencimentos, compras e Tesouro Direto.

(5) O percentual de rolagem representa a razão entre emissões e resgates com impacto na liquidez.

Anexo C - Gráfico 1 - Percentual de Refinanciamento da DPMFi



Fonte: Tesouro Nacional
Nota: 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.

Anexo C - Tabela 2 - Variação da DPF, DPMFi e DPFe em 2016 (R$ bilhões)

Indicadores	Estoque		Variação	Fatores de Variação		
	2015	2016		Emissões[1] (+)	Resgates[2] (-)	Juros Apropriados[3] (+)
DPF	2.793	3.113	319,9	721,7	732,5	330,7
DPMFi	2.650	2.986	336,2	708,8	717,2	344,7
DPFe	142,8	126,5	-16,3	12,9	15,3	-14,0

Fonte: Tesouro Nacional
Notas:
(1) Inclui R$ 11,5 bilhões relativos a emissões diretas da DPMFi.
(2) Inclui R$ 1,5 bilhão exclusivamente relativo aos resgates por meio do programa de *buyback* da DPFe, 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 o efeito da valorização/desvalorização do dólar e das demais moedas subjacentes à DPFe em relação à moeda nacional.

Anexo C - Quadro 1 - Conjunto de Informações Disponibilizadas pela SUDIP

Relatório	Descrição
Emissões e Resgates da Dívida Pública Federal	Informações sobre emissões e resgates de dívida pública realizados no mercado primário, onde o investidor adquire o título diretamente do emissor.
Emissões Diretas de Títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPFMi	Histórico mensal dos valores de emissões diretas de títulos públicos, decorrentes de programas de governo ou de operações estruturadas, a partir de janeiro de 2007.
Execução Orçamentária e Financeira da Dívida Pública Federal por Natureza da Despesa	Movimentação líquida da execução orçamentária e financeira da Dívida Pública Federal, por Natureza da Despesa, discriminada por exercício e mês de lançamento.
Estoque da Dívida Pública Federal	Informações do estoque da DPF para o fechamento do mês.
Fatores de Variação da Dívida Pública Federal	Informações da variação de estoque da DPF entre dois meses e os eventos responsáveis por essa variação.
Contratos para Financiamentos de Projetos, Aquisição de Bens ou Serviços	Informações das operações de crédito externo contratados pela União, relacionados a financiamento de projetos e aquisição de bens ou serviços.
Garantias Concedidas em Operações de Crédito (Internas e Externas)	Informações das garantias concedidas, relativas às operações internas e externas firmados por Estados, Municípios, Distrito Federal, entidades controladas e estatais federais, que apresentem a Garantia da União.
Emissões Soberanas da Dívida Pública Federal Externa	Listagem de todos os títulos externos emitidos pelo Tesouro Nacional desde 1995 e suas características
Execução Orçamentária e Financeira da Dívida Pública Federal por Fonte de Recursos	Saldo atual da execução orçamentária e financeira da Dívida Pública Federal, para o exercício indicado, por Fonte de Recursos.
Resultado dos Leilões da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna	Informações sobre os leilões, em oferta pública, de títulos públicos da dívida mobiliária federal interna.

Anexo C - Tabela 3 - Indicadores Macroeconômicos do Brasil

Indicadores	2012	2013	2014	2015	2016
Produto					
PIB Real (% a.a.)	1,9	3,0	0,5	-3,7	-3,5*
Inflação					
IPCA (% a.a)	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3
Taxa de Câmbio					
R$/US$ - final de período	2,04	2,34	2,66	3,90	3,26
Taxa de Juros					
Taxa Selic - meta (% a.a.)	7,25	10,00	11,75	14,25	13,75
Contas Externas					
Balança Comercial (US$ bi)	19,4	2,6	-3,9	19,7	47,7
Conta Corrente (US$ bi)	-54,2	-81,4	-90,9	-58,9	-23,5
IDP (US$ bi)	65,3	64,0	62,5	75,1	78,9
Reservas Internacionais - conceito caixa (US$ bi)	373,1	358,8	363,6	356,5	365,0
Reservas Internacionais - conceito liquidez internacional (US$ bi)	378,6	375,8	374,1	368,7	365,0
Indicadores Fiscais					
DLSP (% PIB)	32,3	30,6	33,1	36	45,2*
DBGG (%PIB)	53,8	51,7	57,2	65,5	
Resultado Nominal (% PIB)	-2,3	-3,0	-6,1	-10,3	-9,2%*
Resultado Primário (% PIB)	2,2	1,7	-0,6	-1,9	-2,6%*

Fonte: Banco Central; (*projeções de acordo com Relatório Focus – 18/11/2016)

Anexo C - Tabela 4 - Títulos Públicos Resgatados na Operação com o BNDES

Vencimento	PU	Quantidade (mil)	Valor (R$ milhões)
LTN			
jan/17	997,0	9.150	9.122
abr/17	967,4	350	339
jul/17	941,7	6	5
jul/17	941,7	1.803	1.698
out/17	917,1	1.700	1.559
out/17	917,1	3.681	3.376
jan/18	895,4	113	102
jan/18	895,4	475	426
abr/18	873,5	3.290	2.874
out/18	829,9	1.550	1.286
jan/19	809,4	400	324
jul/19	767,6	450	345
jan/20	725,8	1.358	986
NTN-F			
jan/17	1.045,6	5.000	5.228
jan/17	1.045,6	5.113	5.346
jan/17	1.045,6	250	261
jan/21	1.006,3	199	200
jan/21	1.006,3	500	503
jan/23	987,5	50	49
jan/23	987,5	494	488
jan/25	974,6	15	14
jan/25	974,6	145	142
jan/27	966,1	435	420
NTN-B			
ago/18	3.015,9	60.000	181
ago/24	3.022,5	123.058	372
ago/30	3.060,4	373.379	1.143
ago/40	3.075,1	78.493	241
mai/45	3.017,6	984.070	2.970

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

Balanço 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

BRASIL
GOVERNO FEDERAL