

Relatório Anual da DPF 2017



TESOURO NACIONAL

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 Moraes
- Líscio Fábio de Brasil Camargo
- Pedro Jucá Maciel
- Priscilla Maria Santana

EQUIPE TÉCNICA

Subsecretário da Dívida Pública

José Franco Medeiros de Moraes

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Leandro Puccini Secunho

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Luiz Fernando Alves

Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública

André Proite

EQUIPE TÉCNICA

- Amanda Giordani Pereira
 - Ana Carolina Kanemaru Lopes
 - Artur Cleber Assunção do Vale
 - Cecília de Souza Salviano
 - Cláudio Araujo de Freitas Gago
 - Daniel Cardoso Leal
 - Daniel de Carvalho Cunha
 - Daniel Mário Alves de Paula
 - Débora Christina Marques Araújo
 - Eduardo Henrique Leitner
 - Flávia Fontoura Valle May
 - Francisco Onivaldo de Oliveira Segundo
 - Frederico Schettini Batista
 - Gian Barbosa da Silva
 - Giovana Leivas Craveiro
 - Gustavo Matte Russomanno
 - Helano Borges Dias
 - Hélio Henrique Fonseca Miranda
 - Iara Faria Gohn
 - João Franco Neto
 - José Eduardo Pimentel de Godoy Jr
 - José Inácio Burnett Tessmann
- Josiane Kuhnen da Silva Almeida
 - Jáilson Weilly Silveira
 - Keiti da Rocha Gomes
 - Krisjanis Figueiroa Bakuzis
 - Leandro Galvão*
 - Lena Oliveira de Carvalho
 - Lucas Gurgel Leite
 - Luciana Maria Moreira Trigueiro
 - Marcelo Rocha Vitorino
 - Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós
 - Marcia Paim Romera
 - Marcos Demian Pereira Magalhães
 - Marcus Vinícius Socio Magalhães
 - Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal
 - Mariana Padrão de Lamonica Freire
 - Maurício Dias Leister
 - Mucio Reis de Oliveira
 - Nathália Filgueiras de Almeida
 - Nucilene Lima de Freitas França
 - Paulo Moreira Marques*
 - Roberto Beier Lobarinhas
 - Tatiana de Oliveira Mota

** Coordenação Técnica*

Design Gráfico

Helise Oliveira Gomes (Gerência de Informação/CODIN)

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2017. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2018, número 15.
1. Dívida Pública Federal 2. Relatório Anual 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
Correio Eletrônico: stndivida@tesouro.gov.br
Home Page: www.gov.br/tesouronacional/pt-br

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

Mensagem do Tesouro Nacional

O Tesouro Nacional tem avançado na sua missão institucional de zelar pelo equilíbrio das contas públicas e pela sustentabilidade da dívida pública, fomentando a transparência, a disciplina fiscal e o debate sobre as escolhas públicas. Neste contexto, apresentamos a 15ª edição do Relatório Anual da Dívida (RAD), que traz os resultados e os principais avanços na gestão da Dívida Pública Federal – DPF no ano de 2017.

A DPF se caracteriza, atualmente, por uma composição saudável, com reduzida exposição cambial e baixa concentração de vencimentos no curto prazo, além de contar com uma base diversificada de investidores para seu financiamento. São fatores que, em linha com as diretrizes que conduzem as estratégias da DPF, contribuem para mitigar os riscos inerentes à sua gestão e devem ser ponderados na análise de sua sustentabilidade intertemporal.

Ao trazer um balanço de 2017, destaca-se a redução do custo médio de financiamento da DPF, que tem a redução da inflação e a consequente redução da taxa de juros da economia brasileira ao longo do ano como fatores explicativos. No âmbito da Dívida Pública Federal Externa a realização de duas operações bem-sucedidas no mercado internacional apontou para a confiança dos investidores na solidez e no baixo risco do perfil de endividamento brasileiro.

Essa edição do Relatório apresenta no Capítulo 1 a evolução do cenário macroeconômico durante o ano de 2017. A seguir, o Capítulo 2 discorre sobre os principais resultados alcançados para a DPF, destacando-se a necessidade de financiamento, a evolução dos principais indicadores, a gestão da dívida externa, a base de investidores e as garantias concedidas. Por fim, o Capítulo 3 resume os avanços e temas em desenvolvimento incluindo a regra de ouro, o relacionamento com o Banco Central, os esforços de comunicação com a sociedade, o Tesouro Direto, entre outros. Dessa forma, os resultados apresentados corroboram que a gestão da DPF segue o compromisso com o objetivo de redução de seu custo de financiamento e a manutenção de seu risco em níveis prudentes, buscando, adicionalmente, contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos. A publicação deste relatório se insere ainda nos esforços do Tesouro Nacional para ativamente dar transparência à sua gestão e fortalecer os canais de comunicação com a sociedade.

**Objetivos
& Diretrizes
da gestão da DPF**

[Clique no botão e acesse os Objetivos e Diretrizes da Gestão da DPF](#)

Equipe do Tesouro Nacional

Sumário

1 Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2017 **5**

2 Resultados Alcançados **9**

2.1 Necessidade de financiamento **9**

2.2 Estratégia e sua execução **10**

Dívida Interna **10**

Dívida Externa **12**

Resgate Antecipado de Títulos da Dívida Externa **13**

2.3 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos **14**

2.4 Base de Investidores **17**

2.5 Garantias Concedidas pela União **19**

3 Inovações e temas em desenvolvimento **20**

3.1 Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central **20**

3.2 Regra de Ouro **21**

3.3 Sistema de Dealers **22**

3.4 Recomendação de previsão orçamentária para emissão de títulos **23**

3.5 Tesouro Direto **23**

3.6 Esforços de comunicação com a sociedade **25**

4 Conclusão **27**



1 Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2017

No início de 2017, a atividade econômica doméstica apresentava um cenário de recuperação lenta e gradual, após dois anos de recessões significativas (-3,5% tanto em 2015 quanto em 2016). O mercado estimava crescimento do PIB em torno de 0,5% para 2017¹. Já no primeiro trimestre do ano, o crescimento do PIB de 1,3%, após 8 trimestres consecutivos de retração, surpreendeu positivamente. O detalhamento mostrou que a alta do PIB foi impulsionada pelo setor agrícola e por alguns setores da indústria (bens de capital) e de serviços (transportes). Por outro lado, a ausência de recuperação dos componentes de demanda (consumo e investimento) reforçavam o cenário de uma economia ainda em recuperação.

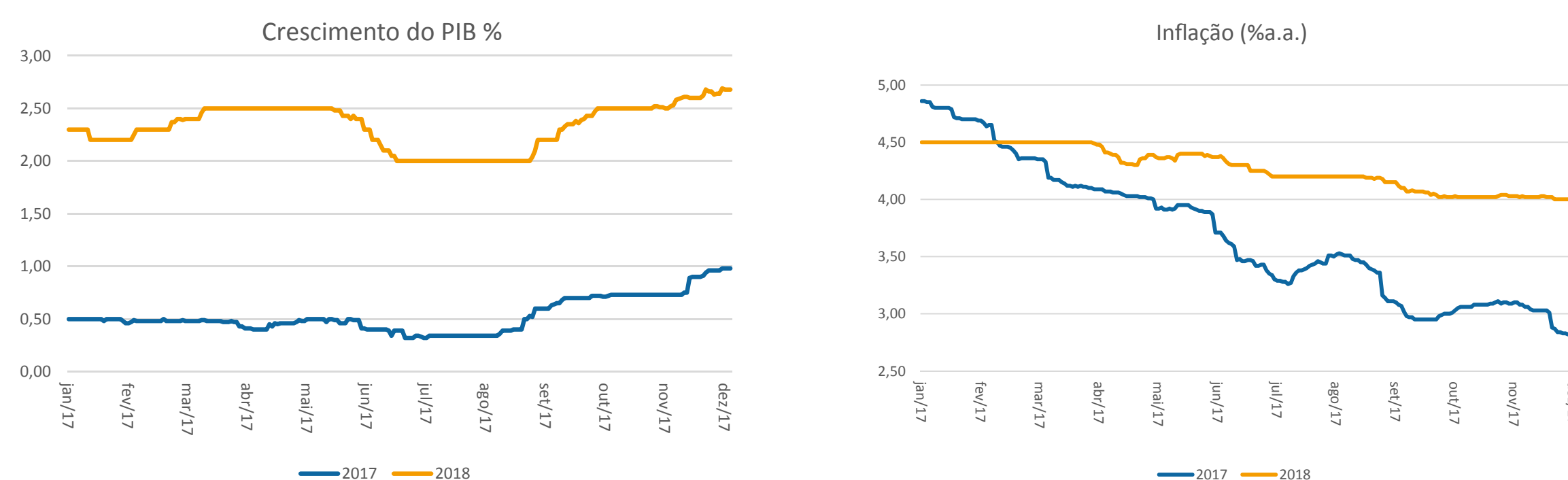
O enfraquecimento da atividade observado nos últimos anos impactou mais expressivamente os preços. A inflação em 2016 foi de 6,3%, dentro dos limites de tolerância da meta para esse indicador, e as perspectivas eram de continuidade de desaceleração do IPCA em 2017 para um valor próximo ao centro da meta (4,5%). Além disso, observou-se uma forte queda de preços dos alimentos, resultado de uma safra favorável no período. Esse cenário positivo favoreceu ainda as projeções de inflação para os próximos anos, o que auxiliou a decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN) de diminuir as metas de inflação para 2019 (4,25%) e 2020 (4,0%)², ampliando a capacidade da política monetária de balizar as expectativas de inflação para prazos mais longos e iniciando um processo de convergência para padrões internacionais. A Figura 1 reflete o exposto acima ao longo de 2017, com uma melhora significativa na percepção dos agentes econômicos sobre a perspectiva de crescimento econômico e inflação para os anos de 2017 e 2018.

Expectativas de inflação
estão bem ancoradas

¹ Relatório Focus do Banco Central de 27/01/2017: <http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20170127.pdf>

² Até 2016, a meta de inflação de 4,5% considerava 2 pp para cima e para baixo como intervalo de tolerância em relação à meta central. Sendo assim, o limite superior da banda era de 6,5%. A partir de 2017, os limites passaram a ser de 1,5 pp, para cima e para baixo.

Figura 1. Evolução das Projeções de Mercado para o PIB e Inflação



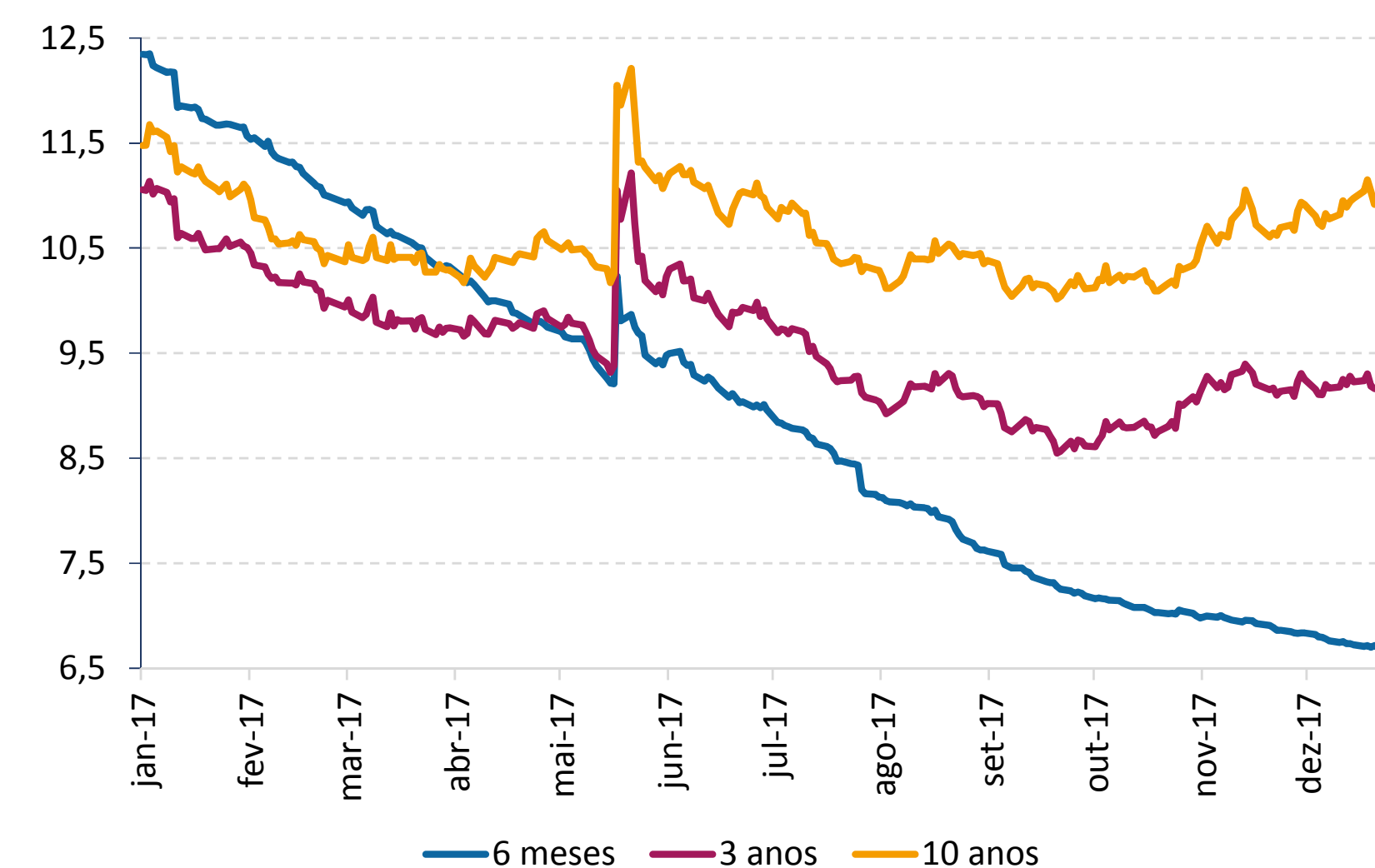
Fonte: Banco Central (Relatório Focus)

No âmbito fiscal, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2017 estimava um déficit para o setor público consolidado de R\$ 143,1 bilhões. Nos meses iniciais do ano, a mediana das expectativas de mercado projetava um déficit do setor público de R\$ 144,4 bilhões (ou 2,2% do PIB) e o não cumprimento da meta de resultado fiscal. No dia 15 de agosto foi anunciada a revisão da meta para R\$ 163,1 bilhões. Apesar da revisão, a arrecadação nos últimos meses do ano foi mais favorável do que o antecipado, contribuindo para o resultado fiscal no ano.

Esse contexto, aliado à estabilidade da taxa de câmbio, permitiu que a política monetária encontrasse espaço para a continuidade da flexibilização iniciada no final de 2016. Logo na primeira reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do ano, houve intensificação do ritmo da diminuição da taxa Selic, passando de cortes de 0,25 pontos percentuais (p.p.) para cortes de 0,75 p.p. e posteriormente 1 p.p. A manutenção deste ritmo permitiu que a taxa de juros saísse de um patamar de 13,75% ao final de 2016, atingindo 7,0% no final de 2017. Assim, observou-se recuo das taxas de juros mais curtas, refletindo as expectativas de cortes na taxa Selic no curto prazo, o que contribuiu para a redução do custo da rolagem da dívida pública. Esse movimento pode ser visto no gráfico a seguir.

Taxas de juros de curto prazo apresentam forte recuo. Taxas de juros mais longas, por sua vez, persistem em patamares mais elevados

Figura 2. Níveis de Taxas de Juros – em % a.a.



Fonte: Bloomberg

Por outro lado, o movimento na ponta longa da curva de juros não acompanhou plenamente a redução que ocorreu no retorno esperado para prazos mais curtos, pois as taxas longas refletem a preocupação com os ajustes estruturais necessários para a economia brasileira, como as incertezas com o atraso da aprovação da reforma da Previdência, as eleições de 2018 e as perspectivas de apoio político à agenda reformista do poder executivo.

O gráfico também mostra picos ocorridos no mês de maio. Naquele mês as incertezas do ambiente político deterioraram-se de forma significativa, com forte elevação do prêmio de risco e piora das condições financeiras no mercado. Somente no dia 16 de maio, a taxa de juros para 10 anos saiu de 10,2% para 12,1%, e a taxa de câmbio, no dia 18 de maio, passou de R\$/US\$ 3,14 para R\$/US\$ 3,38. O CDS³ de 5 anos saiu de cerca de 330 pontos-base no início de maio para acima de 360 pontos-base no final do mês. Tais movimentos foram temporários para a maior parte dos índices, mas as taxas de juros mais longas passaram a acompanhar menos o recuo da taxa Selic. Cabe ressaltar que as intervenções do Tesouro Nacional na taxa de juros e do Banco Central na taxa de câmbio durante o mês auxiliaram para a estabilização desses índices.

³ O *Credit Default Swap* (CDS) atua como um seguro (hedge) contra calote onde uma das partes do contrato assume o risco de ter que pagar o valor “segurado” em caso de default e, para tanto, cobra/recebe de outro agente uma remuneração por esse risco. Em tese, quanto maior esse valor cobrado, maior o risco soberano de um país

Em que pese a aversão ao risco causada pela maior instabilidade política, o resultado do PIB novamente surpreendeu positivamente, com alta de 0,7% no segundo trimestre ante o trimestre anterior. O resultado foi amparado no setor de serviços e no consumo das famílias, uma recuperação fundamentada em setores diferentes dos que responderam positivamente no primeiro trimestre e considerados mais fundamentais para a retomada do crescimento no PIB (o setor de serviços responde por quase 70% do PIB). Vale ressaltar ainda os efeitos positivos da liberação dos recursos do FGTS, contribuindo para a retomada do consumo após 9 trimestres consecutivos de retração, a despeito da modesta recuperação do mercado de trabalho.

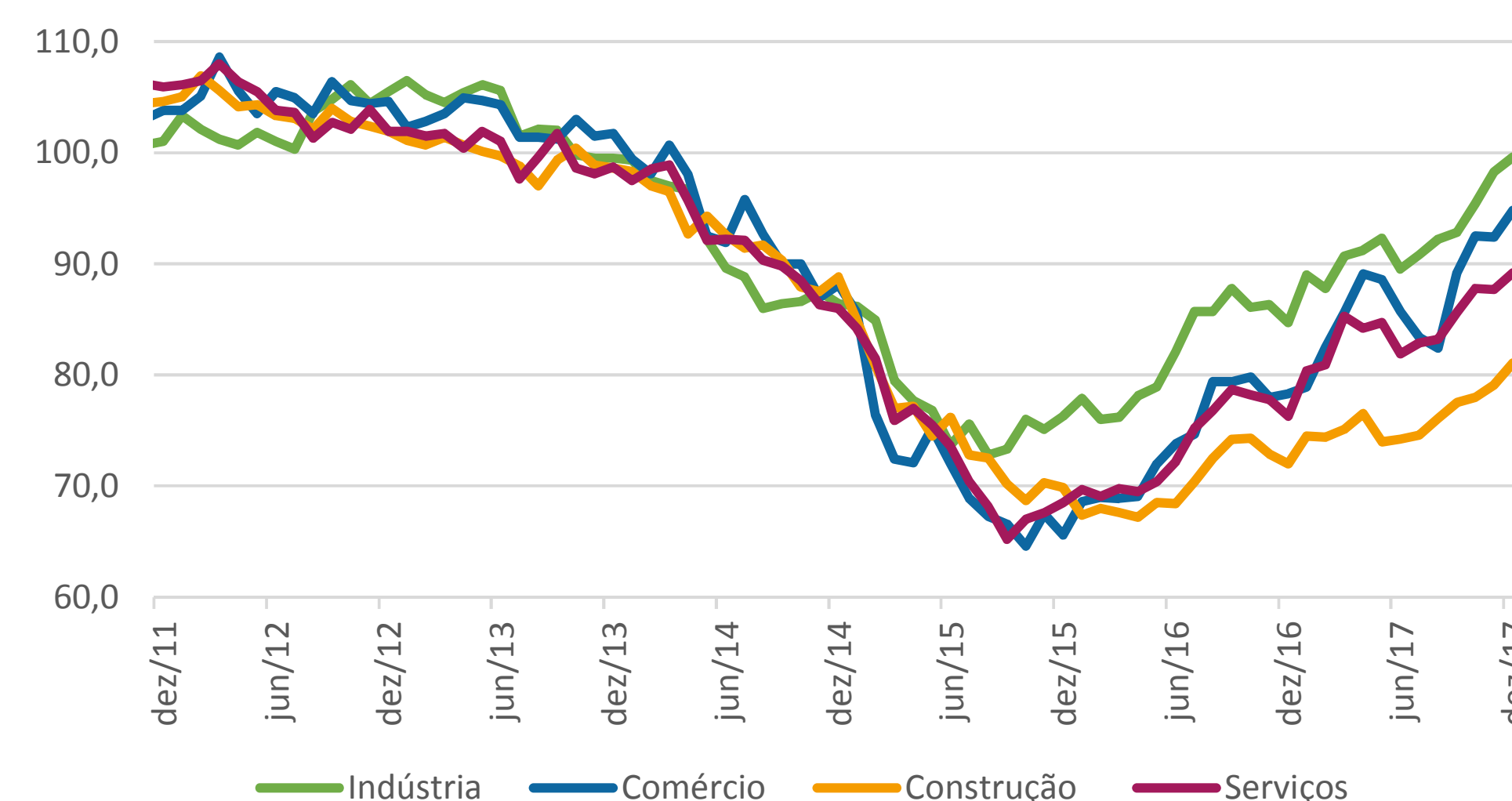
Atividade econômica apresenta sinais de recuperação e os índices de confiança sobem em todos os setores

Além disso, o segundo semestre foi marcado pela aprovação de reformas importantes como a nova referência para a taxa de juros de longo prazo (TLP); a devolução de recursos do BNDES ao Tesouro com redução da dívida bruta; a Reforma Trabalhista e a alteração do Fies, dando início a uma agenda de ajuste fiscal de longo prazo, com melhora do ambiente de negócios⁴.

Ao fim de 2017, a atividade econômica demonstrou sinais de que o pior da crise foi superado. Os indicadores de confiança também mostraram recuperação ao longo do ano. A confiança da indústria atingiu em dezembro/17 o maior valor desde janeiro/14 e a confiança do setor de serviços atingiu no mesmo período o maior valor desde setembro/14. Os impactos negativos gerados pelo cenário político conturbado no primeiro semestre do ano não foram suficientes para deteriorar o desempenho da economia, ratificando a percepção de que a atividade econômica registrava trajetória moderada de recuperação. O PIB do terceiro trimestre novamente registrou um número positivo (+0,1%), amparado fundamentalmente nos componentes de demanda (consumo e investimento). O investimento (FBCF) registrou no 3T17 a primeira variação positiva (+1,6%) após 15 trimestres. As projeções do mercado ao final de 2017 (figura 1) já apontavam para crescimento de 1,00% em 2017 e de 2,70% em 2018. Associado a esse bom ambiente, o IPCA continuou surpreendendo com resultados favoráveis ao longo do ano, encerrando

2017 em 2,95%, abaixo do limite inferior da banda. Conjuntamente à queda dos juros, a baixa inflação auxiliou a diminuição dos custos para a gestão da dívida pública federal.

Figura 3. Indicadores de Confiança



Fonte: FGV

Entretanto, os principais desafios da economia doméstica permaneceram no âmbito fiscal. Ao longo do ano, apesar de ingressos de receitas extraordinárias, a frustração recorrente da arrecadação levou o governo a editar decretos de programação financeira com fortes contingenciamentos até novembro. Nos dois últimos meses do ano, as receitas governamentais surpreenderam positivamente, porém, as despesas obrigatórias apresentaram crescimento acima da inflação ao longo do ano, exigindo forte controle nos desembolsos financeiros das despesas discricionárias, sobretudo, despesas de investimento. Para os próximos anos, a agenda de reformas será primordial para garantir um desempenho fiscal capaz de gerar resultados primários que garantirão a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo.

O avanço da agenda de reformas no Congresso será primordial para enfrentar os desafios no âmbito fiscal

Vale lembrar que a dívida pública passou a crescer mais substancialmente, a partir de 2014, em um contexto de déficits fiscais primários, recessão econômica e aumento

⁴ Reformas autorizadas pela Lei nº 13.483, de 21/09/2017; Lei nº 13.496, de 24/10/2017; Lei nº 13.467, de 13/07/2017; e Lei nº 13.254, de 13/01/2017, respectivamente

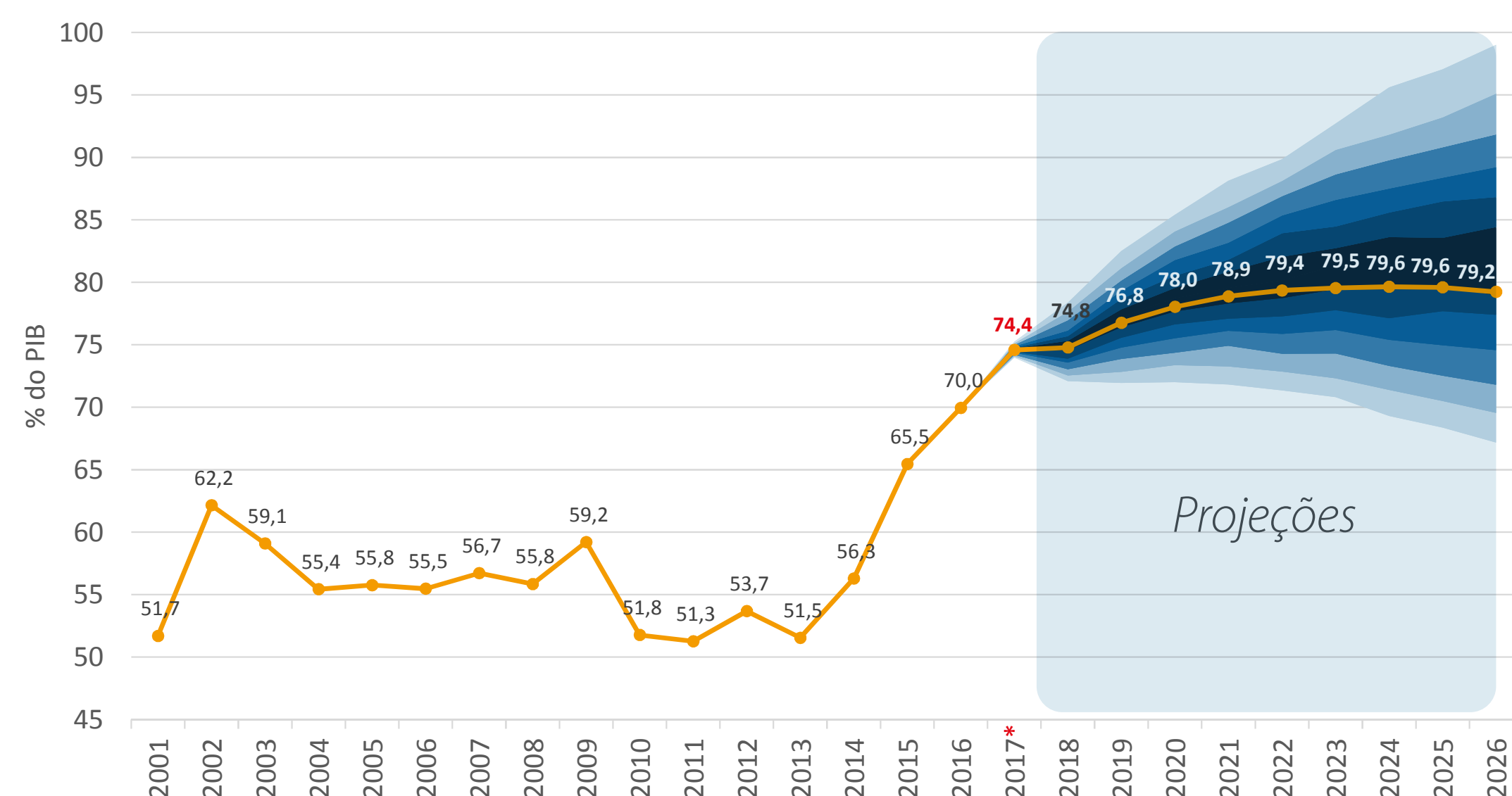
das taxas de juros. Estes aspectos contribuíram para que a DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) alcançasse 74,4% do PIB em novembro de 2017. Contudo, o conjunto de medidas econômicas que foram adotadas recentemente, bem como as expectativas com respeito à aprovação de novas reformas econômicas, podem contribuir para melhorar os cenários fiscais e de trajetória da dívida. Evidentemente, as perspectivas para a DBGG são sensíveis ao efeito das reformas em debate no Congresso Nacional e ao grau de aprovação de seus textos-base (integral, parcial ou rejeição). Considerando-se o espectro de risco, as simulações mostram a DBGG estabilizando-se ao redor de 80% do PIB nos cenários centrais, cujo cenário base incluem como premissas o cumprimento do teto dos gastos e os parâmetros macroeconômicos divulgados pela Secretaria de Política Econômica (SPE). Nas situações em que as reformas sejam implementadas integralmente, a DBGG tende a assumir trajetória estável. Por outro lado, a ausência de reformas promotoras da consolidação fiscal pode resultar em cenários mais adversos, nos quais a DBGG poderia superar 90% do PIB.

Para saber mais veja [relatório sobre solvência e sustentabilidade da dívida pública](#)⁵

Além disso, o ano foi marcado pela continuidade do forte ajuste no setor externo, iniciado em 2015, e amparado fundamentalmente no forte desempenho da balança comercial. Na conta financeira, o ingresso de investimentos diretos no país seguiu substancial, de forma que o balanço de pagamentos permaneceu com financiamento confortável ao longo de todo ano.

O cenário externo foi auxiliado pelas condições financeiras mundiais benignas. Nos Estados Unidos, o ano foi marcado pela continuidade do processo de normalização da política monetária do *Federal Reserve* (Banco Central americano) e por certa frustração da agenda de estímulos econômicos do presidente Trump, de forma que o aumento gradual da *fed funds rate* não afetou significativamente as taxas das economias emergentes. Na Zona do Euro, o Banco Central Europeu continuou a implementar o programa de relaxamento monetário para combater a baixa inflação e a volatilidade decorrente da forte agenda política, com eleições em países importantes como França, Reino Unido e Alemanha, foi limitada. Na China, a despeito das preocupações com o alto endividamento da economia e da elevada ociosidade no setor industrial, o crescimento permaneceu estável, confirmando um cenário favorável à atividade econômica mundial.

Figura 4. Projeção central de DBGG e intervalos de probabilidade



Fonte: Banco Central. Projeções: Secretaria do Tesouro Nacional.

* Posição realizada nov/17

⁵ O Tesouro Nacional publicou em novembro de 2017 em um relatório intitulado “Análise de Solvência e Sustentabilidade da Dívida Pública”.

A photograph of several white wind turbines standing on a green, grassy hill. The sky is a clear, pale blue. The turbines are positioned in a row, with the closest one in the foreground and others receding into the distance.

2 Resultados Alcançados

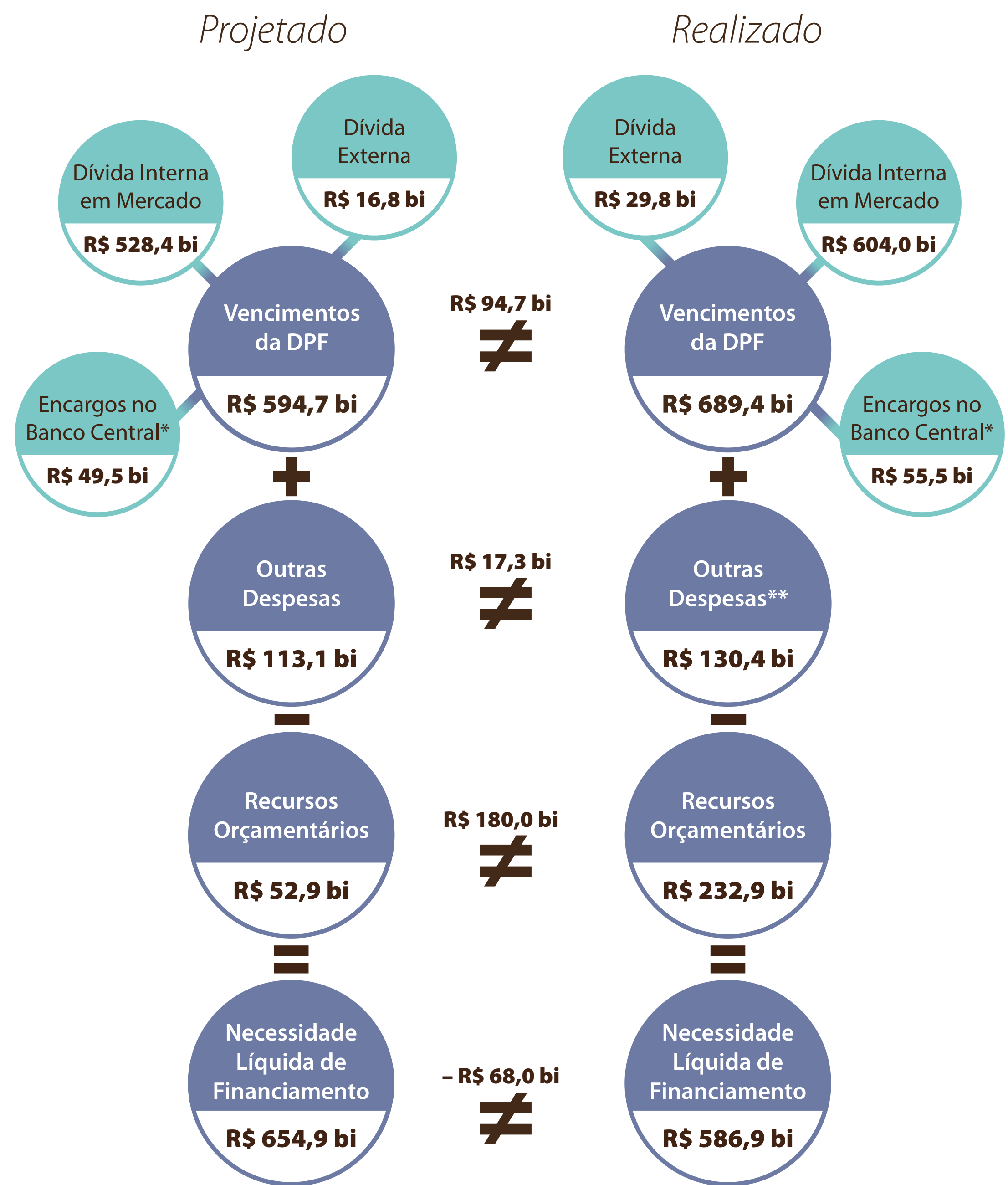
Esta seção destina-se ao acompanhamento da gestão da dívida e inclui o acompanhamento da necessidade de financiamento, a execução da estratégia de emissão interna e externa bem como os principais resultados alcançados.

2.1 Necessidade de financiamento

A necessidade bruta de financiamento a ser coberta pela dívida pública compreende: os vencimentos da DPF em mercado, que incluem as maturações das dívidas interna e externa; os juros da carteira de títulos públicos detidos pelo Banco Central; e outras despesas orçamentárias a serem pagas com receitas de emissões de títulos públicos, típicas em um contexto de déficit fiscal primário. Para se chegar à necessidade líquida de financiamento, abate-se da necessidade bruta os recursos orçamentários destinados ao pagamento da dívida, que são recursos não oriundos de emissão. A Figura 5 a seguir compara a necessidade de financiamento projetada no PAF 2017, no início do ano, com a verificada ao final do período.

A necessidade líquida de financiamento alcançou o valor de R\$586,9 bilhões em 2017, R\$68 bilhões abaixo do previsto. Parcela significativa desta diferença pode ser explicada pelo aumento dos recursos orçamentários relacionados ao pagamento antecipado de R\$ 150 bilhões do BNDES, R\$ 100 bilhões no final de 2016 e R\$ 50 bilhões em 2017, além do resultado positivo do Banco Central (Fonte 152). Contudo, o aumento das receitas orçamentárias foi parcialmente compensado pelos vencimentos da DPF acima do previsto, em R\$ 94,7 bilhões, cuja maior parte é decorrente de emissões com vencimento no próprio exercício (R\$ 25 bilhões) e à parcela do resgate antecipado do BNDES de 2017 pago em títulos (R\$ 15 bilhões). Com relação à dívida externa, a diferença de R\$ 13 bilhões pode ser atribuída ao exercício de resgates de títulos ao longo do ano, por meio de operação de gerenciamento de passivos (*liability management*), do programa de resgate antecipado e da primeira execução da opção de compra denominada *make-whole call*, conforme detalhado na seção a seguir. Outras despesas tiveram impacto de R\$17,3 bilhões, em sua maioria atribuídos a gastos previdenciários.

Figura 5. Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional



* Por força do artigo 39 da Lei de responsabilidade fiscal (Lei Complementar n.º 101/2000) o juro real da carteira do Banco Central (BCB) não podem ser refinanciados por meio de pagamentos com títulos da STN diretamente ao BCB.

**[outras despesas] Considera-se apenas despesas empenhadas, segundo art. 34 Lei 4320/64, as despesas efetivamente pagas alcançaram R\$ 117,4 bilhões, restos a pagar R\$ 13,4 bilhões.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

2.2 Estratégia e sua execução

Antes de avaliar os resultados da gestão da dívida pública, é necessário observar a execução da estratégia da DPF no exercício, que é definida pelo perfil de emissões e resgates conforme o indexador, os prazos dos títulos e a estrutura de vencimentos. Apesar dos desafios no âmbito fiscal, a gestão da dívida foi beneficiada pelo controle da inflação, pela queda de juros, bem como pela retomada dos indicadores de confiança e da trajetória do crescimento econômico.

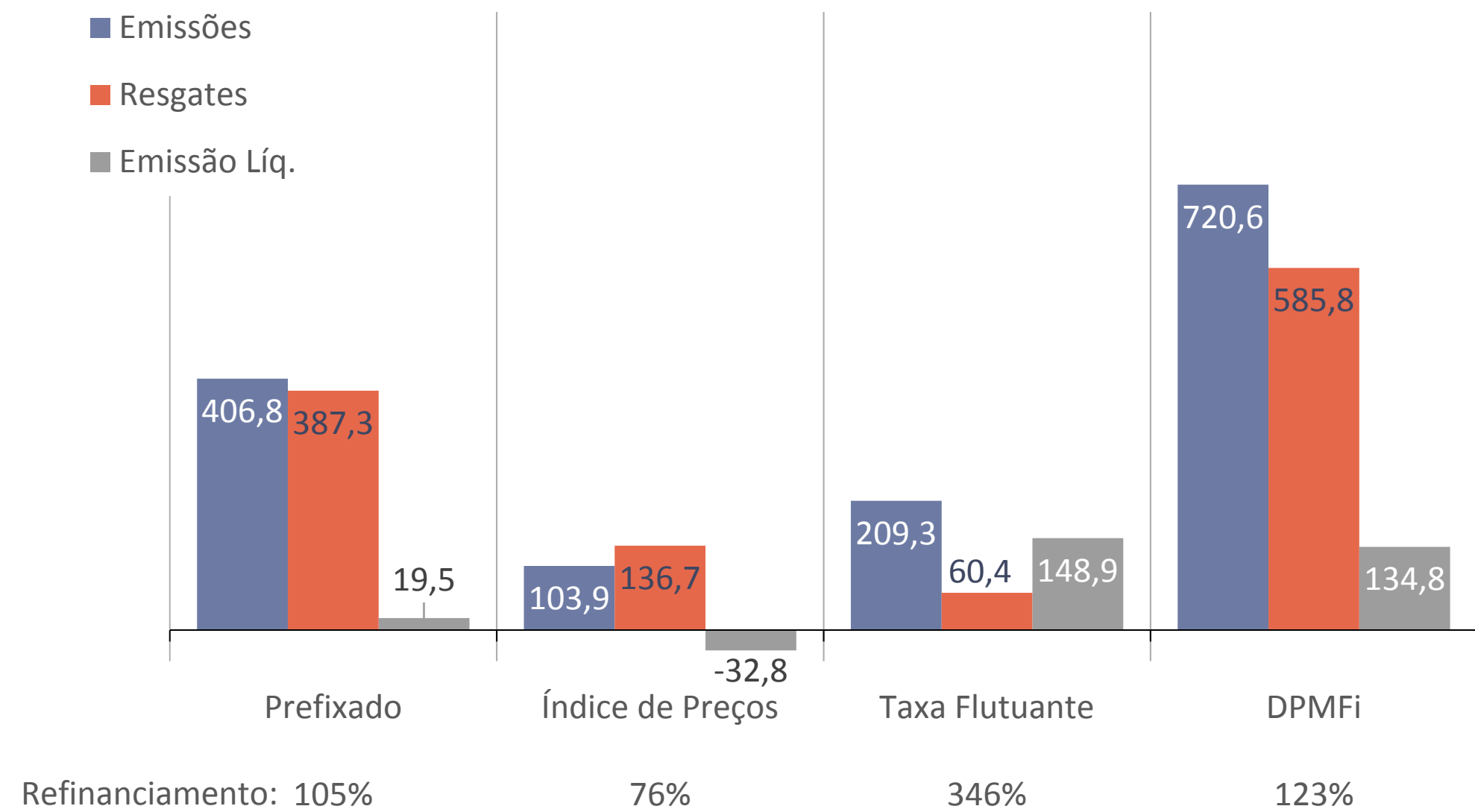
Controle inflacionário e queda nas taxas de juros beneficiaram a gestão da dívida

Dívida Interna

No âmbito da DPMFi esse contexto macroeconômico favoreceu uma maior rolagem, de 123%, conforme mostra a Figura 6. A emissão superior aos resgates no ano permitiu reforçar a reserva de liquidez (colchão da dívida) bem como contribuiu com a diretriz de reduzir o excesso de liquidez em mercado. A rolagem da DPMFi foi alcançada em grande parte pela maior emissão de títulos prefixados e flutuantes, maior diversificação da base de investidores e seu perfil de resgates. Por outro lado, verificou-se uma menor demanda nos títulos corrigidos por índice de preços, que se tornam menos atrativos no contexto de controle inflacionário.

A emissão líquida dos títulos prefixados pode ser considerada favorável, pois levou a participação desses títulos próxima à margem de referência superior definida no PAF 2017. As boas colocações nesse indexador foram favorecidas pela maior demanda de entidades de previdência aberta. Conforme mostram os indicadores da dívida, detalhados na seção a seguir, a estratégia adotada em 2017 mostrou-se eficaz por aproveitar-se da acentuada queda do custo de emissão sem afetar os indicadores de risco na mesma proporção.

Figura 6. Emissão líquida (R\$ bi) e Percentual de Refinanciamento – Comparativo por Indexador da DPMFi



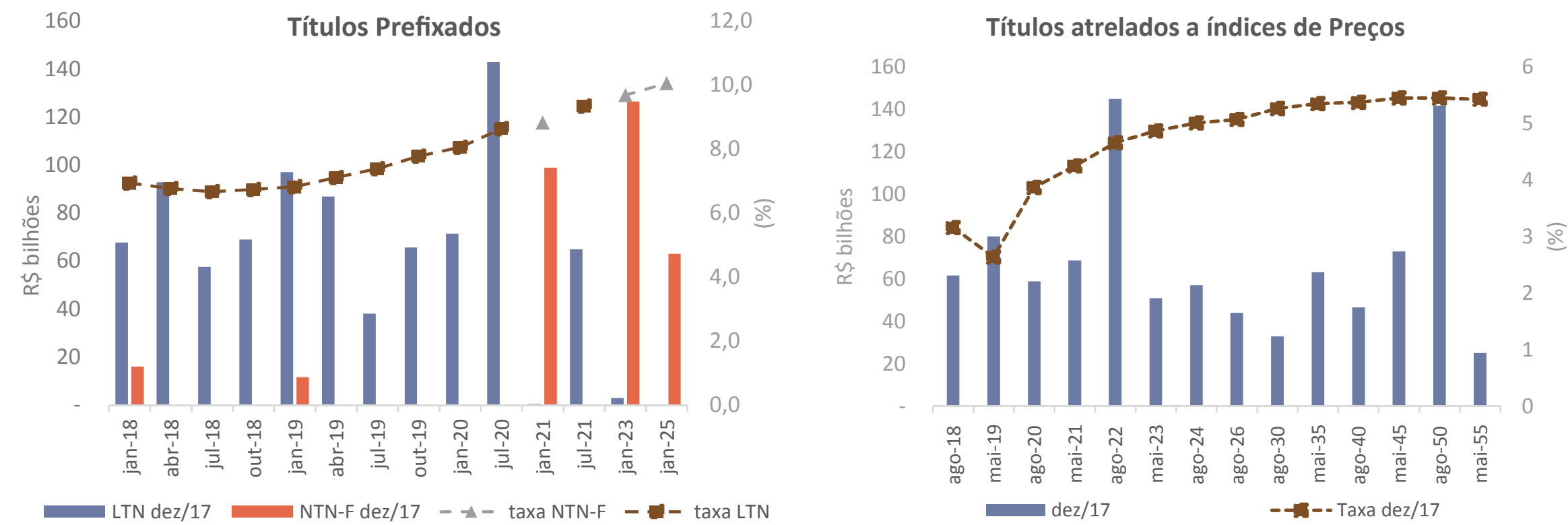
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

A estrutura de vencimentos dos títulos prefixados consistiu na oferta primária de quatro prazos de referência de LTN: 6, 12, 24 e 48 meses, que representam os vértices prefixados de curto e médio prazos. Os benchmarks de longo prazo, entre seis e dez anos, foram representados por dois pontos de referência de NTN-F: janeiro de 2023 e janeiro de 2027. A taxa de rolagem (razão entre emissões e resgates) para estes papéis ficou em 105%, bem superior à de 2016, que havia sido de 79%.

Em relação aos títulos indexados a índices de preço, as emissões de NTN-B seguiram a estratégia de oferta quinzenal, em dois grupos de benchmarks, definidos de acordo com os vencimentos dos títulos. Os vértices de NTN-B do Grupo I foram agosto de 2022 e agosto de 2026, enquanto os do Grupo II corresponderam a maio de 2035 e maio de 2055. Apenas o vértice mais curto foi alterado em relação a 2016, cuja emissão era maio de 2021; os outros três permaneceram conforme os do ano anterior.

Em dezembro de 2017, o estoque dos títulos prefixados e indexados a índices de preços e suas respectivas curvas de juros apresentavam a estrutura descrita na Figura 7:

Figura 7. Estoque e Taxas dos Títulos Públicos Prefixados e Atrrelados a Índices de Preços



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Anbima.

O baixo volume de resgates de LFT em 2017 contribuiu para o crescimento da participação de títulos com remuneração flutuante, o que favoreceu a redução dos custos da dívida, considerando as quedas de juros de curto prazo no ano. As LFT foram ofertadas com periodicidade quinzenal e com vencimento nos meses de março e setembro de 2023. 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.

Adicionalmente às operações tradicionais de oferta pública, o Tesouro Nacional realizou também leilões trimestrais de resgate antecipado de NTN B com vencimento entre 2035 e 2055 e de NTN-F com vencimento em 2025 e 2027, leilões que apresentaram baixo interesse pelos participantes de mercado, demonstrando a boa profundidade do mercado secundário desses papéis. Além disso, a periodicidade dos leilões de troca de NTN-B foi reduzida de mensal (como nos anos anteriores) para trimestral, com vistas a fomentar as negociações do mercado secundário. O objetivo dos leilões de troca é a permuta de títulos com prazos inferiores por títulos mais longos, o que favorece o perfil de maturação da dívida.

A execução da estratégia apresentou bons resultados sob a ótica do custo e risco

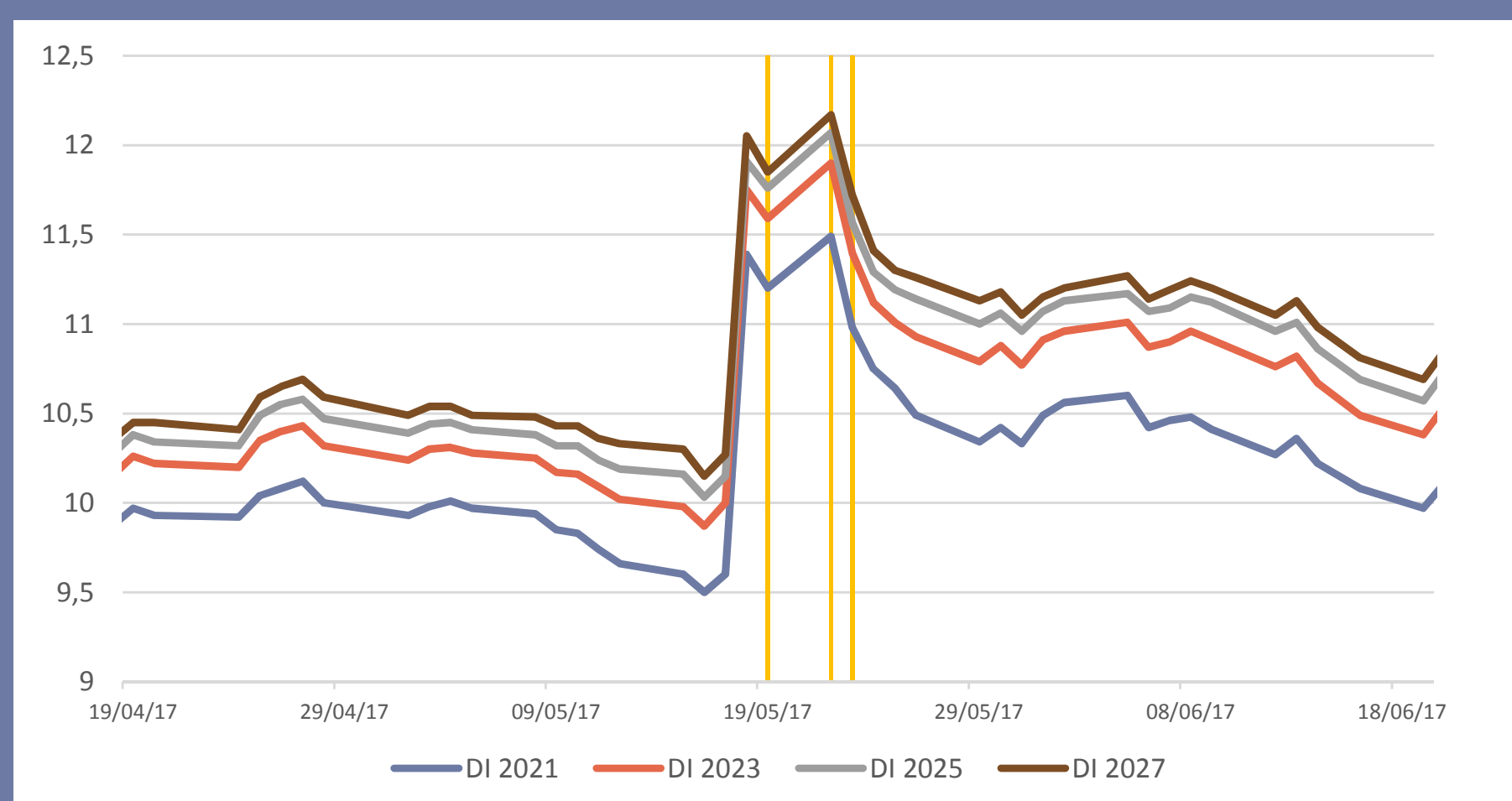
Quadro 1. Atuações extraordinárias

O Tesouro Nacional sempre monitora as condições de mercado, buscando garantir o bom funcionamento do mercado de títulos públicos e de outros mercados correlatos, caracterizado por curva de rendimentos eficiente com pontos de referência claros e líquidos. Durante períodos de elevada volatilidade no mercado financeiro, o Tesouro Nacional encontra respaldo no Plano Anual de Financiamento para realizar atuações extraordinárias, que envolvem modificações no cronograma de leilões, com o objetivo de fornecer suporte ao bom funcionamento desse mercado. A STN fez uso dessa possibilidade no contexto das turbulências do cenário político em 2017.

O Tesouro interveio algumas vezes na programação de maio de 2017, cancelando os leilões de LTN e de LFT agendados para o dia 18 de maio e os de LTN e NTN-F previstos para o dia 25 de maio, além de realizar leilões extraordinários de compra e venda de LTN, NTN-F e NTN-B nos dias 19, 22 e 23 do referido mês, efetuando um resgate líquido total de aproximadamente R\$ 2,1 bilhões. Impacto da intervenção por título pode ser [conferido aqui](#).

O gráfico a seguir mostra o comportamento das taxas de alguns títulos domésticos ofertados nas operações, com destaque para o impacto da ação do Tesouro Nacional. As linhas verticais representam os dias de execução dos leilões extraordinários. O Tesouro Nacional não busca com esse tipo de atuação alterar a tendência de reprecificação de ativos, mas evitar flutuações agudas de curto prazo que possam dificultar o bom funcionamento do mercado de títulos e outros mercados correlatos.

Figura 8. Impacto da atuação extraordinária sobre a curva de juros



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Dívida Externa

Em 2017, o Tesouro Nacional seguiu a política de aperfeiçoamento da curva de juros externa, buscando mitigar os riscos de refinanciamento, bem como prover referências de preços mais adequadas, por meio de emissões qualitativas e de resgate antecipado de títulos. Nesse sentido, foram realizadas duas operações nos mercados internacionais, em um contexto de ambiente externo positivo para emissores de mercados emergentes, de elevada liquidez internacional, e de melhora do sentimento dos investidores em relação ao Brasil, refletida na tendência observada no *Credit Default Swap* ao longo do ano (Figura 9).

A redução do prêmio de risco em 2017 reflete a melhora da percepção dos investidores em relação ao país

Figura 9. CDS 5 anos Brasil



Fonte: Bloomberg

No início de março, visando promover maior liquidez, [foi reaberto o então benchmark de 10 anos](#), o bônus Global 2026, no volume de US\$ 1,0 bilhão. O título foi emitido a uma taxa de retorno para o investidor (*yield*) de 5,00% ao ano; 112,5 pontos-base (pbs) inferior à colocação original. A emissão foi realizada com prêmio

(spread) de 248,4 pbs acima do título do Tesouro americano (*Treasury*) de mesmo prazo de referência.

A segunda emissão externa ocorreu em 3 de outubro, no âmbito de uma [operação de gerenciamento de passivos](#), quando também foram retirados do mercado alguns títulos de duração mais curta ou com cupons de juros considerados elevados, até o prazo de 2030.

A operação consistiu na emissão de um novo ponto de referência (benchmark) de 10 anos da curva em dólares, o Global 2028, a uma taxa mais atraente para a República (4,675% a.a.), no montante de US\$ 3,0 bilhões e com um spread de 235 pbs acima da *Treasury*. Do total emitido, US\$ 1,16 bilhão foram utilizados para a recompra preferencial, na qual o investidor tem preferência ao indicar interesse no Global 2028, e US\$ 420 milhões para a recompra não-preferencial. Os proventos finais líquidos da operação foram utilizados para pagamento de parte do exercício de opção de recompra (*make-whole call*) do título Global 2019 com cupom de 5,875%, detalhada na seção Resgate Antecipado.

As duas operações de emissão totalizaram R\$ 12,9 bilhões. Entretanto, em função de seus vencimentos e de resgates antecipados, a DPFe apresentou resgate líquido de R\$15,8 bilhões em 2017.

Resgate Antecipado de Títulos da Dívida Externa

Para o aprimoramento constante da curva de juros externa, o Tesouro Nacional retira do mercado títulos menos eficientes, com menor liquidez e com preços de recompra atraentes para a República. A recompra de títulos minimiza eventuais distorções na curva de juros e aumenta a sua eficiência, o que beneficia as captações de empresas brasileiras no longo prazo, que passam a ter referências de preços mais adequadas. Nesse sentido, sob o âmbito do Programa de Resgate Antecipado de títulos da dívida externa (*buyback*), iniciado em janeiro de 2006, foram resgatados antecipadamente US\$ 502,3 milhões, em valor de face de títulos denominados em dólares, montante equivalente a US\$ 578,8 milhões em valor financeiro.

Global 2028 é emitido sob o âmbito de uma operação de gerenciamento de passivos

Adicionalmente, em 14 de novembro, o Tesouro Nacional exerceu a opção de recompra embutida no Global 2019, com cupom de 5,875% ao ano, retirando integralmente do mercado o título denominado em dólares. Emitido em 06 de janeiro de 2009, o título foi um dos primeiros a contar com a opção denominada *Make-Whole Call*.

Esta foi a primeira vez que o mecanismo foi empregado pela República, uma decisão que depende dos benefícios econômicos para o país. O valor financeiro da operação chegou a cerca de US\$ 1,8 bilhão, sendo US\$ 33,2 milhões referentes a juros acruados, reduzindo, assim de forma relevante as maturações de curto prazo da DPFe, o que minimiza o risco de financiamento.

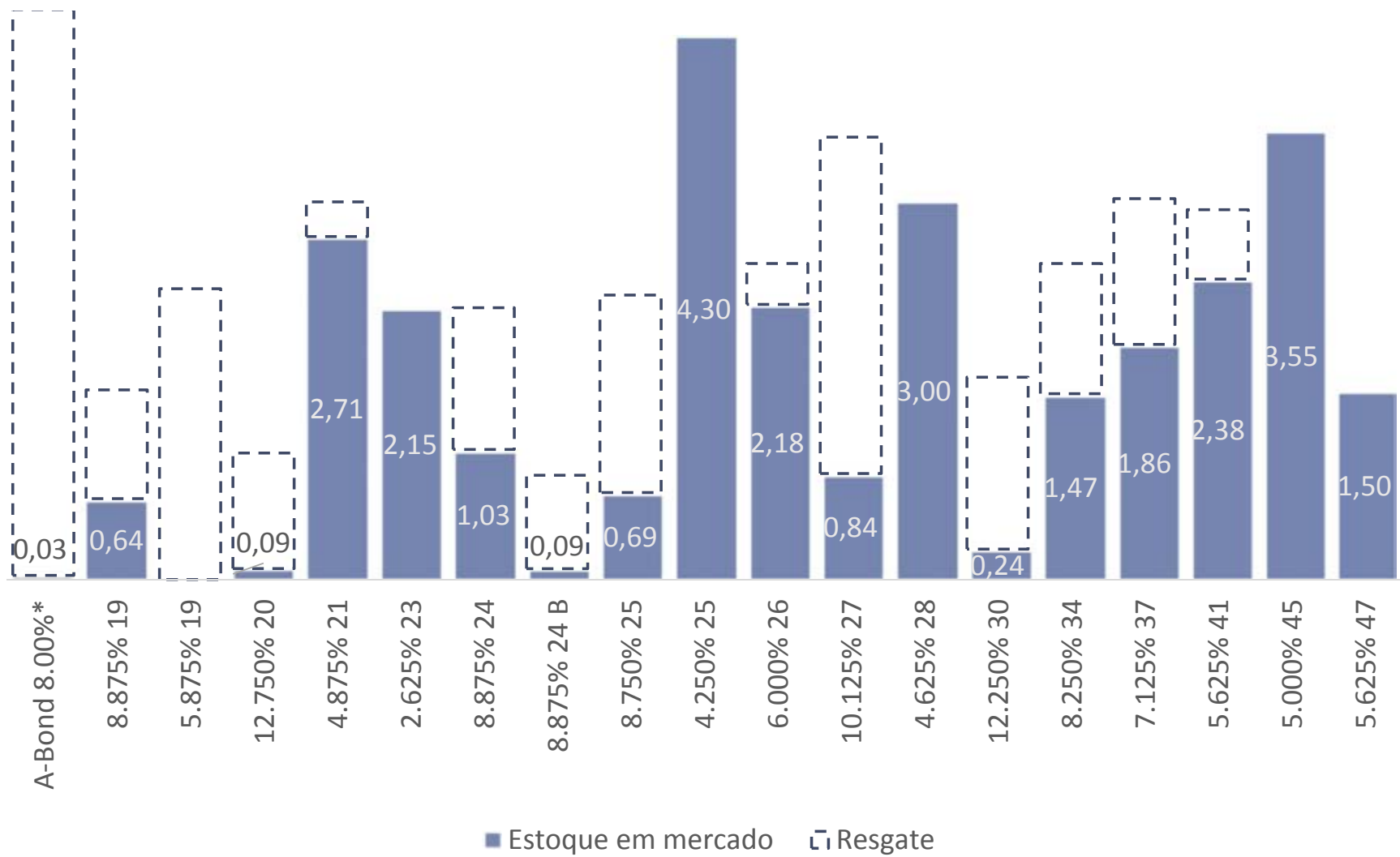
Por fim, a Figura 10 resume a atuação do Tesouro Nacional em sua curva de dólares, refletindo não apenas as emissões de títulos, mas também as recompras, tanto no âmbito do programa de *buyback*, quanto no escopo das operações de gerenciamento de passivos e da execução de opções de compra.



[Clique no botão e leia mais sobre a Make-Whole Call.](#)

A República utilizou pela primeira vez o mecanismo denominado Make-Whole Call.

Figura 10. Resultado da Atuação do Tesouro Nacional na Curva em Dólares



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Nota: os resgates contemplam *buyback*, operações estruturadas (LM) e exercício de opções de call

* No caso do A-Bond, as amortizações também são levadas em consideração.

2.3 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

A evolução dos indicadores da Dívida Pública Federal em 2017 mostrou-se aderente aos limites de referência definidos no PAF, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1.Principais resultados para a Dívida Pública Federal

INDICADORES	DEZ/2016	DEZ/2017	LIMITES PARA 2017	
			MÍNIMO	MÁXIMO
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	3.112,9	3.559,3	3.450,00	3.650,00
Composição (%)				
Prefixados	35,7	35,3	32,0	36,0
Índices de preços	31,8	29,6	29,0	33,0
Taxa flutuante	28,2	31,5	29,0	33,0
Câmbio	4,2	3,6	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos				
% Vencendo em 12 meses	16,8	16,9	16,0	19,0
Prazo médio (anos)	4,5	4,3	4,2	4,4

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Estoque

O estoque da DPF encerrou o ano de 2017 em R\$ 3.559,3 bilhões, dentro dos limites do PAF. O crescimento em relação ao ano anterior foi de 14,3%, em valores nominais, superando o crescimento apresentado em 2016 (11,5%). O crescimento pode ser justificado pela emissão líquida de R\$118,2 bilhões, e pela apropriação de juros de R\$ 328,1 bilhões, conforme mostra a Tabela 2. As operações de resgate incluem a devolução antecipada de títulos junto ao BNDES com um impacto sobre o estoque da dívida, conforme detalhado no Quadro 2.

Tabela 2.Fatores de variação da DPF - R\$ bilhões

INDICADORES	ESTOQUE		VARIAÇÃO	FATORES DE VARIAÇÃO			
				EMISSIONES	RESGATES	EMISSIONES LÍQUIDAS	JUROS APROPRIADOS
	2016	2017	(a+b+c)	(a)	(b)	(a-b)	(c)
DPF	3.112,9	3.559,3	446,3	736,5	-618,3	118,2	328,1
DPMFi	2.986,4	3.435,5	449,1	720,6	-586,6*	134,0	315,1
DPFe	126,5	123,8	-2,7	15,9	-31,7	-15,8	13,0

(*)Inclui a transferência de carteira entre mercado e Bacen no valor de R\$ 818,1 milhões, conforme explicitado na tabela 2.9 do anexo do RMD

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

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

Em 2017 foram negociadas novas antecipações de pagamento de empréstimos concedidos pelo Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 2008 e 2014 por meio de contratos de financiamento. As partes acordaram na antecipação de R\$ 50 bilhões, em duas parcelas. A primeira parte foi efetivada em 28 de setembro e totalizou R\$ 33 bilhões, sendo R\$ 17,9 bilhões em espécie e R\$ 15,1 bilhões em títulos. O pagamento dos R\$ 17 bilhões restantes ocorreu em 27 de outubro, integralmente em espécie. O montante total de R\$ 50 bilhões representou 10,8% do passivo de R\$ 462,5 bilhões do BNDES junto à STN, em valores do dia 31 de outubro de 2017.

Tanto os recursos recebidos em espécie quanto os recursos decorrentes do resgate dos títulos recebidos foram destinados exclusivamente para o pagamento da dívida pública. Adicionalmente, em 2017 também foram utilizados para abatimento da dívida os recursos provenientes do pagamento antecipado no valor de R\$ 100 bilhões ocorrido em 2016. A tabela abaixo resume os pagamentos da DPF ocorridos em 2017 realizados com recursos provenientes do pagamento antecipado de empréstimos pelo BNDES

Tabela 3. Utilização dos Recursos Antecipados pelo BNDES no Abatimento da Dívida Pública em Mercado

Data da antecipação	Valor antecipado (R\$ bi)	Data da utilização para abatimento da DPFMi	Valor utilizado para abatimento (R\$ bi)
23/12/2016	100,0	03/07/2017 08/09/2017 02/10/2017	61,6 28,3 10,2
28/09/2017	33,0	02/10/2017	33,0
27/10/2017	17,0	16/11/2017	10,4*

(*) O total amortizado em 16/11/2017 foi inferior ao valor recebido do BNDES em 27/10/2017 em virtude de não haver vencimentos de títulos da dívida pública no período de novembro e dezembro 2017 suficientes para a total utilização dos recursos recebidos. A diferença será utilizada para abatimento da DPFMi no exercício de 2018.

As devoluções realizadas por meio de títulos reduzem a DPF diretamente via cancelamento de títulos. Já o pagamento realizado em dinheiro proporciona queda do excesso de liquidez no sistema financeiro, com a consequente redução do estoque de compromissadas do Banco Central, uma vez que os recursos ingressam na Conta Única do Tesouro. Em ambos os casos, a DBGG diminui exatamente no montante das operações.

No que se refere à Dívida Líquida do Setor Público, essas operações não exercem efeito imediato, uma vez que há 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. Esses subsídios decorrem da diferença entre o custo de financiamento da STN e a remuneração dos empréstimos pelo BNDES. Estima-se que a liquidação antecipada dos empréstimos do BNDES economizará cerca de R\$ 39,7 bilhões em subsídios a valor presente.

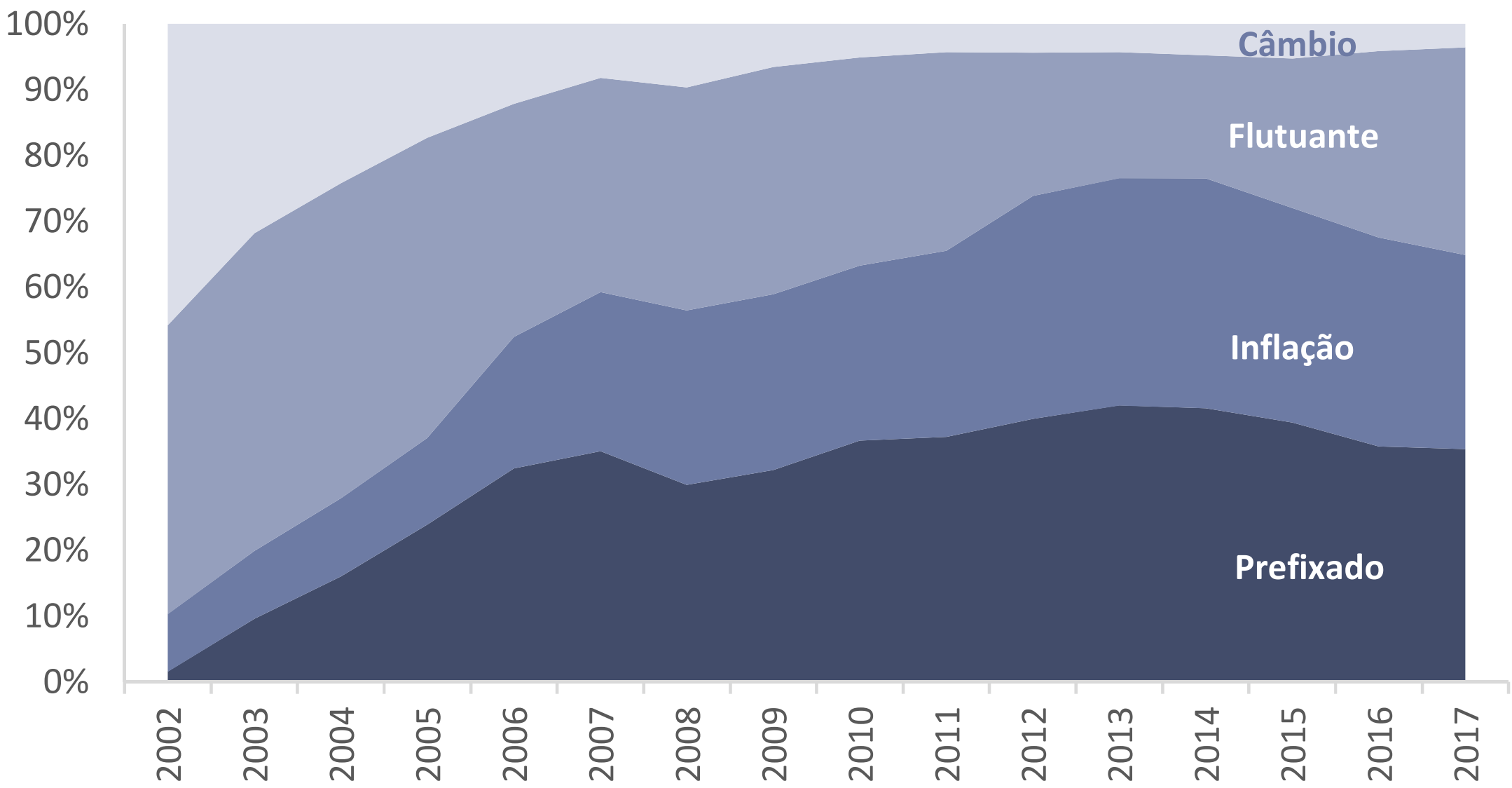
Composição da DPF

No que se refere à composição da DPF, a participação de títulos remunerados a taxas flutuantes subiu 3,3 pontos percentuais, em relação ao final do exercício anterior, passando de 28,2% para 31,5%. Esse crescimento representa uma desaceleração frente a 2016, ano em que a participação destes títulos subiu

Embora em ritmo menor que em 2016, cresceu a participação de títulos indexados à Selic na composição da DPF

5,5 pontos percentuais. Em 2017, o aumento da proporção de títulos flutuantes teve como contrapartida a queda da participação dos títulos remunerados por índices de preço (de 31,8% para 29,6%), títulos prefixados (de 35,7% para 35,3%) e da dívida atrelada ao câmbio (de 4,2% para 3,6%).

Figura 11. Composição por Indexadores da DPF



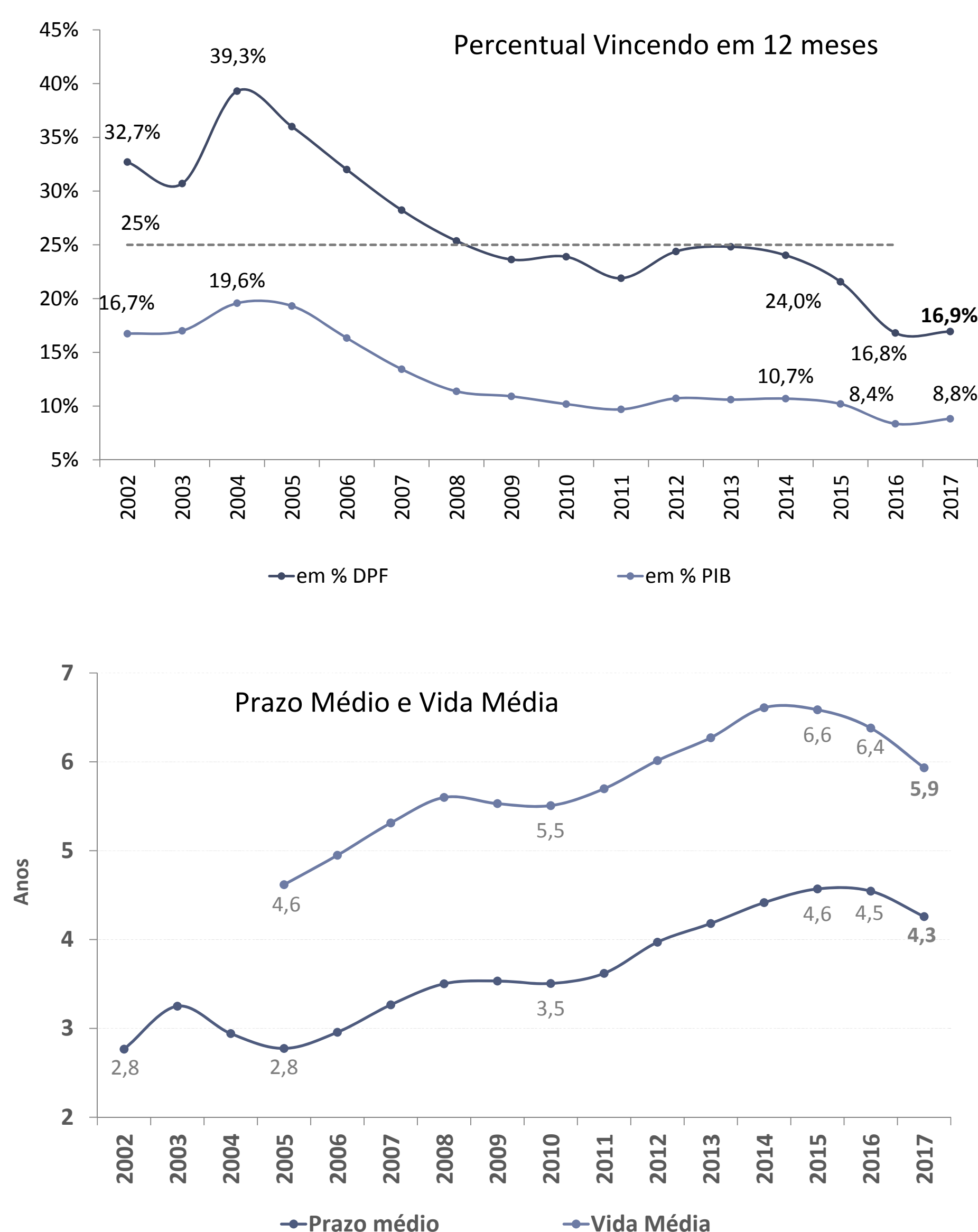
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional; posição em 31 de dezembro de 2017.

O atual ambiente econômico impõe à gestão da dívida pública o desafio de lidar com um estoque crescente, o que pode levar a um deslocamento temporário na trajetória de convergência para suas diretrizes. O aumento da participação de títulos com remuneração flutuante resulta da estratégia de refinanciamento de pelo menos 100% da DPF em um período com baixos vencimentos desses títulos. A despeito destas mudanças na composição da DPF, o Tesouro Nacional mantém sua diretriz de longo prazo de substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índice de preços.

Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

Os principais indicadores utilizados para se acompanhar a evolução da estrutura de vencimentos da DPF são o percentual vincendo em doze meses e o prazo médio do estoque. O primeiro indicador apresenta a proporção da dívida que vencerá no curto prazo, enquanto o segundo captura a média de tempo remanescente dos pagamentos da dívida, ponderada pelos valores presentes desses fluxos de principal e juros.

Figura 12. Estrutura de Vencimentos da DPF



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Estes indicadores são influenciados pelas alterações já mencionadas na composição da DPF. A redução do prazo médio, por exemplo, reflete a menor participação dos títulos remunerados por índices de preços, que são predominantemente instrumentos de longo prazo. Já o percentual vincendo em doze meses encontra-se próximo à mínima histórica, favorecido pela estratégia adotada pela STN de reduzir a oferta de títulos de curtíssimo prazo (até um ano).

Embora tenham apresentado ligeira reversão em 2017, esses indicadores continuam próximos da melhor marca histórica, indicando que o risco de refinanciamento se encontra bem administrado. Além disso, o Tesouro Nacional mantém uma reserva de liquidez em moeda doméstica e estrangeira, também chamada de “colchão da dívida”, para se antecipar aos períodos de maior concentração de vencimentos, seguindo a política de manter essa reserva em montante equivalente a pelo menos três meses do serviço da DPF em mercado. Com isso, em eventuais condições adversas de mercado, o Tesouro tem a opção de não captar recursos pelo período permitido pela reserva, evitando pressionar o custo da dívida.

Percentual vincendo em 12 meses em patamares historicamente baixos e reserva de liquidez sinalizam baixo risco de refinanciamento

Custo da Dívida Pública

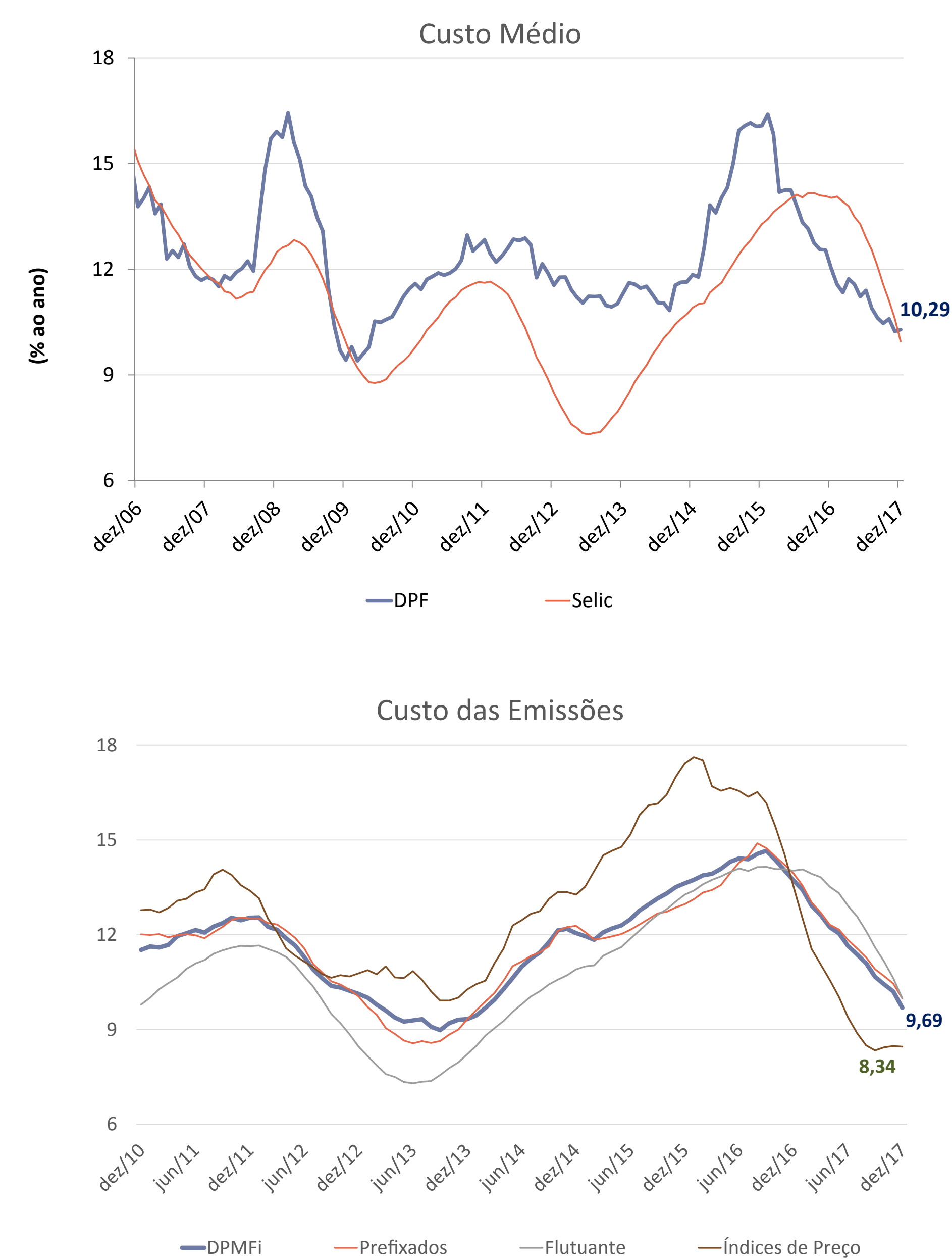
A flexibilização da política monetária teve impacto no custo da dívida, que manteve trajetória de queda em 2017, como pode ser visto na Figura 13. No ano, o custo médio acumulado em 12 meses apresentou queda de 1,73 ponto percentual e alcançou em novembro de 2017 o menor valor dos últimos sete anos. O custo médio da dívida ficou abaixo da Selic durante todo o ano, mesmo em momentos de maior volatilidade. Esse efeito é explicado pela rápida queda da inflação, com impacto imediato nos títulos indexados por índices de preços, enquanto a Selic acompanha o ciclo de política monetária definido pelo Copom.

Custo médio da dívida atingiu o menor patamar em sete anos

Com uma queda ainda mais acentuada, o custo médio de emissão, que mede as condições de acesso ao mercado nos últimos doze meses, reduziu-se em 4,03 pontos

percentuais, encerrando o ano em 9,69% a.a. Essa queda repete-se quando se avalia os indexadores individualmente, com destaque para o custo dos títulos remunerados por índice de preços, que alcançou a mínima histórica de 8,34% a.a. em setembro.

Figura 13. Evolução do Custo da Dívida (taxa acumulada em 12 meses)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

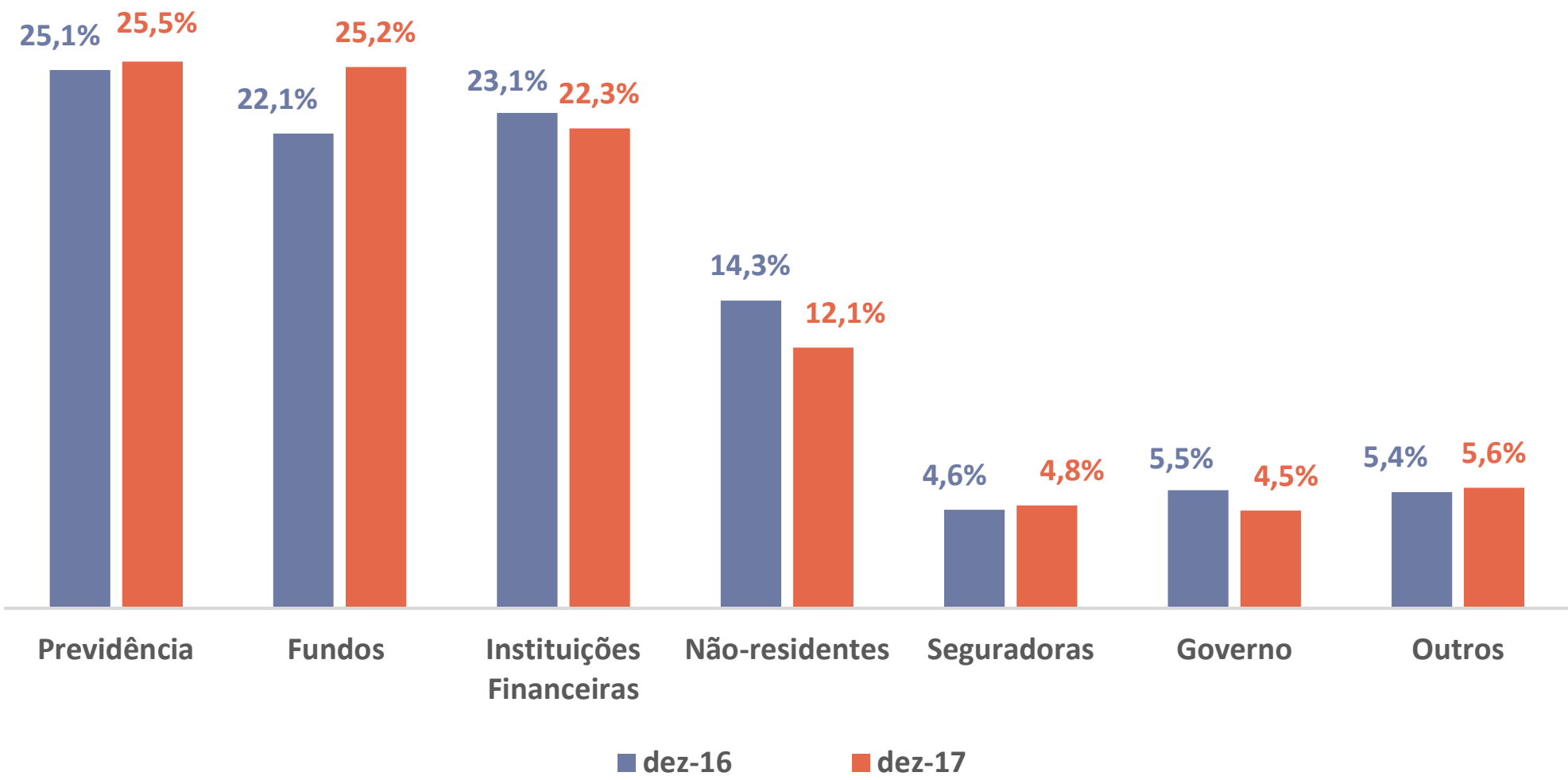
2.4 Base de Investidores

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, visto que minimiza os efeitos do comportamento de determinado grupo sobre os preços e taxas dos títulos públicos e amplia a liquidez, o que evita 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.

A dinâmica da base de detentores da dívida doméstica revelou-se positiva, com uma base mais estável e diversificada. Em 2017 houve aumento da participação da previdência e dos fundos de investimentos e perda relativa de posição das instituições financeiras e não-residentes. Como mostra a Figura 14, o grupo Previdência manteve a liderança em 2017, com leve aumento em sua participação (0,4 ponto percentual), encerrando o ano com 25,5% do total. O grupo Fundos ampliou sua participação relativa em 3,1 pontos percentuais e tornou-se o segundo maior detentor em 2017, com participação de 25,2%.

Base de detentores da DPMFi é diversificada, com os grupos fundos de investimento e previdência apresentando as maiores participações

Figura 14. Evolução da Base de Detentores da DPMFi

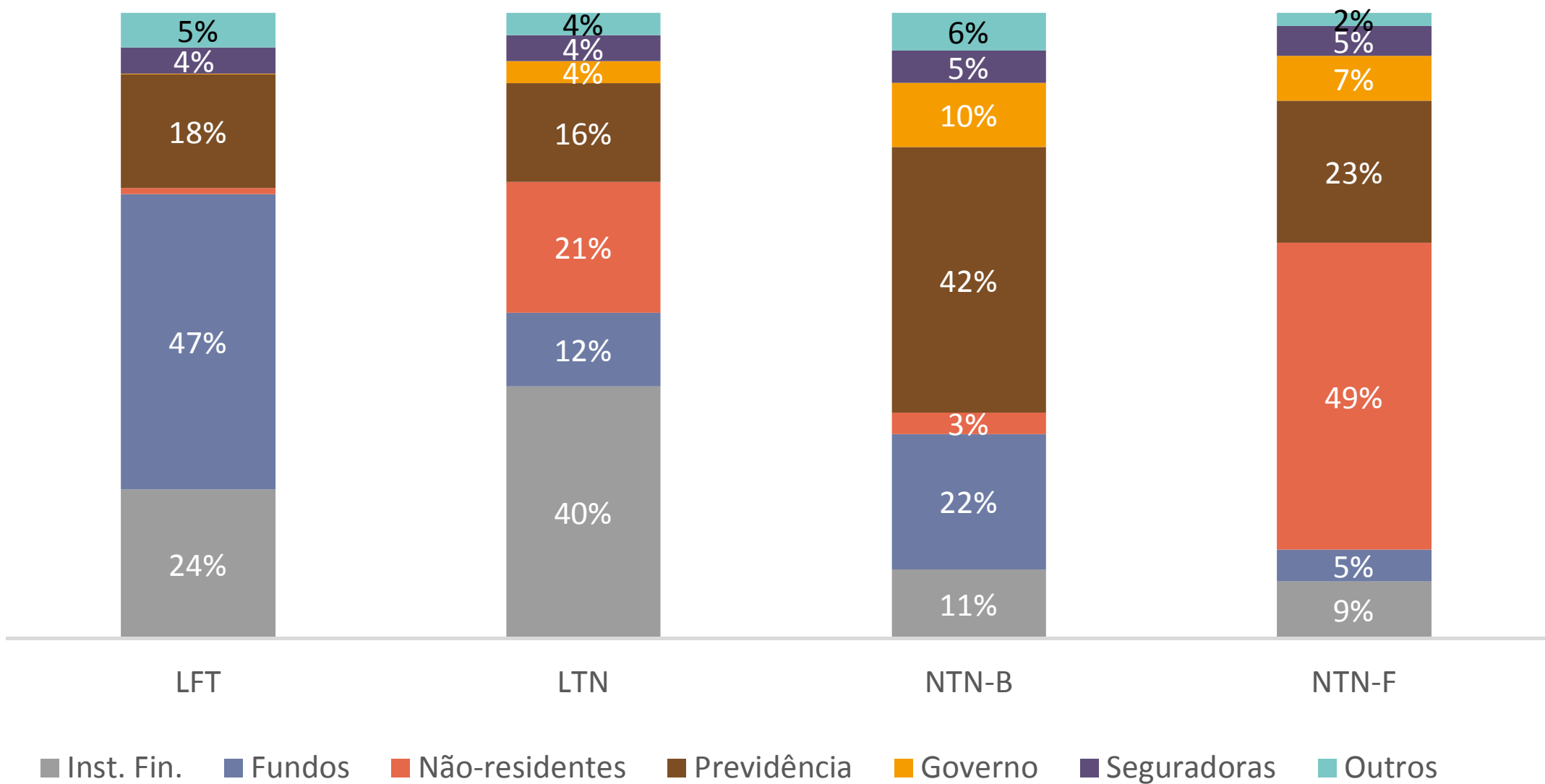


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Selic

O grupo Instituições Financeiras, apesar de ter reduzido sua participação relativa em 0,8 ponto percentual, ampliou seu estoque em R\$ 78,29 bilhões. Os Não-Residentes, por sua vez, apresentaram redução de 2,2 pontos percentuais em sua participação e diminuição de R\$ 11,5 bilhões em seu estoque, terminando o ano de 2017 em R\$ 416,3 bilhões.

Como mostra a Figura 15, apesar da sua diminuição no estoque, os Não-residentes, se destacaram como os maiores investidores dos papéis prefixados de longo prazo, as NTN-F. Já os fundos de investimento permanecem com sua preferência pelos títulos com taxas flutuantes, as LFT.

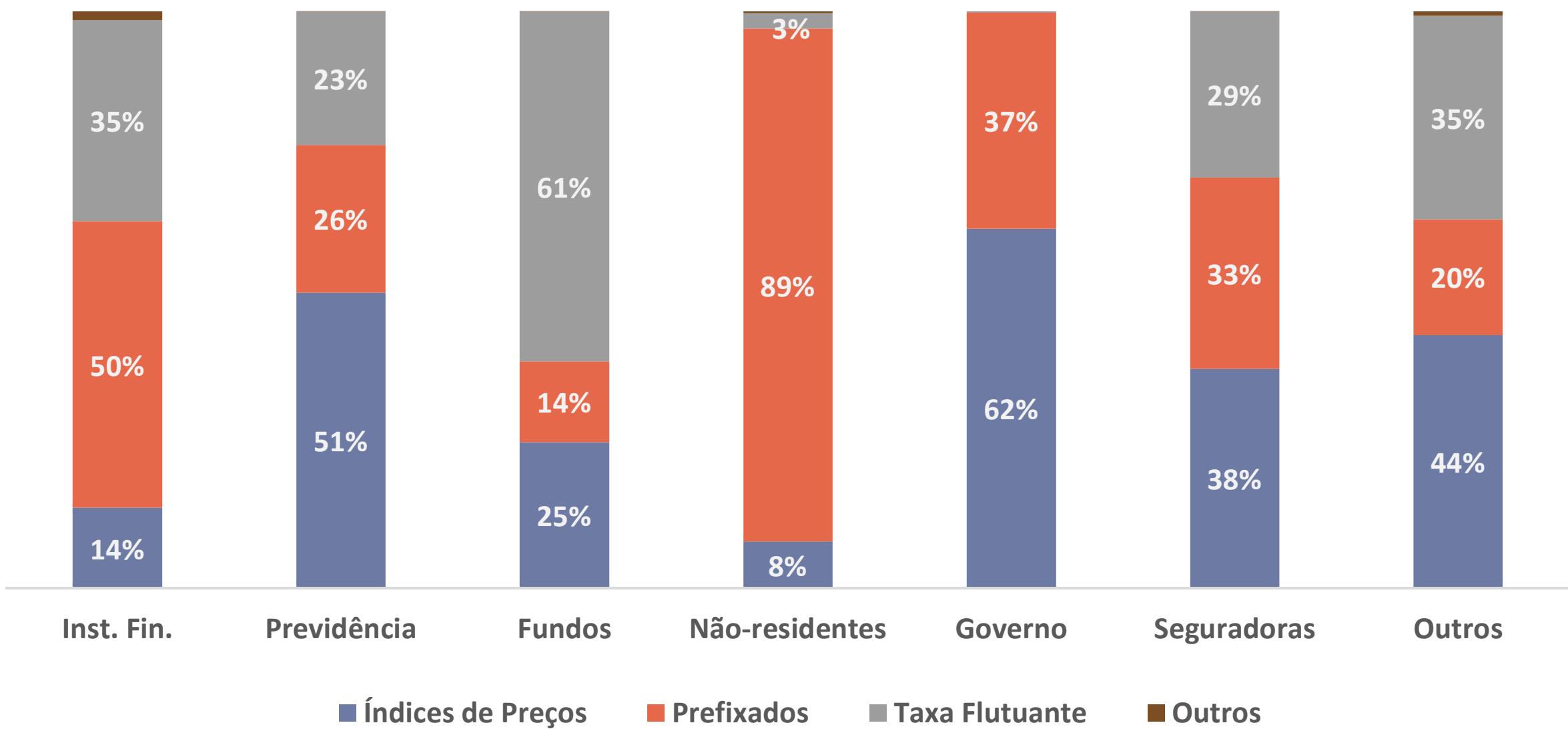
Figura 15. Participação de detentores, por título



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Selic

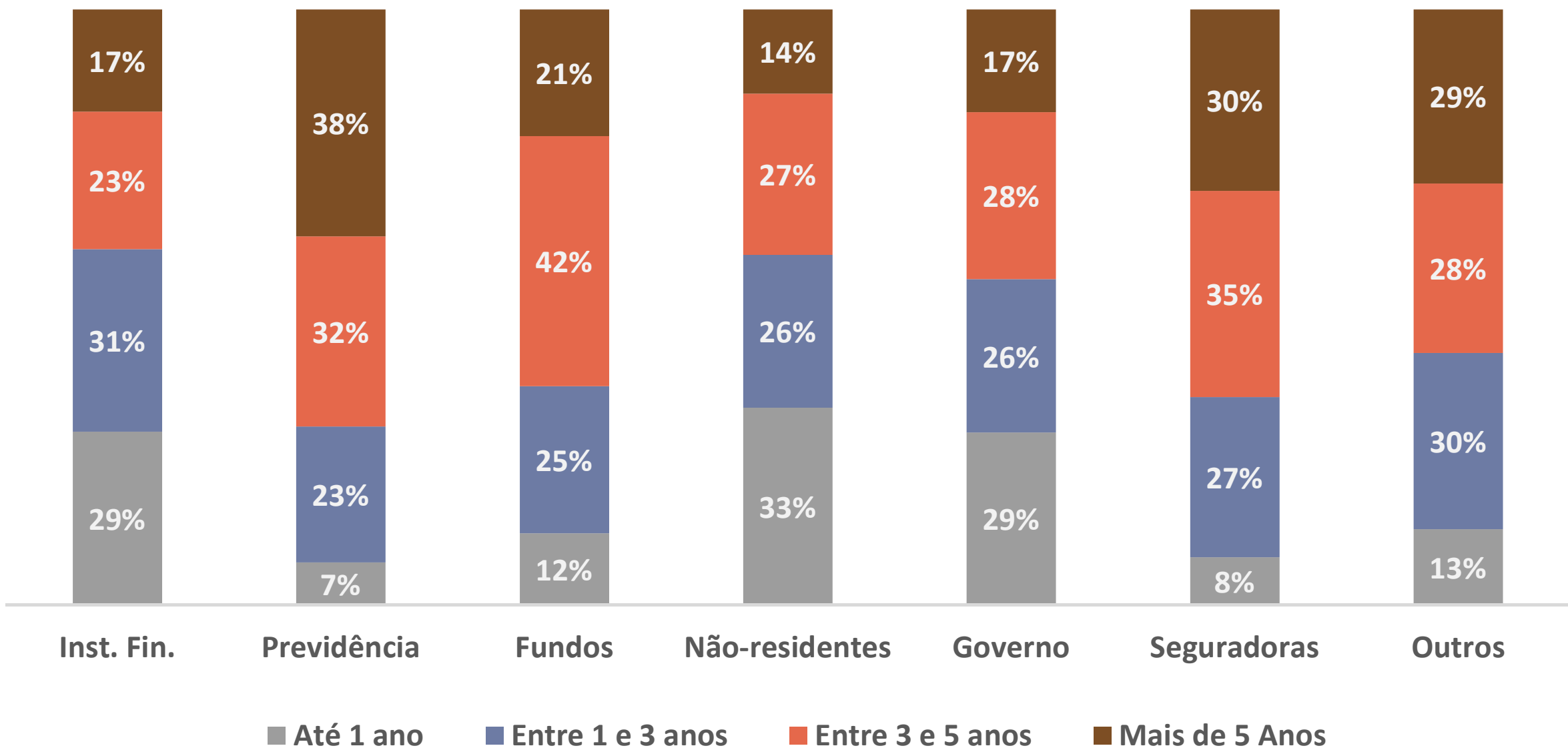
A composição das carteiras e as parcelas de títulos públicos distribuídos por prazo de vencimento dos principais grupos de detentores estão apresentadas nas Figuras 16 e 17 a seguir. O grupo Previdência permanece com elevada participação nos vencimentos com prazos acima de cinco anos, o que condiz com a sua preferência por títulos atrelados a índice de preços e prefixados de mais longo prazo.

Figura 16. Composição da Carteira de Títulos Públicos, por Detentor



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Selic

Figura 17. Distribuição por Prazo de Vencimento, por Detentor



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Selic

2.5 Garantias Concedidas pela União

Ao conceder garantias, o Tesouro Nacional contribui para reduzir o risco de crédito dos tomadores de recursos, ao possibilitar a captação a custos menores do que na ausência dessas garantias. Entre 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.

As garantias concedidas pela União a operações de crédito ganharam importância no âmbito do controle da Dívida Pública devido ao crescimento do saldo das dívidas garantidas, bem como pela ocorrência recorrente do pagamento de honras de aval por parte da União. Em 2017, o montante de garantias honradas alcançou R\$ 4,1 bilhões, o que representou um crescimento de 70,8% em relação a 2016, cujo valor honrado foi de R\$ 2,4 bilhões. As honras referentes a inadimplências do Estado do Rio de Janeiro responderam por R\$ 4,0 bilhões dos valores pagos pela União.

A União honrou garantias em um montante de R\$ 4,06 bilhões, em 2017

O saldo devedor de garantias concedidas a operações de crédito sob responsabilidade do Tesouro Nacional totalizou R\$ 233,4 bilhões em 2017. As garantias internas apresentaram um saldo de R\$ 111,5 bilhões de operações de crédito. Já as garantias externas por sua vez, alcançaram R\$ 121,9 bilhões.

A Lei Complementar nº 101 de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF) estabelece que o saldo das obrigações garantidas pela União não pode ultrapassar o limite estabelecido pelo Senado Federal, isto é, aquele constante da Resolução nº 48/2007, equivalente a 60% da Receita Corrente Líquida (RCL). Para o cálculo do limite, é levado em consideração também o saldo dos fundos garantidos pela União. Em 31 de dezembro de 2017, o saldo das garantias incluindo os fundos foi de R\$ 301,0 bilhões representando 41,4% da RCL.

Ao longo de 2017, o Estado do Rio de Janeiro homologou sua entrada no Regime de Recuperação Fiscal, instituído pela Lei Complementar nº 159/2017. Dessa maneira, a

União não poderá executar as contragarantias previstas nos contratos de operações de crédito do Estado do Rio de Janeiro durante a vigência do regime. O montante das parcelas inadimplidas pelo Estado do Rio de Janeiro será recuperado de acordo com o previsto no art. 17 da referida lei.

Por fim, em novembro 2017, foi publicada a Portaria do Ministério da Fazenda nº 501/2017, cujo art. 13 veda a concessão de garantia da União a novos contratos de financiamento a Unidades da Federação que tenham incorrido na necessidade de honra de garantia por parte da União nos últimos 12 meses, ou tenha incorrido em três atrasos nos últimos 24 meses. Essas restrições são afastadas após verificada a regularidade por 12 meses no caso de honra de garantia e seis meses no caso de atrasos. Essas penalidades foram desenhadas a fim de desestimular o inadimplemento dos entes garantidos pela União perante os credores.

Portaria MF n.º 501, de 2017, veda a concessão de garantia da União a unidades da federação em inadimplência

**Acompanhe
o tema no
Relatório
Quadrimestral
de Garantias**

[Clique aqui e acompanhe o tema no Relatório Quadrimestral de Garantias](#)

3 Inovações e temas em desenvolvimento

3.1 Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central

Está em discussão no Congresso Nacional o Projeto de Lei - PL nº 9.283 de 2017, que representa importante aperfeiçoamento no relacionamento entre a Secretaria do Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil (BCB), alinhando a estrutura institucional do Brasil às melhores práticas internacionais na gestão das políticas monetária, fiscal e de gestão de dívida.

A acumulação de reservas internacionais pelo país, principalmente após 2006, contribuiu para a solidez da economia brasileira. Entretanto, o maior volume de ativos em moeda estrangeira no BCB trouxe volatilidade aos resultados do balanço da instituição. Em momentos de desvalorização cambial, o BCB tem elevados resultados positivos, ocorrendo o inverso em momentos de valorização cambial. É nesse contexto que se faz necessária uma atualização da regulamentação, pois o atual arranjo institucional brasileiro prevê a transferência do resultado positivo do Banco Central para o Tesouro em dinheiro ou, em caso contrário, a cobertura do resultado negativo por meio de títulos do Tesouro.

As alterações do PL nº 9.283/17 têm como objetivo diminuir a frequência e a magnitude dos fluxos de transferências entre as duas instituições, pois os resultados cambiais positivos constituirão reserva contábil no balanço do BCB quando este registrar resultado positivo com as operações cambiais. Essa reserva será usada posteriormente para a cobertura de eventuais resultados negativos. Em caso de a reserva se exaurir e ainda restarem resultados negativos a cobrir, isso será feito por meio de redução do patrimônio líquido do BCB até que este atinja 1,5% do ativo do Banco. Se ainda assim houver resultado negativo a cobrir, o TN emitirá títulos a favor do BCB.

Em consequência desse novo arcabouço legal, haverá menor troca de pagamentos entre TN e BCB, e um sistema mais transparente de cobertura de resultados negativos do BCB, refletindo em menor pressão sobre o endividamento público.

Além da atualização das regras relativas ao resultado do BCB, o PL nº 9.283/17 contribui para o aperfeiçoamento na gestão do controle da inflação.

O BCB conta com uma carteira de títulos públicos de responsabilidade do Tesouro Nacional que é utilizada como lastro nas operações de mercado aberto, também

conhecidas como compromissadas. A finalidade dessas operações é administrar a liquidez da economia e, assim, manter a inflação sob controle. A sistemática vigente de garantia deste estoque mínimo desses títulos está regulamentada pelo Ministério da Fazenda, por meio da Portaria MF nº 241/2009, a qual determina que o TN emita títulos em favor do BCB, sem contrapartida financeira, sempre que a sua carteira de títulos livres atingir valor inferior a R\$ 20 bilhões.

A esse respeito, o PL nº 9.283/17 fortalece o arcabouço institucional para assegurar que o BCB disponha dos instrumentos necessários à execução eficiente da política monetária, ao definir um patamar mínimo para a parcela de títulos disponíveis para venda (carteira livre), abaixo do qual a STN deve emitir novos títulos para o Banco, sem contrapartida financeira. Essa medida garante que o BCB sempre tenha títulos em montante suficiente para adequada execução da política monetária. Sob condições específicas, os títulos aportados com essa finalidade poderão ser cancelados futuramente.

O PL nº 9.283/17 representa ainda aperfeiçoamento na gestão da dívida pública, ao promover a diminuição do volume de emissão de títulos do Tesouro para BCB. Como já comentado, tal redução ocorrerá em virtude da criação de uma reserva com o resultado positivo das operações cambiais, que poderá ser usada posteriormente na cobertura de eventuais resultados negativos do BCB. Dessa forma, a carteira de títulos do BCB deixará de crescer em razão da cobertura dos resultados negativos de seu balanço patrimonial. Consequentemente, a União tende a gastar menos com o pagamento de juros dos títulos da carteira do BCB no futuro.

3.2 Regra de Ouro

A regra de ouro é uma das regras fiscais mais conhecidas das finanças públicas e, em essência, visa assegurar que o endividamento público seja realizado apenas para financiar despesas de capital e não para cobrir despesas correntes. A regra pressupõe que as despesas correntes devam ser limitadas à capacidade presente de arrecadação de tributos e tem o propósito de garantir a solvência fiscal ao longo do tempo e o equilíbrio entre gerações distintas. Evita-se, assim, que o governo postergue para gerações futuras o ônus de financiar atividades que beneficiem apenas a geração atual.

A regra de ouro está prevista no ordenamento jurídico brasileiro no art. 167 da Constituição Federal, que veda a realização de operações de créditos em valor superior às despesas de capital, incluídos investimentos, inversões financeiras e amortizações. A Lei de Responsabilidade Fiscal (art.32) define que a apuração da regra seja realizada ao final do exercício, sendo que as receitas das emissões de títulos serão consideradas apenas no exercício financeiro em que elas forem utilizadas para pagamento de despesas, conforme regulamenta a Resolução do Senado Federal nº 48, de 2007. A resolução do Senado mostra-se fundamental, pois traz mais flexibilidade à gestão da dívida pública, o que propicia um gerenciamento mais eficiente de liquidez e de caixa, sem ferir o cumprimento da regra de ouro.

Nesse sentido, é fundamental destacar a diferença entre despesas públicas correntes e de capital. As despesas correntes se destinam ao custeio e manutenção das atividades dos órgãos da administração pública, por exemplo, gastos com pessoal, aquisição de bens de consumo, serviços de terceiros, manutenção de equipamentos, consumo de água, energia, telefone etc. Uma rubrica particularmente importante das despesas correntes são os juros da dívida pública.

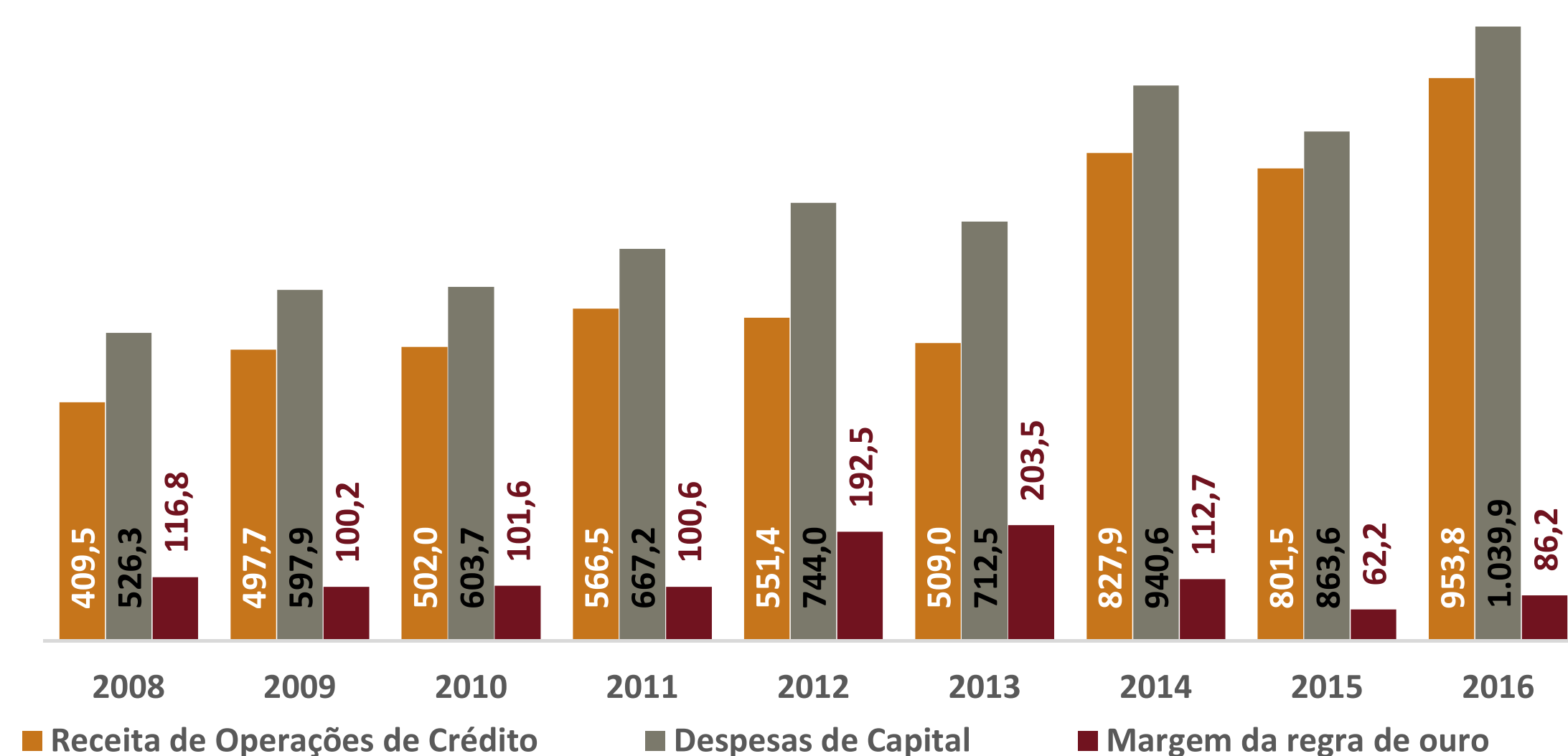
As despesas de capital representam dois tipos de gastos: (1) os investimentos e as inversões financeiras (aquisição de máquinas equipamentos, realização de obras, aquisição de participações acionárias de empresas, aquisição de imóveis, concessão de empréstimos para investimento), que normalmente concorrem para a formação de um bem de capital e para a expansão das atividades do órgão; e (2) a amortização da dívida, que compreende o pagamento do principal e atualização monetária de operações de crédito realizadas para cobrir despesas no passado.

A Figura 18 a seguir mostra que historicamente a regra de ouro vem sendo atendida pelo Governo Federal; ou seja, o montante de operações de crédito no contexto da gestão da dívida pública mobiliária federal deduzida a variação da subconta da Dívida Pública da Conta Única do Tesouro Nacional a cada ano foram em valores inferiores ao montante das despesas de capital realizadas.

**Veja o
desempenho da
regra de ouro no
Relatório
Resumido
de Execução
Orçamentária**

[Clique aqui e veja o desempenho da Regra de Ouro no RREO.](#)

Figura 18. Evolução da margem da regra de ouro



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Como mostra o gráfico a regra de ouro vem sofrendo pressões advindas das reduções em fontes de recursos financeiros destinados ao pagamento da dívida pública. A atual situação fiscal do país enseja a necessidade de um ajuste via corte de despesas correntes, ou aumento de receitas. Se esta questão não for equacionada, maiores serão as pressões para cortar investimentos ou para financiar gastos correntes embutidos no déficit orçamentário por meio de emissão de dívida. Ambas as medidas desfavorecem o cumprimento da regra de ouro.

A margem da regra de ouro está cada vez mais estreita, o que pode se atribuir a recorrentes déficits fiscais

3.3 Sistema de Dealers

O Tesouro Nacional credencia instituições financeiras com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Conhecidos como dealers, essas instituições atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais, como no mercado secundário desses títulos via distribuição e formação de mercado. O sistema de dealers permite ao Tesouro um monitoramento mais eficiente do funcionamento do mercado secundário de

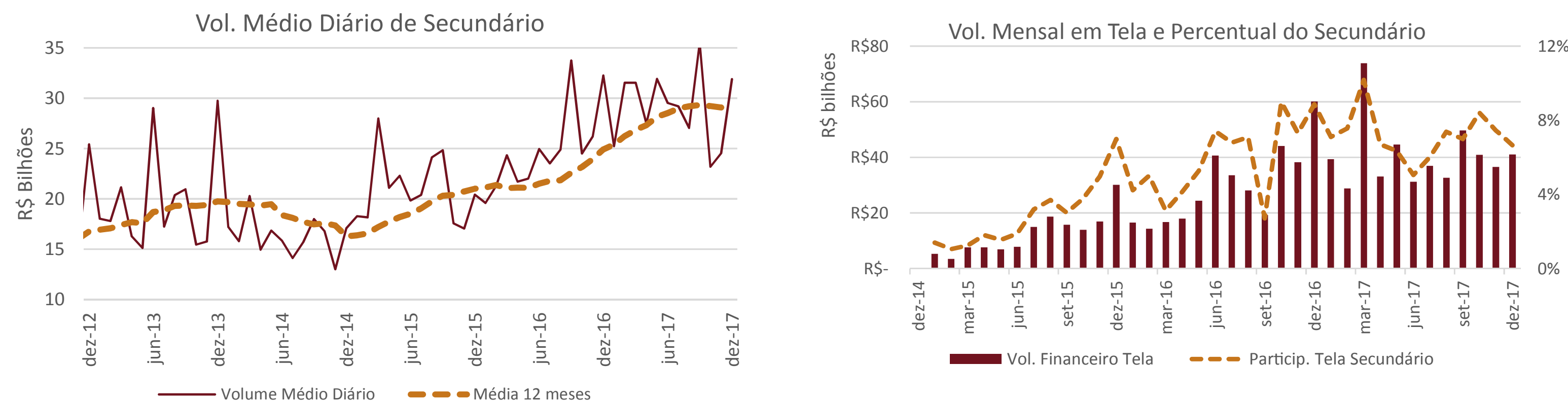
títulos públicos e dos desdobramentos da indústria na qual essas instituições estão inseridas. Neste contexto, esse sistema recebe aprimoramentos regulares em suas regras, sendo a alteração mais recente a Portaria STN nº 29, de 17 de janeiro de 2017, que alterou, entre outros parâmetros, a distribuição do número de instituições credenciadas.

Em virtude da evolução recente da concentração no mercado bancário e com o propósito de manter a competitividade no âmbito do sistema, o número de instituições dealers pertencentes a conglomerados bancários foi reduzido de dez para nove. Em contrapartida, aumentou-se o número de instituições independentes (não pertencentes a bancos), de dois para três, uma vez que a competitividade observada nos períodos anteriores dava indícios de que o sistema podia comportar uma instituição a mais nesse segmento. Adicionalmente, a fim de acompanhar a nova distribuição entre diferentes instituições, constatou-se na reformulação do sistema uma oportunidade de se ajustar as metas de participação dos dealers nos mercados primário e secundário para realizar operações especiais com o Tesouro Nacional.

Visando ilustrar a tendência de crescimento do volume negociado desde a separação do sistema de dealers do Banco Central e do Tesouro Nacional, a Figura 19 explicita a série histórica do volume médio diário negociado do mercado secundário nos últimos cinco anos. Esse volume, que era de aproximadamente R\$ 18 bilhões diários em janeiro de 2015, alcançou R\$ 32 bilhões em dezembro de 2017. Outro mercado que o Tesouro busca incentivar por meio de seu sistema de dealers, de modo a fomentar a liquidez e a transparência de preços, é o de plataformas eletrônicas de negociação de títulos públicos. Como mostra a Figura 19, o avanço desse segmento foi positivo nos últimos anos, avançando de cerca de R\$ 5 bilhões de volume negociado em plataformas eletrônicas em janeiro de 2015 para cerca de R\$ 41 bilhões ao mês em dezembro de 2017.

O sistema de dealers permite ao Tesouro Nacional um monitoramento mais eficiente do mercado secundário

Figura 19. Mercado Secundário



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

3.4 Recomendação de previsão orçamentária para emissão de títulos

O Grupo de Trabalho da Dívida Pública (GT DIV), instituído pela Portaria STN nº 38, de 22 de janeiro de 2016, teve como objetivo avaliar os procedimentos orçamentários, financeiros e patrimoniais referentes aos processos de emissão e de pagamento de títulos públicos federais de responsabilidade do Tesouro Nacional e propor eventuais aprimoramentos. Os trabalhos empreendidos promoveram uma revisão abrangente dos processos de emissão e pagamento de títulos públicos federais e uma ampliação do diálogo sobre a dívida pública. Seus principais resultados podem ser agregados em três grupos: (1) adequações contábeis, para melhor refletir a natureza das operações de emissão e resgate de títulos públicos; (2) aprimoramento de processos, para prover ganhos de eficiência; e (3) inclusão de previsão orçamentária para as operações de emissão direta de títulos, visando proporcionar maior transparência e publicidade às operações.

O último conjunto de recomendações, a inclusão de previsão orçamentária para as emissões diretas, tem particular potencial de promover maior controle da execução das despesas e melhor prestação de contas da atividade do Estado, em obediência ao princípio da universalidade do orçamento. As emissões diretas são destinadas a programas de governos e a operações estruturadas, como as securitizações e emissões para a autoridade monetária para equilíbrio do balanço. Duas dessas emissões foram incluídas no processo orçamentário de 2017-2018: as emissões para securitização de dívidas do Fundo de Compensações de Variações Salariais (FCVS) e para o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento das Instituições de Ensino Superior (Proies).

Destaca-se também o Projeto de Lei do Senado Federal nº 351/2013 que altera a Lei de Responsabilidade Fiscal e estabelece que todas as emissões de títulos, com exceção das emissões para a carteira livre do Banco Central, devem integrar a Lei Orçamentária Anual (LOA), consignando em lei as recomendações do GT DIV já concretizadas. Trata-se de uma inovação legislativa que confere segurança fiscal e normativa às operações, impedindo que haja aumento do endividamento público sem a devida previsão no orçamento. Esse ponto evidencia o caráter proativo do GT DIV, pois a exigência de previsão orçamentária dessas emissões de títulos públicos vai ao encontro das recomendações mais recentes dos órgãos de controle, como o Tribunal de Contas da União (TCU).

O Grupo de Trabalho da Dívida Pública recomendou, como regra geral, a inclusão de previsão orçamentária para as emissões

3.5 Tesouro Direto

Buscando reforçar o seu papel como promotor da educação financeira, o Tesouro Nacional, em parceria com a B3, lançou em setembro de 2017 a campanha #TransformaçãoPeloConhecimento. A campanha trouxe como novidade o simulador do TD, uma ferramenta que materializa o conhecimento necessário para que o investidor possa realizar as suas aplicações com maior autonomia e confiança. Iniciado

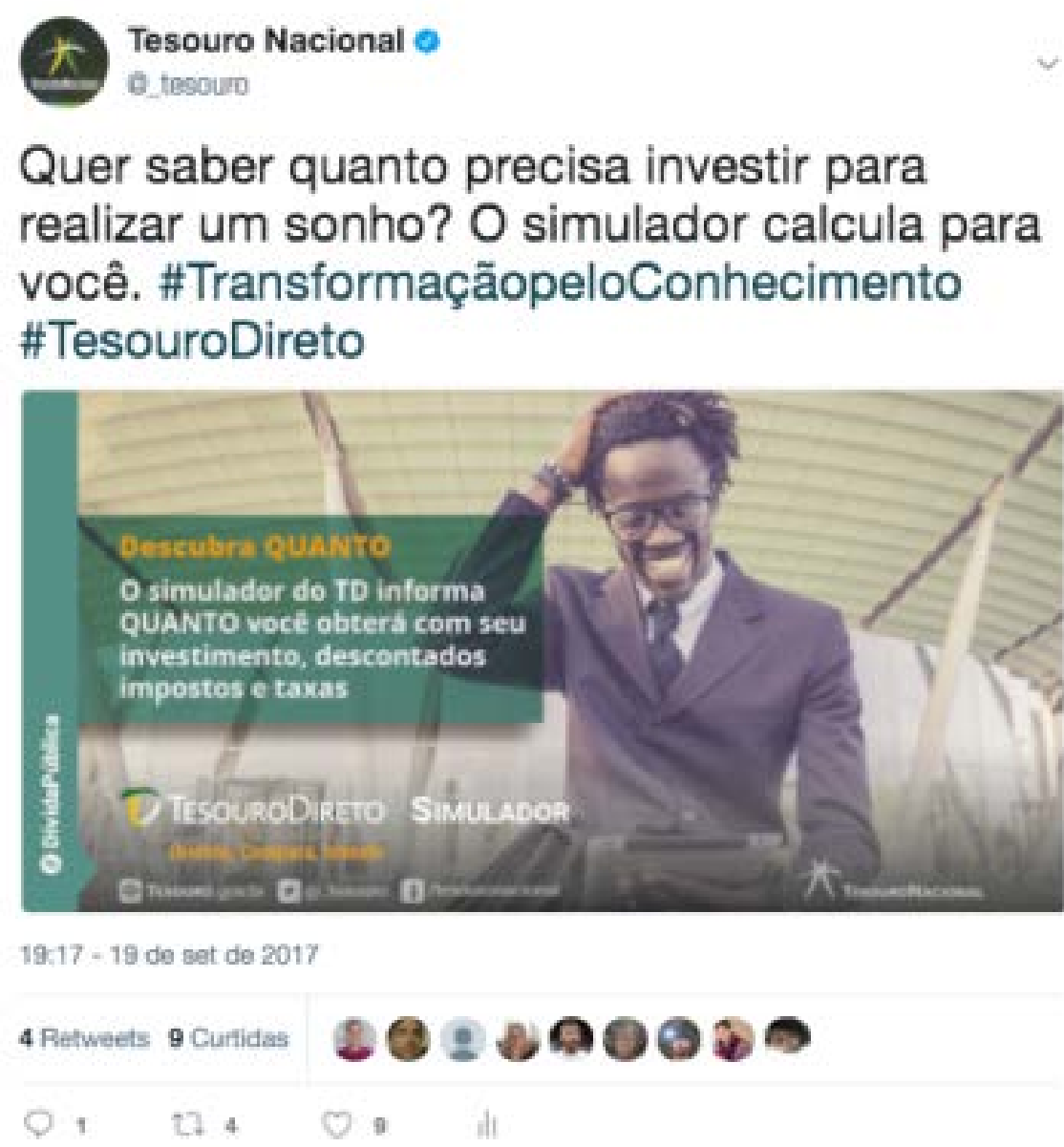
em 2015, o projeto visa auxiliar o investidor na escolha do título mais apropriado ao seu objetivo financeiro, comparando a rentabilidade do título indicado com as principais alternativas de renda fixa disponíveis no mercado: poupança, CDB, fundo DI e LCI/LCA. No contexto da campanha, o Tesouro também ofertou ao público, em parceria com a Escola de Administração Fazendária - Esaf, 8 mil novas vagas no curso gratuito do Tesouro Direto.

Tesouro Direto lança o Simulador do TD e abre 8 mil vagas para o seu curso gratuito

**Simulador do TD:
orienta, compara, invista**

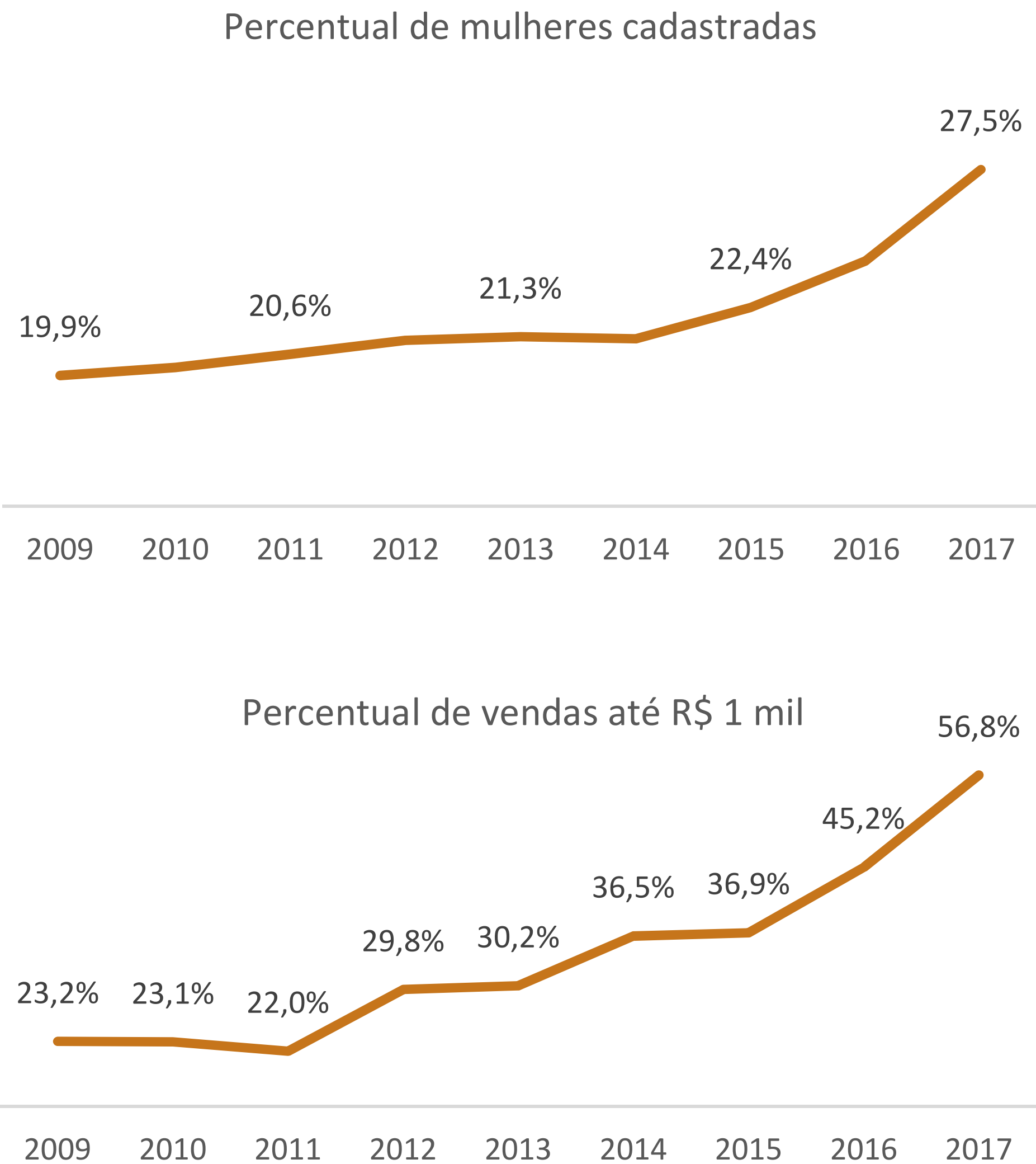
[Simulador TD](#)

As variadas peças de marketing criadas para a campanha, dentre elas vídeos, banners e infográficos, foram divulgadas em todos os principais canais virtuais. Além disso, pela primeira vez, a equipe do Tesouro Direto se reuniu com os principais multiplicadores nacionais em relação ao tema finanças, entre eles blogueiros, jornalistas, especialistas e representantes de instituições financeiras, para uma experimentação da nova ferramenta.



A intensificação da democratização do programa em 2017 é o maior dos destaques apresentados pelas estatísticas do Tesouro Direto. Em relação aos investidores ativos, aqueles que efetivamente possuem aplicações, em 2017 houve acréscimo de 164 mil, totalizando 565 mil investidores posicionados, um número 40,8% maior que o verificado em 2016. A proporção de investimentos até R\$ 1 mil reais subiu de 45,2% no final de 2016 para 56,8% em dezembro de 2017. A proporção de mulheres também apresentou significativo crescimento, subindo de 24,1% no final de 2016 para 27,5%, no final de 2017.

Figura 20. Mudança do Perfil do Investidor do Tesouro Direto



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

O estoque investido passou de R\$ 41,1 bilhões no final de 2016 para R\$ 48,5 bilhões no final de 2017, o que significa um aumento de 18,1%. Todavia, o montante de vendas líquidas fechou o ano de 2017 com o valor R\$ 2,9 bilhões, apresentando uma redução frente ao valor de R\$ 11,4 bilhões no final do ano anterior. O montante de vendas brutas atingiu o valor de R\$ 19,4 bilhões, frente ao valor de R\$ 19,0 bilhões no final de 2016. Já o número de operações de venda alcançou a marca de 2,2 milhões, aumento de 425 mil com respeito ao no final do ano anterior.

Democratização do Programa, com ampliação da participação de mulheres e de pequenos investidores

3.6 Esforços de comunicação com a sociedade

Em 2017, a Secretaria do Tesouro Nacional colocou a comunicação com a sociedade no centro de suas atenções. Em seu Planejamento Estratégico, a comunicação foi definida pela instituição como elemento protagonista para fortalecer sua imagem, aprimorar a transparência e consolidar-se como fonte de informações gerenciais dos dados contábeis e fiscais do setor público brasileiro. Por isso, ao longo do ano, o Tesouro Nacional e, em especial, a gestão da dívida pública reforçaram e inovaram iniciativas de comunicação ao introduzir novos canais, formatos e níveis de linguagem em suas divulgações.

Dívida em Vídeos

Visando uma maior inclusão e participação dos cidadãos nas discussões e nos assuntos de relevância para o país, o Tesouro lançou o espaço A Dívida em Vídeos com a sua primeira série: Conheça a Dívida Pública. A série é composta por sete vídeos curtos, com uma linguagem simples e didática abordando as dúvidas mais frequentes dos brasileiros: *O que é dívida pública?*, *De onde ela vem?*, *Quanto custa?*, *Quem financia?*, *Como ela é paga?* e *Quem administra?* Cada vídeo foi acompanhado por um texto de apoio com informações detalhadas sobre o tema abordado.



Resultado de um esforço conjunto entre o Tesouro Nacional e a Escola de Administração Fazendária (ESAF), a série de vídeos foi publicada nas principais redes sociais e teve repercussão potencializada por meio da reorientação da página do Tesouro Nacional no Facebook como um canal ativo e oficial de comunicação do órgão. Essa reorientação demonstrou bons resultados, com alguns dos vídeos atingindo cerca de 26 mil pessoas.

1º Seminário Internacional de Dívida Pública

O 1º Seminário Internacional de Dívida Pública - Gestão da Dívida e sua interação com a Política Macroeconômica foi aberto ao público em geral e realizado pela Secretaria do Tesouro Nacional nos dias 9 e 10 de novembro de 2017, em Brasília – DF, em parceria com a Escola de Administração Fazendária.



O evento teve transmissão ao vivo, cuja gravação completa e material apresentado podem ser [conferidos aqui](#).

O seminário teve como objetivo fomentar o aperfeiçoamento e geração de conhecimento relativos à interação entre a gestão da dívida pública e a política

fiscal, a política monetária, o desenvolvimento do mercado financeiro e a economia real. Para essa discussão contou com a participação de mais de 20 especialistas renomados, entre palestrantes e moderadores do governo, mercado financeiro, academia, consultorias e organismos multilaterais.

Outras iniciativas

Ainda, na linha de estabelecer um diálogo amplo com sociedade, o Tesouro passou a divulgar trimestralmente um relatório, “Por Dentro das Contas”, com a evolução do orçamento do governo em uma linguagem mais acessível e visual ao público. Além disso, o Tesouro Nacional deu continuidade às suas tradicionais publicações, como o Plano Anual de Financiamento de 2017 (PAF), o Relatório Mensal da Dívida (RMD) e o Relatório Anual da Dívida (RAD). Apenas os Relatórios Mensais, por exemplo, tiveram mais de 35 mil downloads em 2017.

O Tesouro Nacional também ampliou espaço para interlocução com a academia através do programa Papo Tesouro – Programa de Apoio à Pesquisa e Orientação pelo Tesouro Nacional. Trata-se de uma primeira iniciativa para criar um canal de troca de conhecimentos e facilitação em estudos afetos às finanças públicas, bem como facilitar estudos e pesquisa de pós-graduação relacionados às finanças públicas. Os ganhos devem se concretizar de forma mais significativa no médio prazo, e espera-se que sejam da seguinte forma: recebimento de pesquisas e palestras de estudos desenvolvidos por pesquisadores, instituição de acordos de cooperação técnica para desenvolvimento de estudos que beneficiam tanto a STN quanto a academia e convites para exposição de estudos desenvolvidos pela STN.

Somando-se à missão de administrar a dívida pública de forma eficiente, transparente e sustentável, o Tesouro Nacional passou a utilizar estatísticas extraídas do Sistema Integrado da Dívida para elaboração do Relatório Mensal desde a edição de junho de 2017. A internalização da produção de informações e sua integração com a publicação de relatórios confirma o papel do Tesouro como gerador primário de informações e estatísticas. Esse desenvolvimento foi possível graças à unificação dos critérios de cálculo adotados pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, o que possibilitou também o aprimoramento da precisão das informações.



4 Conclusão

A conjuntura econômica de 2017 foi favorável para gestão da dívida, com indicadores mantendo-se dentro dos limites definidos pelo PAF 2017. Do lado positivo, o principal destaque refere-se aos indicadores de custo, que encontram-se próximo às mínimas históricas. Entretanto, ainda se verificam déficits fiscais recorrentes, que somados com a estratégia de alcançar um percentual mínimo refinanciamento de 100% da DPF, torna importante uma maior emissão de títulos flutuantes. Este volume adicional de emissões de LFT em um período com baixos vencimentos desses títulos gerou um aumento na participação de flutuantes na composição da DPF sem que houvesse, necessariamente, uma menor colocação de prefixados. Mesmo com a reversão na composição, vale mencionar que os indicadores de risco da DPF permanecem próximos aos melhores patamares históricos, em especial com a estabilização do percentual vincendo em 12 meses abaixo de 20%.

Em 2017, o Tesouro manteve os esforços em fortalecer o arcabouço institucional da gestão da DPF. Neste contexto a instituição prosseguiu com o desenvolvimento do mercado secundários de títulos públicos, como também participou ativamente de discussões junto a autoridades da equipe econômica, do Banco Central e do Congresso com o objetivo de propor a atualização do marco regulatório que rege o relacionamento do Tesouro com o Banco Central. A edição de 2017 do Relatório Anual da Dívida mostrou ainda diversas iniciativas para ampliar a transparência na gestão da dívida e aprimorar os canais de comunicação com a sociedade.



Vitórias-régias, AM

Annual Federal Public Debt Report 2017



TESOURO NACIONAL