

**2019**

# Plano Anual de Financiamento



**TESOURO NACIONAL**

Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil

**Ministro da Economia**

Paulo Roberto Nunes Guedes

**Secretário Executivo do Ministério da Economia**

Marcelo Pacheco dos Guarany's

**Secretário Especial de Fazenda**

Waldery Rodrigues Júnior

**Secretário do Tesouro Nacional**

Mansueto Facundo de Almeida Junior

**Secretário Adjunto**

Otavio Ladeira de Medeiros

**Subsecretário(a)s**

Adriano Pereira de Paula

Gildenora Batista Dantas Milhomem

José Franco Medeiros de Moraes

Líscio Fábio de Brasil Camargo

Pedro Jucá Maciel

Priscilla Maria Santana

**Subsecretário da Dívida Pública**

José Franco Medeiros de Moraes

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

Luís Felipe Vital Nunes Pereira

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

Luiz Fernando Alves

**Coordenadora-Geral de Controle e Pagamento da Dívida Pública**

Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós

**Equipe Técnica**

Ana Carolina Kanemaru Fetter

André Duarte Veras

Bruna Gabriela Ribarczyk

Cecília de Souza Salviano

Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva

Cláudio Araujo de Freitas Gago

Daniel Cardoso Leal

Daniel Klug Nogueira

Flávia Fontoura Valle May

Francisco Onivaldo de Oliveira Segundo

Frederico Schettini Batista

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Gustavo Matte Russomanno

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Helano Borges Dias

Jailison Weilly Silveira

José de Anchieta Semedo Neves\*

Leandro de Lima Galvão

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Lena Oliveira de Carvalho

Leonardo Martins Canuto Rocha

Marcia Paim Romera

Marcelo de Alencar Soares Viana

Marcelo Rocha Vitorino

Marcos Demian Pereira Magalhães

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrão de Lamonica Freire

Nathalia Filgueiras de Almeida

Nucilene Lima de Freitas França

Paulo Moreira Marques

Petrônio de Oliveira Castanheira

Plínio Portela de Oliveira

Roberto Beier Lobarinhas

Rosa Isabel Cavalcanti

Ruth Lacerda Benfica

Victor Valdivino Caetano de Almeida

Vinicius Pinto de Menezes

\* Coordenação Técnica

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2019. 1/Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2019, número 19. 1. Dívida Pública Federal 2. Plano Anual de Financiamento 3. Planejamento 4. Estratégia I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título

**Informações****Telefone:** (061) 3412-1843**E-mail:** [ascom@tesouro.gov.br](mailto:ascom@tesouro.gov.br)**Disponível em:** [www.Tesourotransparente.gov.br](http://www.Tesourotransparente.gov.br)**Dívida Pública Federal:** *Plano Anual de Financiamento 2019 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.***Arte**

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Projeto Gráfico e Diagramação - Viviane Barros, Hugo Pullen e Júlia Mundim

**Última alteração: 25/1/2019**

# Sumário

	<b>Mensagem do Tesouro Nacional</b>	<b>4</b>
<b>1</b>	<b>Cenários para o PAF 2019</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Necessidade de Financiamento</b>	<b>7</b>
<b>3</b>	<b>Estratégia</b>	<b>11</b>
	3.1. Dívida Interna	11
	3.2. Dívida Externa	14
<b>4</b>	<b>Resultados Esperados</b>	<b>15</b>
	4.1. Estoque da DPF	15
	4.2. Composição da DPF	15
	4.3. Estrutura de Vencimentos da DPF	16
<b>5</b>	<b>Perspectivas de Médio e Longo Prazo para a DPF</b>	<b>18</b>
	5.1. A DPF no Longo Prazo	18
	5.2. Indicativos para a DPF no Médio Prazo	19
	5.3. Análise ampliada da composição da dívida	22
<b>6</b>	<b>Considerações Finais</b>	<b>25</b>



# Mensagem do Tesouro Nacional

O Plano Anual de Financiamento – PAF 2019 é uma peça da estratégia de financiamento da Dívida Pública Federal – DPF, que contempla as diretrizes e os parâmetros para sua gestão ao longo do ano. A publicação deste documento é parte dos esforços de comunicação do Tesouro Nacional com a sociedade, para promover a transparência e a cultura da responsabilidade fiscal.

O ano de 2019 representará mais um passo na consolidação fiscal do governo federal. Os desafios são amplos e o caminho a ser trilhado envolve a compreensão da sociedade quanto à importância do equilíbrio entre a consecução das funções típicas de Estado e sua capacidade de manter saudáveis as contas públicas, assegurando-se uma trajetória sustentável ao endividamento público.

O PAF 2019 cumpre o papel de reduzir as incertezas quanto à gestão da dívida pública e possíveis implicações nas tomadas de decisões dos distintos agentes econômicos. A estratégia de financiamento é estruturada com o objetivo de redução de custos no longo prazo, concomitantemente à manutenção de níveis prudentes de risco. Para tanto, almeja-se uma composição bem diversificada para a DPF, preferencialmente com maior proporção de títulos remunerados por índices de preços e prefixados de prazos mais longos, embora o balanço entre custos e riscos no curto prazo comporte presença relevante para os instrumentos com juros flutuantes nas emissões da dívida mobiliária.

Assim, o PAF 2019 apresenta a expectativa de maior volume de emissões de títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços, estes em menor grau, em comparação com o ano anterior. Entretanto, os resultados nos indicadores de estoque da DPF sugerem a continuação da tendência verificada desde 2015, com incremento da proporção de LFT, em detrimento dos demais instrumentos. As LFT ganharam terreno no contexto de contínuos déficits fiscais, como títulos de boa aceitação em momentos de aversão ao risco pelos investidores, permitindo ao Tesouro Nacional minimizar o custo de prêmios de risco excessivos que podem acompanhar tais conjunturas. Além disso, as LFT auxiliam para evitar a concentração de vencimentos no curto prazo, apresentando-se como alternativa aos títulos prefixados de menores prazos.

Para o médio prazo é fundamental que haja avanços na agenda de reformas, impactando positivamente os indicadores fiscais e, conseqüentemente, as condições econômicas do país. Tal cenário favorecerá a dinâmica do endividamento, permitindo que se obtenha uma trajetória sustentável e o processo de mudança de sua composição e estrutura de prazos rumo ao perfil desejado, tal como expresso nas diretrizes de longo prazo de sua gestão.

É nesse contexto que as próximas páginas trazem o PAF 2019, documento produzido como meio de reafirmar à sociedade o compromisso do Tesouro Nacional com valores voltados à transparência, responsabilidade fiscal e excelência.

**Objetivos e  
Diretrizes da  
Gestão da DPF**

**Equipe do Tesouro Nacional**

## 1

Cenários para o  
PAF 2019

O contexto macroeconômico global é caracterizado pela manutenção das incertezas relacionadas à intensidade do processo de normalização da política monetária nas economias avançadas, assim como a possibilidade de ocorrência de tensões geopolíticas. Já no âmbito doméstico, o cenário principal pressupõe a continuidade na recuperação da atividade econômica (iniciada em 2017), manutenção da inflação sob controle e aprofundamento do ajuste fiscal em curso. O avanço na agenda de reformas estruturais constitui-se em fator determinante para a reconstrução das condições básicas para o crescimento econômico sustentável.

O cenário externo segue refletindo as incertezas em torno do comércio internacional e das perspectivas de menor crescimento da atividade global. As tensões decorrentes da guerra comercial entre EUA e China continuam como pano de fundo, trazendo volatilidade aos mercados. Como consequência, tem aumentado a incerteza em relação a uma desaceleração mais intensa na economia chinesa e nos países com elevada exposição mercantil ao país. Além disso, problemas fiscais em países da Europa e a questão do Brexit são fatores de riscos adicionais e permanecem no radar.

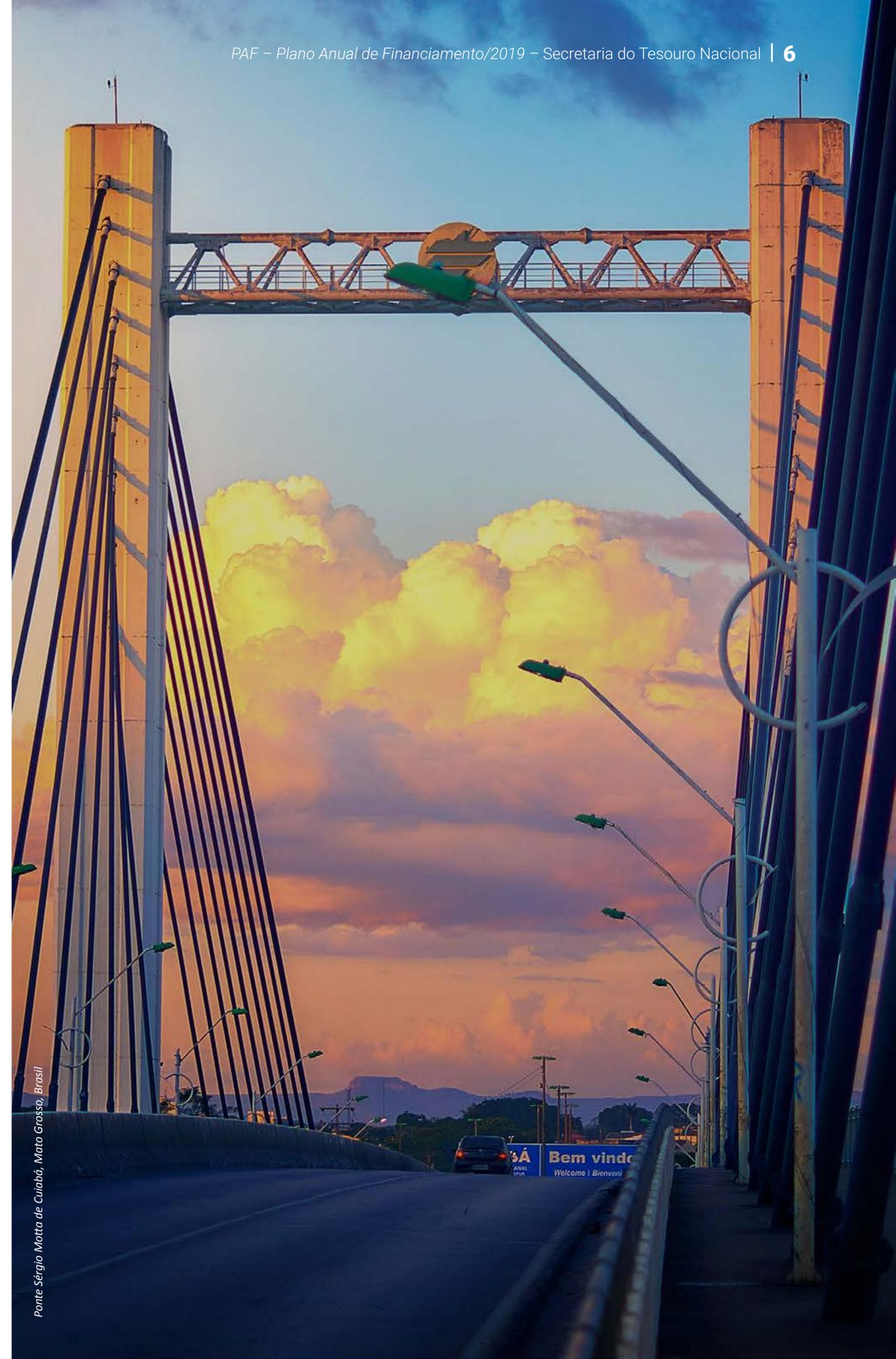
*Ambiente externo bastante desafiador e volátil, mas a cena doméstica é preponderante, com relevância para a aprovação de reformas estruturantes e a consolidação fiscal.*

O cenário básico para o ambiente doméstico se aproxima das expectativas de mercado para 2019 e presume a consolidação

da retomada da atividade, em condições de sustentar um novo ciclo de crescimento; inflação sob controle e aderente ao sistema de metas; recuperação gradual do mercado de trabalho e dos indicadores de confiança. Um pressuposto importante para a materialização deste cenário é o avanço nas reformas estruturais, incluindo aquelas promotoras de maior eficiência na economia. Por fim, permanecem as condições favoráveis para o balanço de pagamentos, com reduzido déficit em conta corrente, elevado investimento externo (IDP) e reservas internacionais em patamares robustos.

De forma a fundamentar uma estratégia de financiamento da DPF com graus de liberdade na gestão da dívida, o PAF 2019 contempla cenários alternativos que auxiliam na definição dos intervalos de referência para os indicadores de estoque, composição e estrutura de vencimentos da DPF. Contudo, cenários com fortes choques ou situações de estresse não estão incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição dos limites resultantes deste PAF.

No cenário conservador, assume-se que o andamento da agenda de reformas e a recuperação econômica sejam mais lentos, resultando em um ambiente de maior incerteza econômica e aversão ao risco. Em um cenário mais favorável, contudo, contempla-se a consolidação fiscal de forma ágil, fundamentada na aprovação de reformas estruturais capazes de corrigir o quadro de déficit primário e de recolocar a relação dívida bruta sobre PIB em trajetória declinante no médio prazo. Conseqüentemente, haveria aumento da previsibilidade dos agentes econômicos e a retomada da confiança, com estímulo ao consumo e ao investimento, promovendo-se uma recuperação mais acelerada da economia.



Ponte Sérgio Matta de Cuiabá, Mato Grosso, Brasil

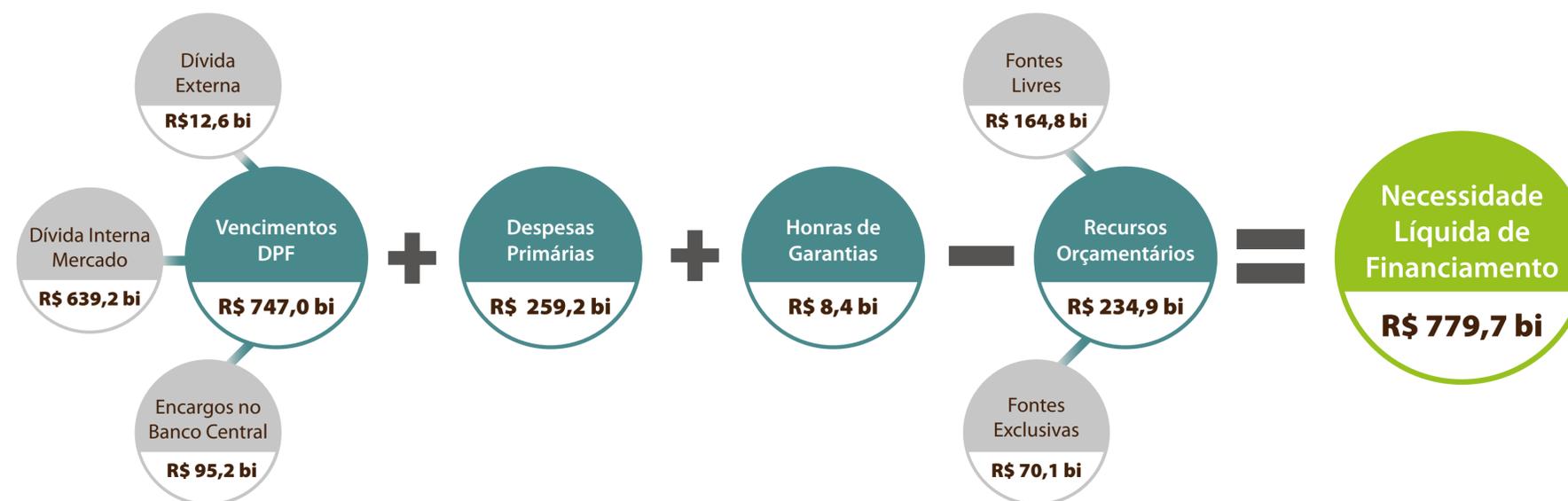
## 2

# Necessidade de Financiamento

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. O PAF aborda a DPF em poder do mercado.

A estimativa de necessidade bruta de financiamento do governo federal para o ano de 2019 alcança R\$ 1.014,6 bilhões, enquanto a necessidade líquida é de R\$ 779,7 bilhões, como se vê na Figura 1.

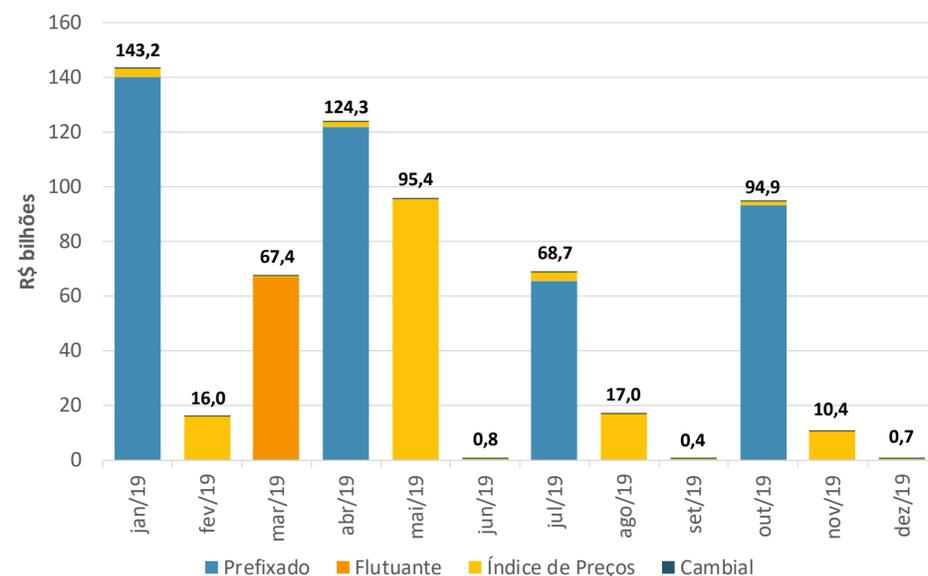
Figura 1 – Necessidade de financiamento em 2019



Fonte: PLOA 2019 e Tesouro Nacional. Valores estimados, posição em 31/12/2018

Os vencimentos da DPF somam R\$ 747,0 bilhões, incluindo as maturações da dívida interna e externa, bem como os encargos da carteira de títulos detida pelo Banco Central, que por força de lei não podem ser refinanciados<sup>1</sup>. Os vencimentos da DPMFi em mercado somam R\$ 639,1 bilhões, sendo R\$ 473,1 bilhões em principal e R\$ 166,0 bilhões referentes a juros. Aproximadamente 70% dos vencimentos estão concentrados no primeiro semestre do ano. Os títulos prefixados maturam no primeiro dia de cada trimestre, enquanto os atrelados ao IPCA se distribuem no segundo mês de cada trimestre, com destaque para o mês de maio, que, por ser ano ímpar, conta com a amortização do principal de uma NTN B. Por fim, ressalta-se o reduzido volume de flutuantes vincendo em 2019, de apenas R\$ 67,4 bilhões (dos quais R\$ 67,0 bilhões de LFT).

Figura 2 – Vencimentos da DPMFi em 2019



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados, posição em 31/12/2018

<sup>1</sup> Pelo § 2º do art. 39 da LRF, o Banco Central só poderá comprar títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para refinaranciar o principal dos títulos vincendo em sua carteira.

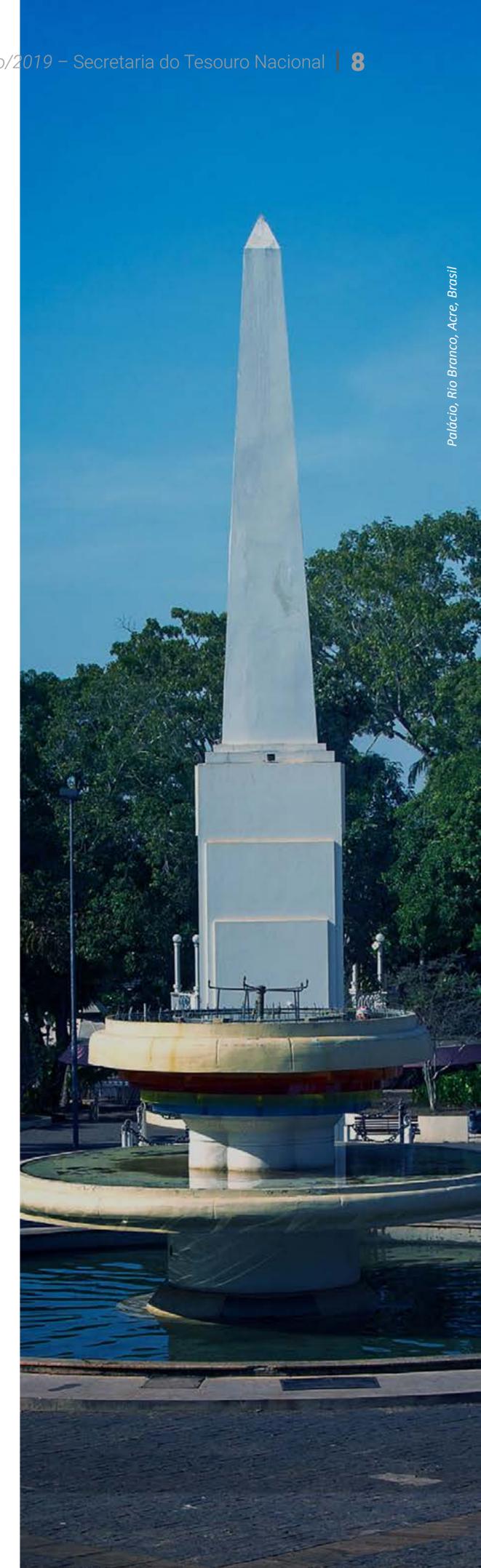
Além dos vencimentos da dívida, há previsão do emprego de recursos das emissões de títulos para o pagamento de despesas primárias do orçamento da União, no montante de R\$ 259,2 bilhões, sendo a maior parte destinada ao atendimento de despesas da seguridade social (Tabela 1). Contudo, R\$ 258,2 bilhões são despesas condicionadas à aprovação de créditos adicionais à Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2019, por maioria absoluta do Congresso Nacional. Essa é uma condição para a compatibilidade entre o volume de operações de crédito e as despesas de capital constantes da lei orçamentária, para observância ao inciso III, do artigo 167 da Constituição Federal (Regra de Ouro).

Tabela 1 – Despesas primárias a serem pagas com fontes de emissão de títulos públicos (R\$ bilhões)

PLOA 2019	Previstas	Condicionadas
Benefícios Previdenciários Urbanos	201,7	201,7
Benefícios de Prestação Continuada (BPC)	30,0	30,0
Compensação ao RGPS	2,5	2,5
Subvenções econômicas	9,3	9,0
Demais custeio	15,7	15,0
Bolsa Família	15,0	15,0
Outras	0,7	0,0
<b>Total</b>	<b>259,2</b>	<b>258,2</b>

Fonte: PLOA 2019 e Tesouro Nacional

A necessidade bruta se completa com a previsão de honras de aval referentes aos fluxos de pagamentos em contratos de en-



Palácio, Rio Branco, Acre, Brasil

tes estaduais inadimplentes em dívidas garantidas pela União, que aderiram ou podem vir a aderir ao Regime de Recuperação Fiscal – RRF (Lei Complementar nº 159/2017), desde que as obrigações tenham sido contratadas antes da homologação do pedido de adesão ao regime (art. 17, LC nº 159/2017).

O orçamento de 2019 prevê a alocação de R\$ 234,9 bilhões em receitas (fontes) para honrar os vencimentos da dívida, sem contar as emissões de títulos e disponibilidades em caixa de exercícios anteriores. Esse montante inclui recursos exclusivos para pagar DPF, a exemplo dos retornos de créditos da União junto ao BNDES e a entes subnacionais, bem como

fontes livres, isto é, sem vinculação específica. Ao deduzir da necessidade bruta esse valor, chega-se à necessidade líquida de financiamento de R\$ 779,7 bilhões.

A destinação de receitas de livre alocação para pagar vencimentos da DPF reduz diretamente a necessidade de financiamento e atenua o impacto que o uso de recursos de emissões de títulos no pagamento de despesas primárias teria sobre a reserva de liquidez (“colchão da dívida”). Na prática, a diferença entre as receitas de emissão de títulos destinadas aos gastos primários (R\$ 259,2 bilhões) e as fontes livres esperadas para a DPF (R\$ 164,7 bilhões) seria uma *proxy* para a cobertura parcial do déficit primário por meio de dívida (R\$ 94,5 bilhões).

**Tabela 2 – Recursos orçamentários alocados para a DPF**

Fonte Orçamentária	Identificador Resultado Primário	Alocação	Descrição	R\$ bi
100	Primária	Livre	Recursos Ordinários	86,2
188	Financeira	Livre	Remuneração das Disponibilidades do Tesouro Nacional	67,8
159	Financeira	Exclusiva	Operações Oficiais de Crédito -Retorno do Refinanciamento de Dívidas de Médio e Longo Prazos	40,8
173	Financeira	Exclusiva	Operações Oficiais de Crédito -Retorno de Operações de Crédito - Estados e Municípios	21,6
929	Primária	Livre	Concessões e Permissões	10,5
197	Primária	Exclusiva	Dividendos da União	7,5
-	Financeira e Primária	Exclusiva e Livre	Demais	0,5
<b>Total</b>				<b>234,9</b>

Fonte: PLOA 2019 e Tesouro Nacional

No cômputo da necessidade de financiamento não estão contemplados potenciais recursos advindos do resultado do Banco Central (fonte 152), devido à sua natureza incerta, associada com o comportamento futuro da taxa de câmbio, que resulta em alto grau de imprevisibilidade.

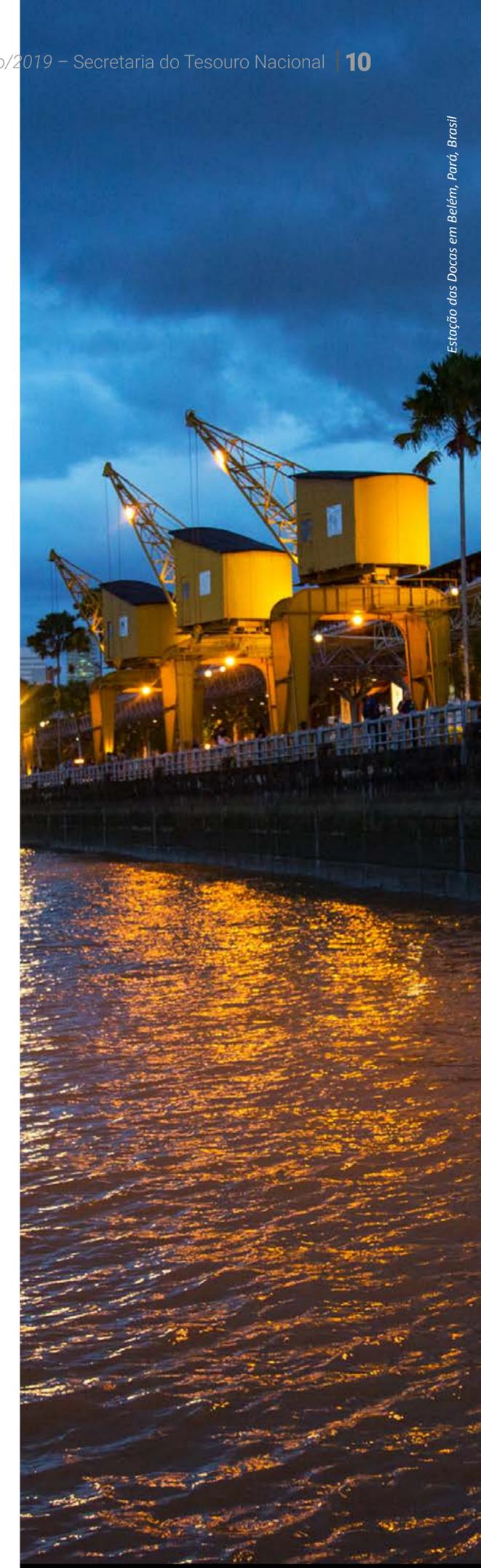
O cenário de fontes pode ser prejudicado por eventuais reduções nos fluxos da fonte 173, recursos que são destinados exclusivamente ao serviço da dívida. Essa fonte corresponde ao recebimento pela União de parcelas das dívidas devidas pelos entes subnacionais. Tais reduções podem ocorrer em casos de renegociações, adesão do ente ao Regime de Recuperação Fiscal (RRF) ou quando o ente deixa de pagar porque obteve alguma decisão judicial liminar. Mais informações sobre esse risco são encontradas no Relatório Anual da Dívida (RAD) 2018, no seguinte link: <http://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/>.

A necessidade de financiamento apontada não contempla obrigações potenciais referentes a passivos contingentes administrados pelo Tesouro Nacional em processo de reconhecimento, uma vez que o momento de conclusão da regu-

larização é imprevisível. A LDO 2019, em seu Anexo V, aponta para uma expectativa de R\$ 13,3 bilhões, dos quais 93,98% são obrigações potenciais no âmbito do FCVS.

Além da previsão de receitas que serão alocadas para a DPF em 2019, o Tesouro Nacional conta com uma reserva de liquidez, denominada “colchão da dívida”. Trata-se de disponibilidades depositadas em reais na Conta Única que são separadas para pagamento da dívida e permitem ao Tesouro Nacional se antecipar a períodos de maior concentração dos vencimentos, reduzir o risco de refinanciamento da DPF e honrar eventuais passivos contingentes. Atualmente, o “colchão da dívida” seria suficiente para pagar pelo menos os próximos seis meses de vencimentos da dívida. Essa reserva assegura flexibilidade à gestão para atuar em caso de condições adversas e volatilidade excessiva no mercado de títulos públicos.

*O “colchão da dívida” se caracteriza em instrumento de gestão para mitigação do risco de refinanciamento em cenários de estresse.*



## 3

## Estratégia

Praia do Canto de Cima, Vitória, Espírito Santo, Brasil

**3.1. Dívida Interna**

O PAF 2019 busca atender ao objetivo da gestão da DPF, bem como a um conjunto de diretrizes qualitativas como a suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo, o incentivo à liquidez dos títulos públicos no mercado secundário, a ampliação da base de investidores e o aumento do prazo médio do estoque.

Com a finalidade de aperfeiçoamento da composição da DPF, a estratégia contempla a emissão de títulos prefixados (LTN e NTN-F) e títulos remunerados por índice de preços (NTN-B). A emissão de NTN-B corrobora também com a diretriz de alongamento da DPF, uma vez que estes títulos possuem, em média, prazos mais longos.

*Suavização da estrutura de vencimentos.  
Aumento da liquidez do mercado secundário de títulos públicos.*

No intuito de fomentar a formação de vértices líquidos, a NTN-B com referência de 10 anos permanecerá com o vencimento em agosto de 2028 ao longo de todo o ano. Nessa mesma linha, a LTN com maturação em julho de 2022 continuará a ser emitida durante o primeiro trimestre do ano, atuando como vértice de 48 meses. Na sequência, esse vértice será representado pela LTN com vencimento em julho de 2023, que passará a ser ofertada.

O planejamento também inclui a oferta de três diferentes vértices de LFT ao longo do ano, um por vez, de maneira a suavizar a concentração de vencimentos. As LFT têm um importante papel na rolagem da DPF e na manutenção da reserva de liquidez (“colchão da dívida”) em níveis prudentiais, corroborando com o objetivo de redução do risco de refinanciamento ao longo do tempo.

Considerando-se toda a DPMFi, a expectativa é alcançar um percentual de refinanciamento (razão entre as emissões e os resgates) de principal e juros no período em torno de 100%, para que a gestão da dívida não adicione liquidez ao sistema financeiro. A Tabela 3 apresenta os títulos a serem ofertados ao longo de 2019 para cada prazo de referência.

**Tabela 3 – Títulos de referência\* ofertados em 2019**

Título	Indexador	Cupom de Juros	Referências e Vencimentos	
LTN	Prefixado	Não há (os juros correspondem à diferença entre os valores nominal e o de emissão)	Curto e Médio Prazo	6 meses - Out/2019 e Abr/2020
				12 meses - Abr/2020 e Out/2020
				24 meses - Abr/2021 e Out/2021
				48 meses - Jul/2022 e Jul/2023
NTN-F	Prefixado	10% ao ano, pagos semestralmente	Longo Prazo	7 anos - Jan/2025
				10 anos - Jan/2029
LFT	Taxa Selic	Não há (os juros são pagos no vencimento de acordo com a variação do indexador)	Médio Prazo	6 anos - Mar/25, Set/25 e Mar/26
NTN-B	IPCA	6% ao ano, pagos semestralmente	Grupo I – Médio Prazo	5 anos - Ago/2024
				10 anos - Ago/2028
			Grupo II – Longo Prazo	20 anos - Mai/2035
				40 anos - Mai/2055

\*Para mais detalhes sobre as características dos títulos públicos da DPMFi, vide [Decreto no. 9.292, de 23 de fevereiro de 2018](#).

Fonte: Tesouro Nacional





Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil

A frequência e o formato dos leilões permanecem inalterados em relação ao ano anterior, conforme descrito na Tabela 4.

**Tabela 4 – Frequência dos leilões da DPMFi a serem realizados pelo Tesouro Nacional em 2019**

Título	Tradicional		Troca	
	Periodicidade	Critério de Seleção*	Periodicidade	Critério de Seleção
LTN	Semanal	Preço Múltiplo		
NTN-F	Semanal	Preço Múltiplo		
LFT	Quinzenal	Preço Múltiplo		
NTN-B	Quinzenal	Preço Uniforme	Trimestral	Preço Múltiplo

\*Critério de seleção de propostas nos leilões: No critério uniforme serão aceitas todas as propostas com cotações iguais ou superiores à cotação mínima aceita, a qual será aplicada a todas as propostas vencedoras. Já no critério preço múltiplo, as propostas aceitas pagam o próprio preço apresentado no lance.

**Fonte:** Tesouro Nacional

Com o objetivo de privilegiar a transparência e a previsibilidade de suas atuações, o Tesouro publica o Cronograma Anual de Leilões em seu portal da internet. No entanto, na execução de sua estratégia de financiamento, o gestor da dívida observa continuamente as condições vigentes na economia e no mercado financeiro e, em momentos específicos, o planejamento poderá sofrer ajustes. Extraordinariamente, o Tesouro Nacional poderá optar por realizar leilões não previstos, de modo a contribuir para o bom funcionamento dos mercados.

Datas dos leilões dos títulos

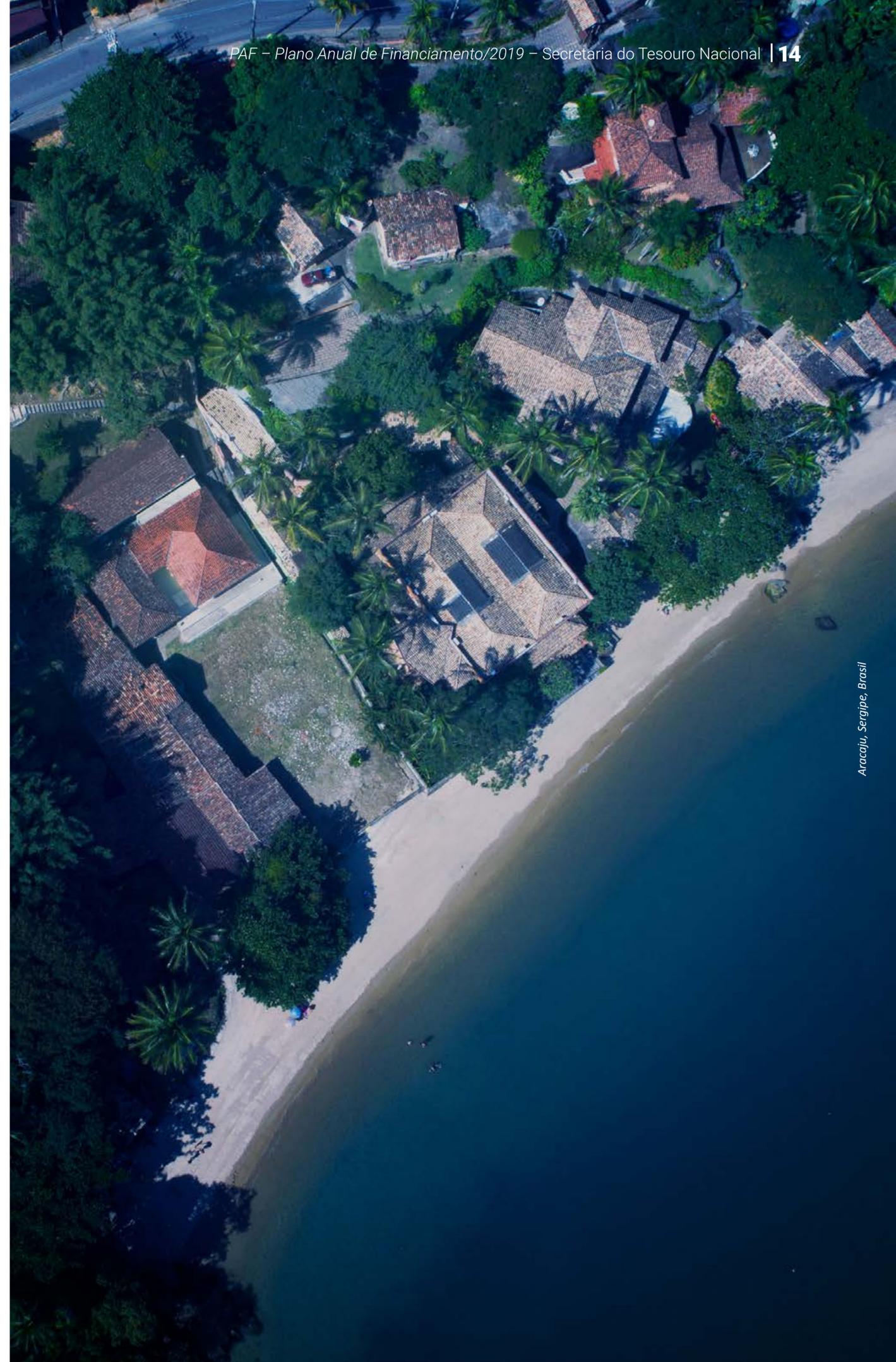
### 3.2. Dívida Externa

Em 2019, será mantida a política de atuação qualitativa no mercado externo, com o objetivo de consolidar curvas de financiamento externas líquidas e eficientes, que possam servir de referência para o setor corporativo. Atualmente, a dívida soberana brasileira apresenta pontos de referência em dólar, euro e real.

Para o aprimoramento da curva de juros externa, o Tesouro Nacional mantém o programa de resgate antecipado de títulos, podendo atuar ainda por meio de outras operações de gerenciamento do passivo externo, com vistas a retirar do mercado títulos menos eficientes. Dessa forma, o Tesouro contribui para o desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros não apenas no mercado doméstico, mas também no mercado externo, em linha com as diretrizes da DPF.

Ressalta-se que o risco de refinanciamento da DPFe no curto prazo foi mitigado, tendo em vista que a totalidade dos vencimentos de juros e principal em 2019 já foi previamente financiada, seja por meio de emissões no mercado internacional, cujos recursos foram mantidos em dólares, seja por emissões no mercado local e posterior compra antecipada de moeda estrangeira.

Objetivos e  
Diretrizes da  
Gestão da DPFe



## 4

Resultados  
Esperados

Os resultados esperados para a evolução da DPF em 2019 são resumidos na Tabela 5, considerando-se as estratégias descritas anteriormente, bem como a necessidade de financiamento líquida e os cenários econômicos prospectados. A apresentação em forma de intervalos de referência ressalta a importância de propiciar certo grau de liberdade à gestão da dívida pública, permitindo ao Tesouro ajustar sua atuação à luz das condições vigentes no mercado de títulos em cada momento.

Tabela 5 – Limites de referência para a DPF em 2019

Indicadores	2018	Limites para 2019	
		Mínimo	Máximo
<b>Estoque (R\$ bilhões)</b>			
DPF	3.877,1	4.100,0	4.300,0
<b>Composição (%)</b>			
Prefixados	33,0	29,0	33,0
Índices de Preços	27,5	24,0	28,0
Taxa Flutuante	35,5	38,0	42,0
Câmbio	4,0	3,0	7,0
<b>Estrutura de vencimentos</b>			
% Vencendo em 12 meses	16,3	17,0	20,0
Prazo Médio (anos)	4,1	3,9	4,1

Fonte: Tesouro Nacional

#### 4.1. Estoque da DPF

O intervalo projetado para o estoque da DPF ao encerramento de 2019 reflete tanto a apropriação dos juros, quanto o resultado do balanço entre emissões e resgates planejado para o ano. Para a dívida interna em mercado, a estratégia busca refinanciamento em torno de 100% dos vencimentos de principal e juros do período, como forma de se evitar que esses fluxos adicionem liquidez ao sistema financeiro.

#### 4.2. Composição da DPF

Os intervalos de referência para a composição da DPF em 2019 apontam para uma situação conjuntural de afastamento da composição em relação ao perfil que se deseja para o longo prazo (ver adiante a subseção 5.1). As diretrizes da DPF requerem uma composição diversificada, preferencialmente com maior proporção de títulos remunerados por índices de preços e prefixados de maior duração, como política para a redução do risco de mercado da dívida. No curto prazo, contudo, os instrumentos com juros flutuantes se mostram particular-



*O risco de mercado refere-se à possibilidade de elevação no estoque da dívida devido a flutuações nos juros, câmbio e inflação que afetem os custos dos títulos públicos.*

mente interessantes, sobretudo tendo em vista o propósito de se refinar em torno de 100% dos vencimentos de principal e juros do ano.

O PAF 2019 tem a possibilidade de colocação de maiores volumes de títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços, estes em menor grau, em comparação com o ano anterior. Entretanto, os intervalos de composição mostram a continuidade na tendência, iniciada em 2015, de aumento na proporção das LFT no estoque da DPF, diluindo-se o peso dos demais instrumentos. O aumento na participação de LFT está diretamente relacionado aos constantes déficits fiscais primários no orçamento.

Cabe ressaltar que, apesar de representar maior exposição da dívida pública a variações na taxa Selic, as LFT são emitidas com prazo em torno de 6 anos e, assim, evitam a concentração de vencimentos no curto prazo, apresentando-se como alternativa aos títulos prefixados de curta duração. O aumento esperado para 2019 na participação relativa de LFT está mais relacionado ao baixo volume vincendo, na ordem de R\$ 67,0 bilhões, do que a uma expectativa de maiores volumes de emissão em relação ao ano anterior.

### 4.3. Estrutura de Vencimentos da DPF

A qualificação da estrutura de vencimentos da DPF pode ser mensurada por indicadores estatísticos. Dada sua simplicidade e facilidade de comunicação, o percentual vincendo em 12 meses e o prazo médio do estoque contribuem para aumentar a transparência da política de gestão de riscos. Enquanto o primeiro consiste em um termômetro de concentração de vencimentos no curto prazo, o segundo reflete a média de tempo restante para os pagamentos de dívida, estes ponderados pelos valores presentes dos fluxos de principal e juros. O risco de refinanciamento da dívida, mensurado por esses indicadores, será tão maior quanto mais elevado o primeiro e menor o segundo.

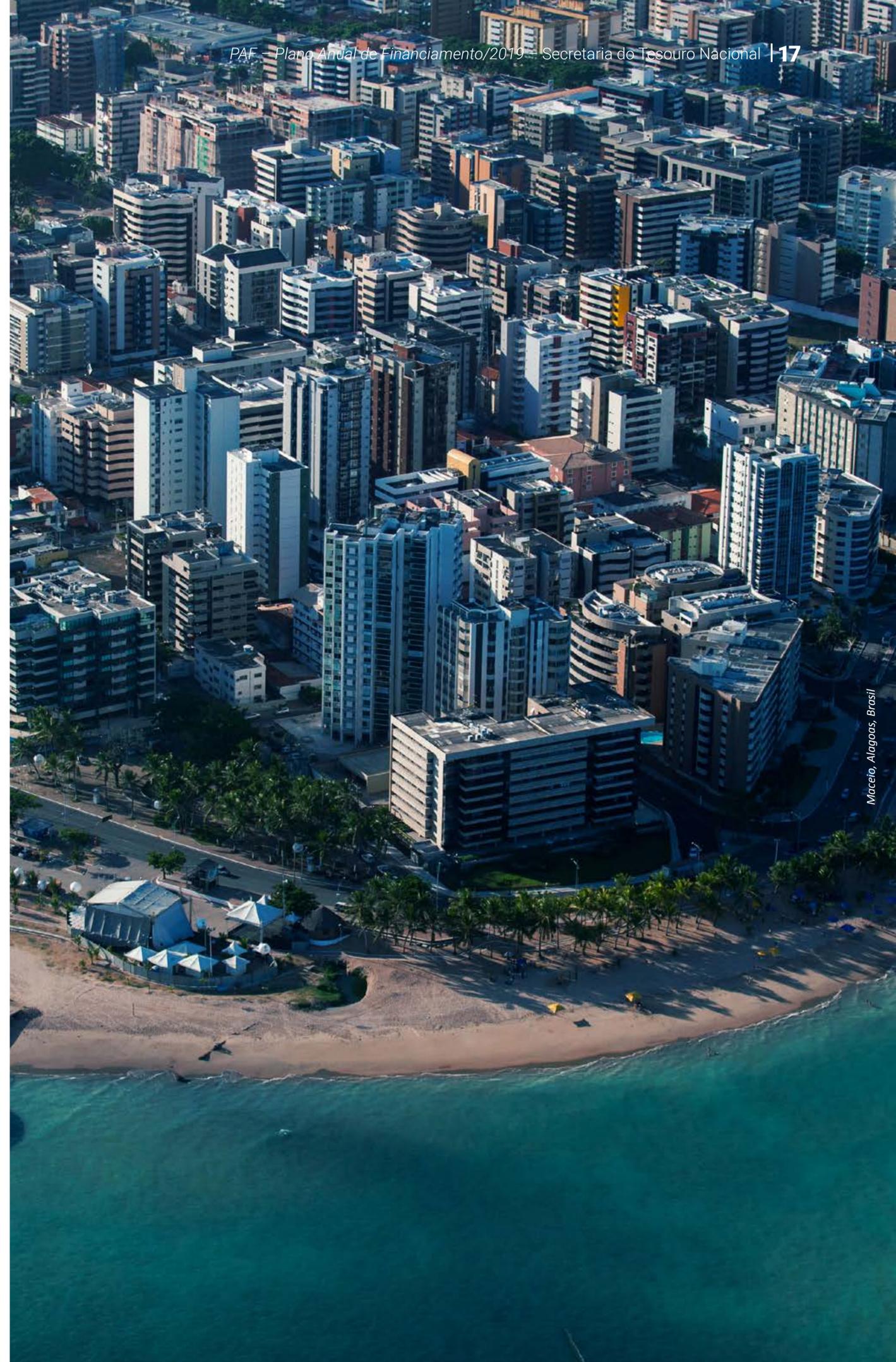
Apesar do aumento esperado no percentual vincendo em 12 meses, o indicador vem se mantendo em valores inferiores a 20% da DPF, que é um patamar historicamente baixo. Além disso, seu risco é mitigado pela manutenção da reserva de liquidez (“colchão da dívida”), que atualmente registra o equivalente a mais de seis meses de maturação da dívida interna.

*O risco de refinanciamento refere-se à possibilidade de condições adversas para o Tesouro refinar a dívida que vence, ou, no limite, à impossibilidade de captar recursos para honrar seus compromissos.*

Por sua vez, o intervalo para o prazo médio do estoque da DPF tem ponto médio esperado de 4,0 anos, sugerindo uma redução marginal em relação aos 4,1 do fechamento de 2018. A potencial redução desse indicador se associa com as mudanças na composição da DPF, particularmente com a tendência declinante na participação de títulos remunerados por índices de preços, que são instrumentos tipicamente de maior duração média.

Além do prazo médio, o Tesouro divulga regularmente a vida média (ATM, do inglês “*average time to maturity*”) da DPF. Este indicador é útil para comparações internacionais, uma vez que muitos países usam essa métrica para calcular a maturidade de suas dívidas e não o conceito de prazo médio (*duration*)<sup>2</sup>. As informações de vida média da DPF podem ser encontradas em: <http://ww.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>.

<sup>2</sup> Entretanto, a vida média é um indicador 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 superiores ao prazo médio. Apesar dessas limitações, a maior parte dos países adota indicador semelhante à vida média em suas estatísticas de estrutura de vencimentos, tornando incorretas eventuais comparações diretas com a métrica empregada para o estabelecimento dos intervalos de referência neste PAF.



## 5

# Perspectivas de Médio e Longo Prazo para a DPF

Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil

## 5.1. A DPF no Longo Prazo

A definição da estrutura ideal de longo prazo para a DPF ou portfólio *benchmark* é resultado de um exercício quantitativo que aponta para uma situação desejável, dada a metodologia utilizada. Sua função não é estabelecer uma composição que deva ser perseguida instantaneamente e a qualquer custo, mas sim balizar diretrizes quantitativas para os indicadores da DPF, sendo uma das principais peças do planejamento da dívida, complementando seus objetivos e suas diretrizes qualitativas.

Nesse arcabouço, que engloba a gestão de riscos, o *benchmark* constitui um guia para o delineamento das estratégias de financiamento, apontando para os valores de referência desejados no longo prazo para a composição e a estrutura de vencimentos da DPF, que se encontram na Tabela 6 e não apresentam alterações em relação ao PAF do ano anterior.

**Tabela 6 – Intervalos indicativos da estrutura ideal de longo prazo**

Indicadores	Limites de Longo Prazo	
	Referência	Intervalo
<b>Composição - %</b>		
Prefixados	40,0	+/- 2,0
Índices de Preços	35,0	+/- 2,0
Taxa Flutuante	20,0	+/- 2,0
Câmbio	5,0	+/- 2,0
<b>Estrutura de vencimentos</b>		
% Vencendo em 12 meses	20,0	+/- 2,0
Prazo Médio (anos)	5,5	+/- 0,5

Fonte: Tesouro Nacional

## 5.2. Indicativos para a DPF no Médio Prazo

A estratégia de financiamento da DPF nos próximos anos deve levar em conta o desafio de se lidar com um endividamento público crescente. Em seu [Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública](#), o Tesouro Nacional apresenta um cenário de médio prazo para a relação dívida bruta do governo geral (DBGG) sobre o PIB, contribuindo para o aumento da transparência da gestão da dívida pública e o balizamento das expectativas do mercado em relação ao indicador. A DPF em mercado, objeto deste PAF, responde atualmente por cerca de 70% da DBGG e as projeções para os próximos 10 anos de seus indicadores de composição e estrutura de vencimentos são explorados nesta seção.

O caminho entre a situação atual e a estrutura ideal de longo prazo consiste no escopo do planejamento de médio prazo da DPF. Tal exercício tem fundamento nas informações correntes e nas projeções dos cenários econômicos, destacando-se o panorama fiscal, e não deve ser interpretado como definidor de metas para os diferentes indicadores da DPF.

No ambiente econômico, a perspectiva é de um cenário externo com desafios e de relevante volatilidade. O cenário doméstico é de recuperação da atividade econômica e retomada da confiança dos agentes, em um contexto de superação dos desafios de reformas estruturantes. As perspectivas para a economia contemplam uma melhora do ambiente fiscal.

Contudo, os próximos anos continuarão demandando que a gestão da DPF supra não apenas as necessidades de financiamento oriundas dos resgates da dívida, mas também aquelas decorrentes dos déficits primários.

Tendo esse panorama como referência, a simulação da estratégia de médio prazo assume uma taxa de refinanciamento de principal e juros da dívida interna em torno de 100% ao

longo do horizonte de planejamento. Tal esforço, mesmo em cenários com posição confortável de caixa, evitaria que esses vencimentos resultem em aumento da liquidez do sistema financeiro, a exemplo do que se observa desde 2015, inclusive neste PAF 2019. Mais que isso, a expectativa para o futuro é que essa política, em combinação com resultados fiscais superavitários, contribua para a redução do excesso de liquidez que atualmente é esterilizado por meio das operações compromissadas do Banco Central. Tal movimento representaria uma melhora na composição da DBGG, com menor participação relativa de operações compromissadas e maior participação de DPF.

Ainda, essa estratégia de refinanciamento da maturação da dívida interna contribui para sustentar a reserva de liquidez (“colchão da dívida”) em níveis prudentes, conferindo flexibilidade ao Tesouro Nacional para atuar no mercado em eventuais momentos de estresse. A política de se manter uma posição de caixa confortável é essencial para a mitigação do risco de refinanciamento da DPF.

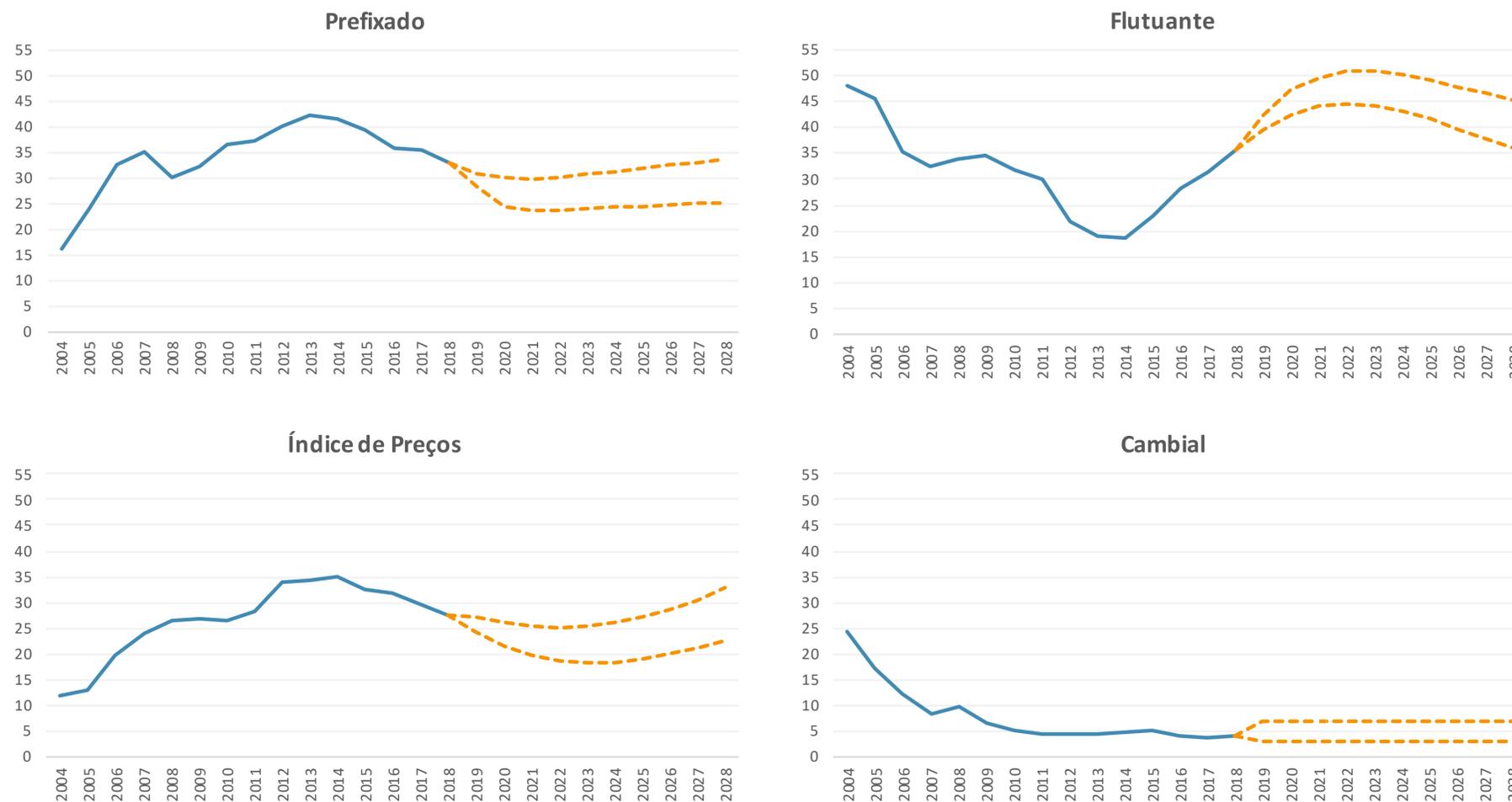
*Projeções de médio prazo refletem dificuldades conjunturais. Espera-se rumar em direção à “estrutura ideal de longo prazo” a partir de 2022.*

As projeções obtidas no processo de planejamento de médio prazo, apresentadas a seguir, apontam para um horizonte temporal marcado inicialmente por um perfil de dívida que se afasta das diretrizes do *benchmark*, principalmente com o aumento do peso dos títulos remunerados por taxas flutuantes no estoque da DPF e, em um momento mais a frente, entre o terceiro e o quinto ano, marcado por uma retomada do processo de convergência para a estrutura ideal de longo prazo.

Foram consideradas no planejamento eventuais restrições à colocação de títulos prefixados de prazos mais longos e de títulos remunerados por índice de preços em volumes que permitissem acelerar a convergência ao portfólio *benchmark*, sobretudo, em cenários mais conservadores. Neste contexto, e aderente à decisão de evitar resgates líquidos, prospecta-se um aumento na participação de títulos com remuneração flutuante na composição da DPF nos primeiros anos do horizonte.

No cenário principal, a partir de 2022, haveria espaço para uma reversão desta trajetória a níveis mais condizentes com a composição de dívida desejada no longo prazo. Como contrapartida do incremento da participação de LFT nos próximos anos, os exercícios apontam para queda da participação de títulos prefixados na DPF até 2020 e dos instrumentos remunerados por índices de preços até 2021. Por fim, espera-se a manutenção nos patamares atuais do percentual de dívida com exposição a moeda estrangeira (taxa de câmbio) na DPF.

Figura 3 – Composição da DPF no médio prazo (% DPF)

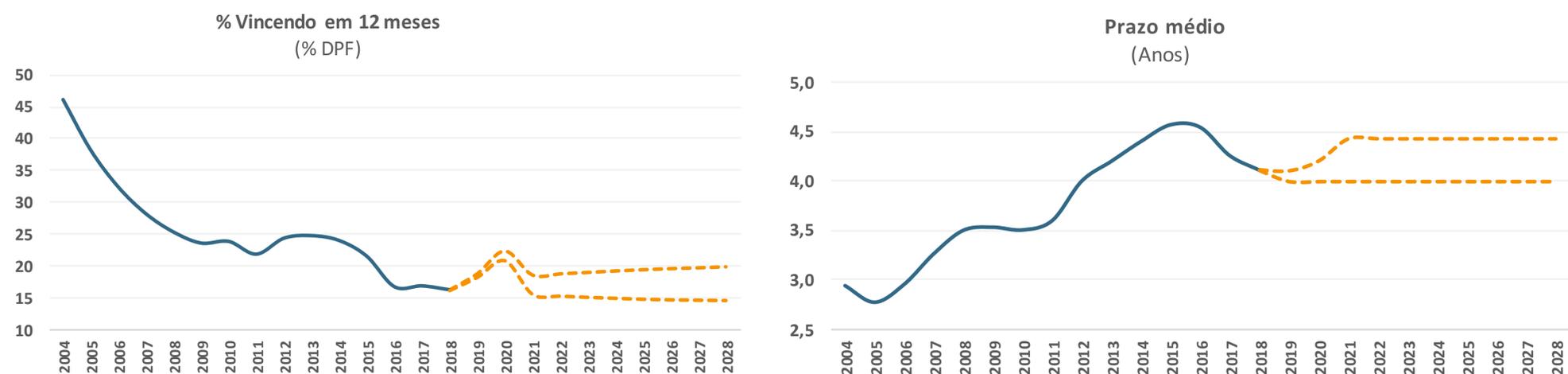


Fonte: Tesouro Nacional

Em relação à estrutura de vencimentos para os próximos 10 anos, espera-se um comportamento muito próximo ao sugerido pela estrutura ideal de longo prazo, exceto por uma oscilação no ano de 2020, quando um vencimento de LFT acima da média entra na janela capturada pelo percentual vincendo em 12 meses da DPF. Apesar desta exceção, a estratégia não é prejudicada por tal descolamento em relação ao *benchmark*, sobretudo, quando se considera a reserva de liquidez.

O prazo médio, por sua vez, deve passar por uma pequena redução em decorrência de possíveis restrições à demanda por títulos mais longos na primeira metade do horizonte de planejamento, em decorrência de mudanças na base de investidores. Contudo, logra-se estabilidade em torno de 4 anos ao longo de todo o período. Uma melhora neste indicador na direção do sugerido pelo *benchmark* requer maior emissão de títulos remunerados por índice de preços ou prefixados de maior duração, estratégia que será possível à medida que as condições econômicas evoluam e o processo de consolidação fiscal se aprofunde. Para uma análise de dados realizados anualmente dos indicadores da DPF, sugere-se consultar o [Relatório Anual da Dívida](#).

**Figura 4 – Indicadores da estrutura de vencimentos da DPF no médio prazo**



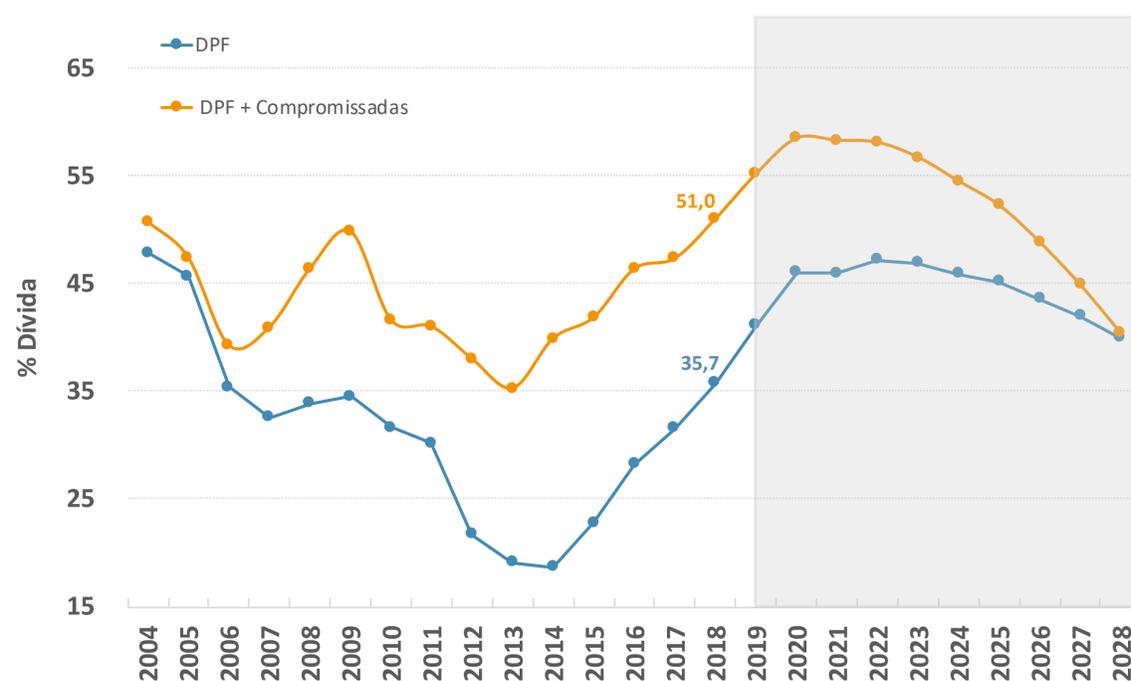
Fonte: Tesouro Nacional

### 5.3. Análise ampliada da composição da dívida

A avaliação da participação de LFT na dívida é um indicador do risco de taxa de juros para seu emissor. Mudanças no custo médio do endividamento diante de oscilações nos juros básicos da economia serão proporcionais ao peso desses títulos no estoque da DPF. Essa visão de risco, contudo, pode ser ampliada para incluir outros instrumentos que também tenham custo com elevada sensibilidade a alterações nos juros de curto prazo. Nesse sentido, o próprio agregado de dívida pode ser expandido para incorporar à análise as operações compromissadas do Banco Central, que fazem parte da DBGG e são remuneradas por taxas flutuantes.

A Figura 5 mostra a evolução da participação de flutuantes na DPF, bem como no agregado de dívida ampliado pelas compromissadas. As emissões de LFT previstas para os próximos anos são maiores do que seus vencimentos, principalmente até 2020, de maneira que o peso de flutuantes na DPF subiria até 2022. Porém, tudo o mais constante, o indicador mais amplo não se altera quando o Tesouro Nacional emite mais LFT para evitar incrementos na liquidez do sistema financeiro. Assim, nos cenários avaliados, essa métrica tende a se estabilizar já a partir de 2020, caindo mais acentuadamente depois de 2022, em movimento que acompanharia a expectativa de melhoras nos resultados fiscais.

Figura 5 – Participação de instrumentos com juros flutuantes na dívida



\* Os valores referentes às projeções correspondem aos pontos médios esperados.

Fonte: Banco Central e Tesouro Nacional





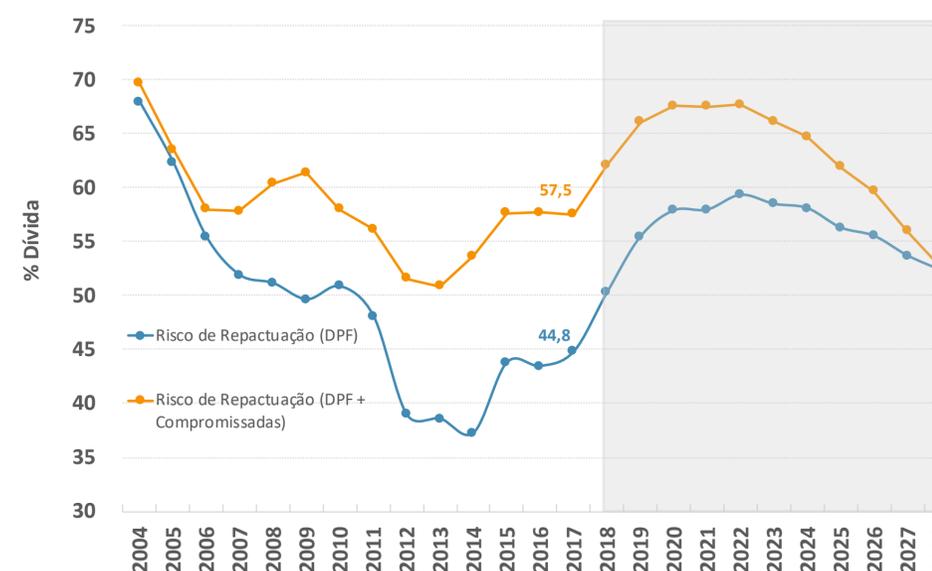
Em uma perspectiva ainda mais conservadora, o risco de repactuação incorpora a essas métricas a parcela da DPF que vence em até 12 meses e que, portanto, terá seu custo redefinido no curto prazo, quando de seu refinanciamento. Assim, o indicador busca conjugar os efeitos de mudanças, tanto na composição da dívida, quanto em seu perfil de vencimentos. Este risco não se alteraria pela substituição de LFT por prefixados de curto prazo.

O *tradeoff* entre LFT e prefixados curtos surge à medida que o atendimento da necessidade de financiamento por meio de outros instrumentos alcança seus limites nas condições de demanda, mantendo-se o cuidado permanente para que a oferta não ocasione pressões que distorçam os preços dos títulos públicos. Observados os preços relativos, as LFT tenderiam a ter mais peso na estratégia em comparação com os prefixados curtos, pois essas alternativas seriam quase similares diante do risco de taxa de juros, mas as LFT apresentariam menor custo para a dívida.

O risco de repactuação apresentou tendência declinante até 2013, tanto na DPF quanto na visão ampliada pelas compromissadas. A partir daí o indicador se eleva, acompanhando o próprio crescimento do endividamento. Inicialmente esse movimento é puxado pelas compromissadas, mas a partir de 2015 o Tesouro Nacional passa a realizar emissões em volumes superiores aos vencimentos da DPF, principalmente por meio de maior oferta de LFT. Para o

futuro, a expectativa é que essa métrica volte a cair a partir de 2022, em um processo conjugado de redução das compromissadas e das LFT. Um pressuposto chave desse cenário é a geração de superávits primários.

Figura 6 – Risco de Repactuação da Dívida



\* Risco de Repactuação (DPF) = (DPF Vencendo em 12 meses + LFT Vencendo a partir de 12 meses)/DPF  
 Risco de Repactuação (DPF + Compromissadas) = (Compromissadas + DPF Vencendo em 12 meses + LFT Vencendo a partir de 12 meses)/(DPF + Compromissadas)

\*\* Os valores referentes às projeções correspondem aos pontos médios esperados.

Fonte: Banco Central e Tesouro Nacional

## 6

# Considerações Finais

O Plano Anual de Financiamento 2019 se insere em um ambiente político e econômico que traz expectativas quanto a consolidação de reformas estruturantes que permitirão ao Brasil retomar uma trajetória de crescimento econômico sustentável, ancorado numa política fiscal capaz de preservar a credibilidade do Estado brasileiro em seus compromissos. Os desafios de curto e médio prazos são relevantes e o êxito de bem superá-los depende de esforços dos distintos atores da sociedade para a implementação das medidas de ajuste.

O Tesouro Nacional reafirma com o PAF 2019 seu compromisso de melhorar a comunicação com a sociedade, ademais de promover a consolidação fiscal e a cultura da responsabilidade fiscal como um valor intrínseco.

Finalmente, com o intuito de promover inovações que contribuam para o aumento da transparência na gestão da dívida pública, o Tesouro Nacional coloca-se à disposição para sugestões que venham a contribuir para melhorias deste relatório.

*E-mail para sugestões:*  
**[ascom@tesouro.gov.br](mailto:ascom@tesouro.gov.br)**