

2018

Dívida Pública Federal Relatório Anual



TESOURO NACIONAL

Ministro da Economia

Paulo Roberto Nunes Guedes

Secretário Executivo do Ministério da Economia

Marcelo Pacheco dos Guaranys

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

Cecília de Souza Salviano

Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva

Cláudio Araujo de Freitas Gago

Daniel Cardoso Leal

Daniel Klug Nogueira

Diego Antonio Link

Flávia Fontoura Valle May

Francisco Onivaldo de Oliveira Segundo

Frederico Schettini Batista

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Gustavo Magalhães Roriz

Gustavo Matte Russomano

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Helano Borges Dias

Helio Henrique Fonseca Miranda

João Franco Neto

José Eduardo Pimentel de Godoy Junior

José Inácio Burnett Tessmann

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Krisjanis Figueiroa Bakuzis

Leandro Galvão

Lena Oliveira de Carvalho

Leonardo Martins Canuto Rocha

Luciana Maria Rocha Moreira

Marcelo de Alencar Soares Viana

Marcelo Rocha Vitorino

Marcia Paim Romera

Marcos Demian Pereira Magalhães

Marcus Vinícius Socio Magalhães

Mariana de Lourdes Moreira Lopes

Mariana Padrão de Lamonica Freire

Nathália Filgueiras de Almeida

Nucilene Lima de Freitas Franca

Paulo Moreira Marques*

Petronio 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: Relatório Anual 2018.

1/Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2019, número 16.

1. Dívida Pública Federal 2. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 3. Gerenciamento da Dívida Pública 4. Planejamento 5. Estratégia
I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título**Informações****Telefone:** (061) 3412-1843**E-mail:** ascom@tesouro.gov.br**Disponível em:** www.gov.br/tesouronacional/pt-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

Mensagem do Tesouro Nacional	4
1 Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2018	5
2 Resultados Alcançados	10
2.1 Necessidade de financiamento	10
2.2. Estratégia e sua execução	15
<i>Dívida Interna</i>	<i>15</i>
<i>Resultados Alcançados</i>	<i>16</i>
<i>Dívida Externa</i>	<i>18</i>
2.3. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos	19
<i>Estoque</i>	<i>19</i>
<i>Composição da DPF e risco de mercado</i>	<i>20</i>
<i>Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento</i>	<i>21</i>
<i>Custo da Dívida Pública</i>	<i>22</i>
2.4 Base de Investidores	24
2.5 Garantias Concedidas pela União e Haveres junto aos Entes Subnacionais	26
3 Inovações e Temas em Desenvolvimento	28
<i>Fundos de Índices de Renda Fixa</i>	<i>28</i>
<i>Desempenho de Índices de Títulos Públicos</i>	<i>29</i>
<i>Sistema de Dealers e Mercado Secundário de Títulos</i>	<i>30</i>
<i>Nova regulamentação dos títulos da dívida – Decreto nº 9.292, de 23 de fevereiro de 2018</i>	<i>30</i>
<i>Grupo de Trabalho – Estoque DPF</i>	<i>31</i>
<i>Garantias Concedidas pela União em Operações de Crédito — SID em 2018</i>	<i>32</i>
<i>Tesouro Direto</i>	<i>32</i>
<i>Esforços de comunicação com a sociedade</i>	<i>33</i>
<i>Nova série de vídeos sobre a regra de ouro</i>	<i>33</i>
<i>Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública</i>	<i>34</i>
<i>Relatório trimestral “Por dentro das contas da dívida”</i>	<i>34</i>
4 Considerações Finais	35

O Tesouro Nacional tem a missão de gerir as contas de forma eficiente e transparente, zelando pelo equilíbrio fiscal e pela qualidade do gasto público. Diante desse mandato, o Relatório Anual da Dívida (RAD), que aqui apresentamos em sua 16ª edição, se encaixa como um instrumento de transparência, prestação de contas e esclarecimentos à sociedade acerca da Dívida Pública Federal (DPF) e dos principais resultados alcançados em sua gestão, ao longo de 2018.

Neste balanço, ressalta-se a composição da DPF com reduzida exposição cambial e a baixa concentração de vencimentos no curto prazo, além de contar com uma base diversificada de investidores e uma posição de caixa confortável para as necessidades de financiamento. Essas características ofereceram flexibilidade para a gestão da DPF no cenário de déficits fiscais dos últimos anos e nos períodos de maior volatilidade do mercado vivenciados em 2018. No ano, a participação dos títulos remunerados por juros flutuantes corroborou a tendência de aumento do peso desses instrumentos na composição da DPF, o que ocorre desde 2015. Com boa aceitação pelo investidor em momentos de maior aversão ao risco e volatilidade, a LFT permite ao Tesouro minimizar o custo de prêmios de risco excessivos que eventualmente surjam em conjunturas mais voláteis.

O ciclo favorável da política monetária no qual a taxa SELIC permaneceu nas mínimas históricas durante quase todo o período, em um contexto de inflação sob controle, proporcionou uma redução dos indicadores de custo da DPF, o que atenuou os impactos adversos relacionados ao ambiente de déficit fiscal na trajetória da dívida.

Os resultados apresentados neste documento corroboram que a gestão da DPF segue o compromisso com o objetivo de redução de seu custo de financiamento no longo prazo, mantendo-se os riscos do portfólio de dívida em níveis prudentes, e buscando, adicionalmente, contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos.

O RAD apresenta não só a evolução de uma série de indicadores relacionados à DPF, mas também aponta os diversos avanços institucionais que auxiliam o processo de aprimoramento da gestão da dívida pública e a comunicação com a sociedade. Nesse contexto, o documento destaca algumas inovações que o Tesouro lançou em 2018, como o Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública, uma série de vídeos explicativos sobre a regra de ouro, as novidades do Tesouro Direto e a nova regulamentação dos títulos da dívida, Decreto nº 9.292, de 23 de fevereiro de 2018. Todos esses esforços se somam ao RAD no objetivo primordial do Tesouro de ampliar e fundamentar os debates na sociedade relacionados à dívida pública e às contas públicas.

Equipe do Tesouro Nacional

Objetivos e
Diretrizes da
Gestão da DPF

Mensagem do Tesouro Nacional

Floresta Tropical

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 RAD aborda a DPF em poder do mercado.

1

Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2018

Praia de Canoa Quebrada, Ceará, Brasil

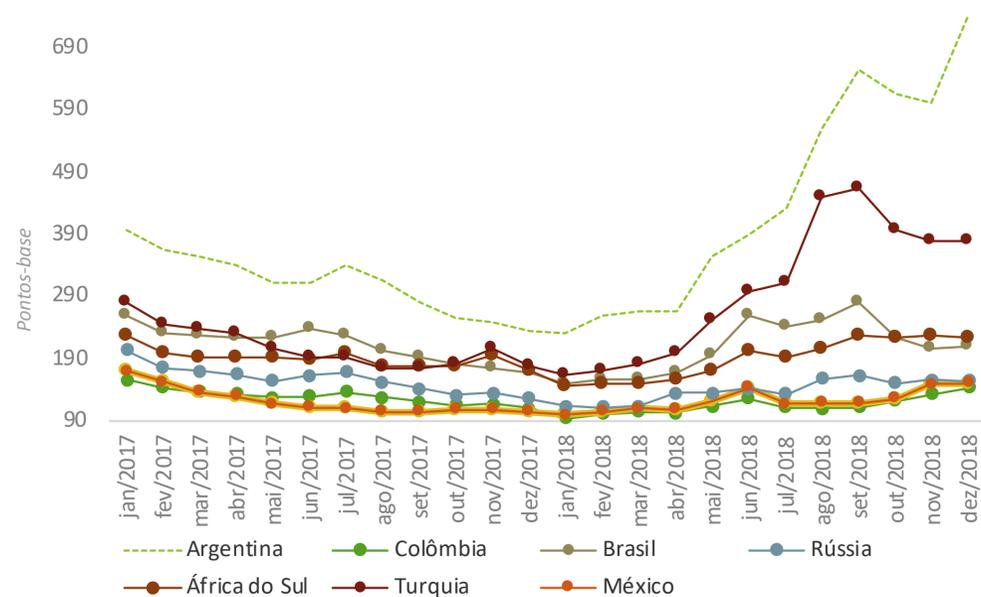
Em 2018, o cenário internacional deixou de apresentar as condições favoráveis de anos anteriores, tornando-se mais desafiador e volátil. Apesar do crescimento global ainda robusto, desde o início do ano observaram-se turbulências nos mercados financeiros globais. A economia americana deu continuidade ao processo de normalização gradualista da política monetária, dado o cenário de aceleração moderada da inflação, acompanhado de um crescimento econômico sólido e um mercado de trabalho aquecido. Tensões comerciais entre países relevantes no comércio internacional trouxeram preocupações àqueles com grande exposição aos Estados Unidos.

Nos últimos meses do ano, foi possível notar sinais mais claros de desaceleração da economia chinesa, embora sem configurar um hard-landing. Parte disso se deve aos ajustes adotados pelo governo chinês para controlar riscos fiscais e de

crédito. Na Europa, verificou-se desaceleração do crescimento em 2018. Além deste ambiente externo mais desafiador, contribuíram para isso as negociações sobre a saída do Reino Unido da União Europeia, a disputa da Itália com a Comissão Europeia a respeito do orçamento de 2019, e tensões geopolíticas na região.

Esse ambiente externo menos favorável resultou no fortalecimento do dólar no mercado internacional, que impactou principalmente os países emergentes. Ademais, a forte desvalorização da moeda da Turquia provocou turbulências nos mercados e um efeito dominó em outros países emergentes, sobretudo nas economias muito dependentes de capitais estrangeiros, como a Argentina, caracterizada por elevados déficits gêmeos (conta corrente e fiscal), dívida pública dolarizada e escassas reservas internacionais. Os efeitos se deram não apenas no câmbio, mas também nos níveis de risco dessas economias.

Figura 1 – CDS 5 anos: Brasil e Pares



Fonte: Bloomberg

Além do fator externo, o movimento da taxa de câmbio brasileira se associou, em parte, com incertezas que marcaram o processo eleitoral no Brasil e contribuíram para a volatilidade do preço dos ativos. Assim, o câmbio, que no início de 2018 oscilava em torno de R\$/US\$ 3,25, rompeu a barreira dos R\$/US\$ 3,50 em maio e superou a relação de R\$/US\$ 4,00 em meados de agosto. Nos últimos meses do ano, já com a redução das incertezas, o câmbio retornou para valores abaixo de R\$/US\$ 4,00, fechando o ano em R\$/US\$ 3,87.

Figura 2 – Evolução da taxa de câmbio (R\$/US\$) em 2018



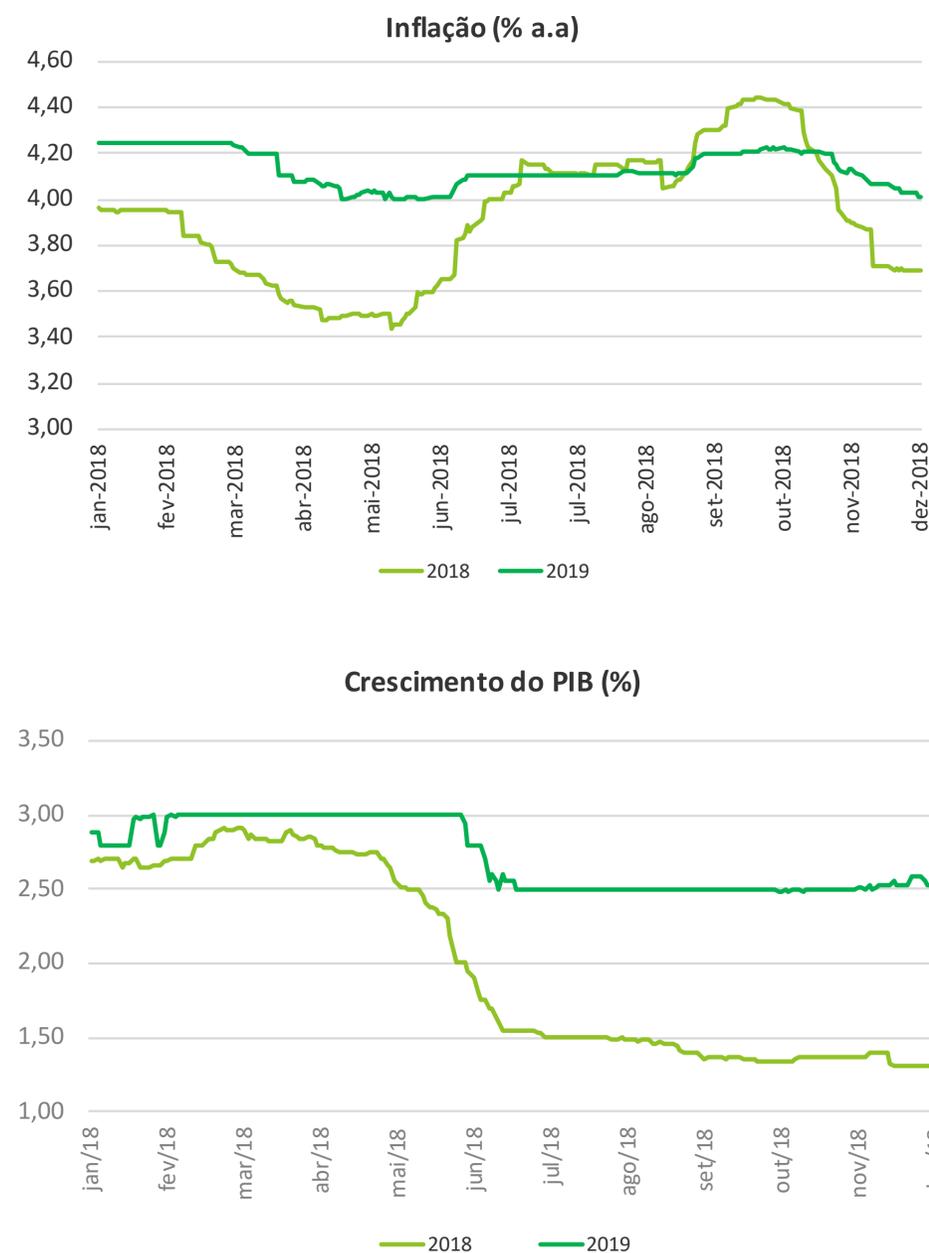
Fonte: Banco Central

Contudo, a economia brasileira apresentou maior capacidade de suportar a volatilidade no cenário internacional em relação a outros pares, dado seu robusto balanço de pagamentos, expectativas de inflação ancoradas, perspectivas de recuperação econômica e baixo endividamento externo. As contas externas do país seguiram com desempenho positivo no ano, com reduzido déficit em conta corrente, elevado investimento externo (IDP) e reservas internacionais em níveis seguros, colocando o Brasil em situação mais favorável do que outros emergentes.

No ambiente doméstico, após passar por uma das mais longas e profundas recessões no período 2015-2016, a economia brasileira seguiu seu processo de recuperação, iniciado em 2017. Contudo, essa recuperação mostrou-se mais lenta e gradual do que anteriormente previsto. O mesmo ocorreu no mercado de trabalho, com impactos no consumo das famílias que também influenciaram o PIB mais fraco. Assim, no início de 2018 as expectativas de mercado apontavam para crescimento próximo a 2,7%, número que caiu para cerca de 1,30% ao final do ano. Além dos efeitos da greve dos caminhoneiros, o cenário externo e as incertezas eleitorais explicam esse desempenho mais modesto da economia. No período mais crítico desses eventos, entre maio e junho, o PIB teve crescimento de apenas 0,2% no segundo trimestre, recuperando-se nos trimestres seguintes.

O comportamento dos preços foi favorável durante o ano de 2018, com várias medidas de inflação subjacente operando em níveis baixos, incluindo os componentes mais sensíveis ao ciclo de negócios e à política monetária. A partir de maio, os riscos inflacionários advindos de choques como a paralisação dos caminhoneiros ou do efeito de outras incertezas sobre o câmbio resultaram em aumento da inflação esperada para o ano, mas estas ainda permaneceram abaixo do centro da meta definida para o Banco Central. Além disso, o impacto desses choques se mostrou limitado no tempo, sem afetar significativamente as expectativas em horizontes mais longos. O IPCA fechou 2018 em 3,75% e cumpriu com folga a meta central do governo, que era de 4,5%.

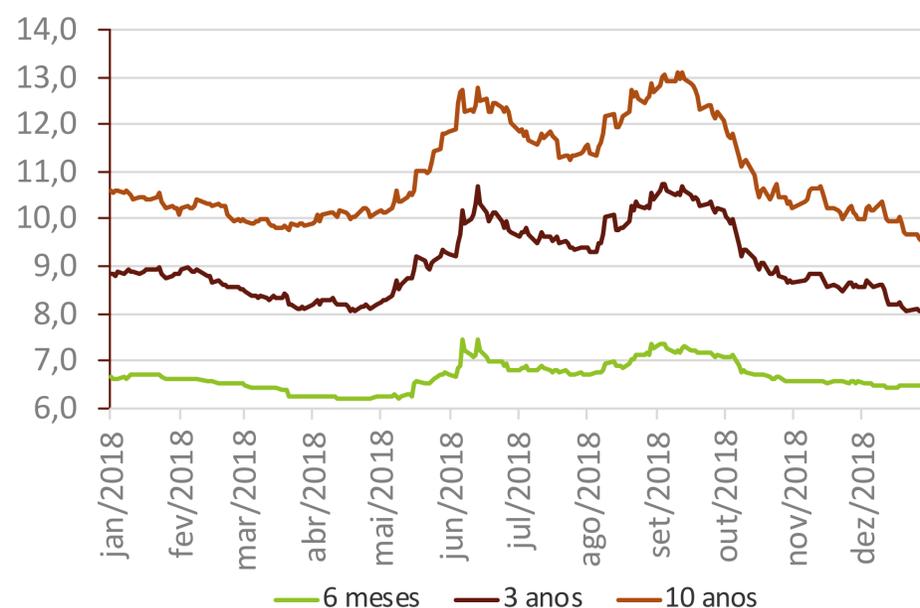
Figura 3 – Evolução das projeções de mercado para a inflação e PIB



Fonte: Banco Central (Relatório Focus)

Assim, o processo de flexibilização monetária iniciado em 2017 teve continuidade. Ao observar a curva de juros brasileira, as expectativas quanto ao ritmo da retomada da atividade econômica influenciaram a queda das taxas de juros curtas até meados de maio, quando a ata do COPOM deu indícios do fim do ciclo de redução da taxa básica, que alcançou estabilidade em torno de 6,5% ao ano desde então. Nas comunicações do COPOM, as perspectivas ainda eram de recuperação econômica e as incertezas eleitorais já eram consideradas.

Figura 4 – *Curvas de juros – em % a.a.*



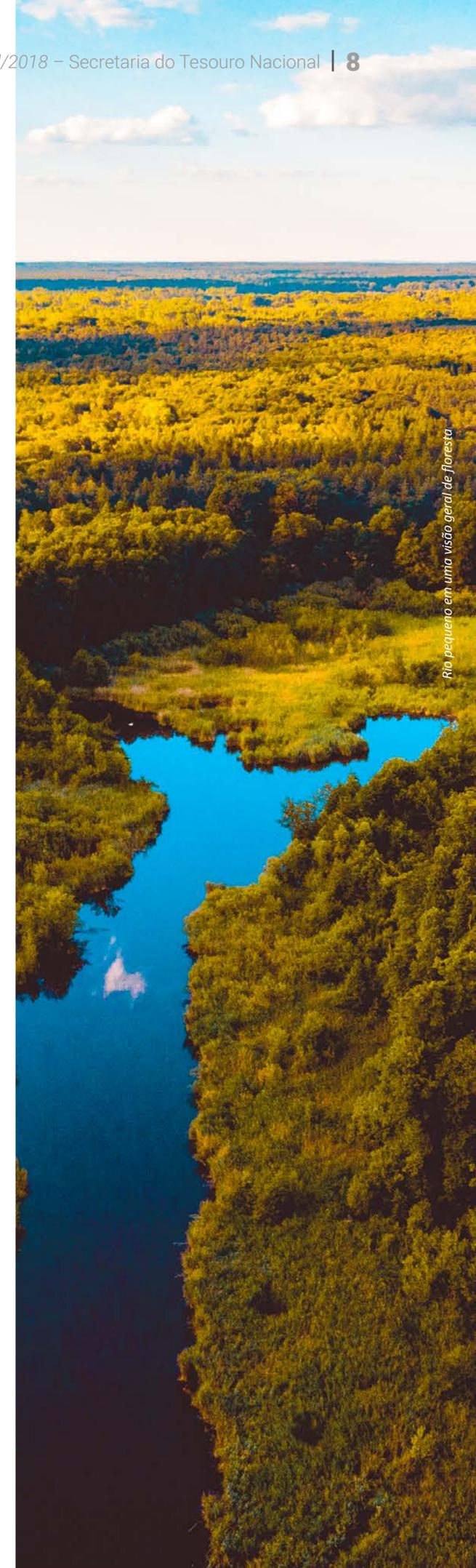
Fonte: Bloomberg

A partir de maio, a curva de juros passou a refletir o aumento de risco derivado dos eventos como o movimento dos cami-

nhoneiros, as eleições, as dificuldades de avanços na agenda de reformas fiscais e as incertezas do panorama internacional. As taxas de retorno nos vértices de médio e longo prazo foram as mais afetadas, com aumento em seus prêmios de risco diante das dúvidas que permeavam o cenário. Também as taxas de curto prazo assumiram trajetória de alta, na expectativa de uma política monetária mais restritiva diante, principalmente, da depreciação cambial. Os movimentos na curva de juros se reverteram mais ao final do ano, à medida que se dissipavam as principais incertezas.

No âmbito fiscal, o cerne ainda é a necessidade de reversão da trajetória de desequilíbrio das contas públicas e crescimento da dívida. A evolução recente dos resultados primários evidencia a melhora na gestão fiscal de curto prazo, por meio da racionalização de despesas discricionárias e recuperação da arrecadação, que contribuem para um déficit primário do governo central abaixo da meta estabelecida para o ano. Contudo, o esforço de ajuste ainda é comprometido por déficits elevados na previdência, o que limita a capacidade do governo no atendimento de outras demandas da sociedade, como as políticas sociais e os investimentos.

A ausência de superávits primários e as dificuldades políticas de implementação de uma agenda de reformas nos últimos anos contribuíram para a fragilização do ambiente econômico, culminando na recessão observada entre 2014 e 2016. Houve, assim, reflexo direto na trajetória da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) que representava 51,7% do PIB ao final de 2013 e poderá superar o patamar de 80% do PIB entre

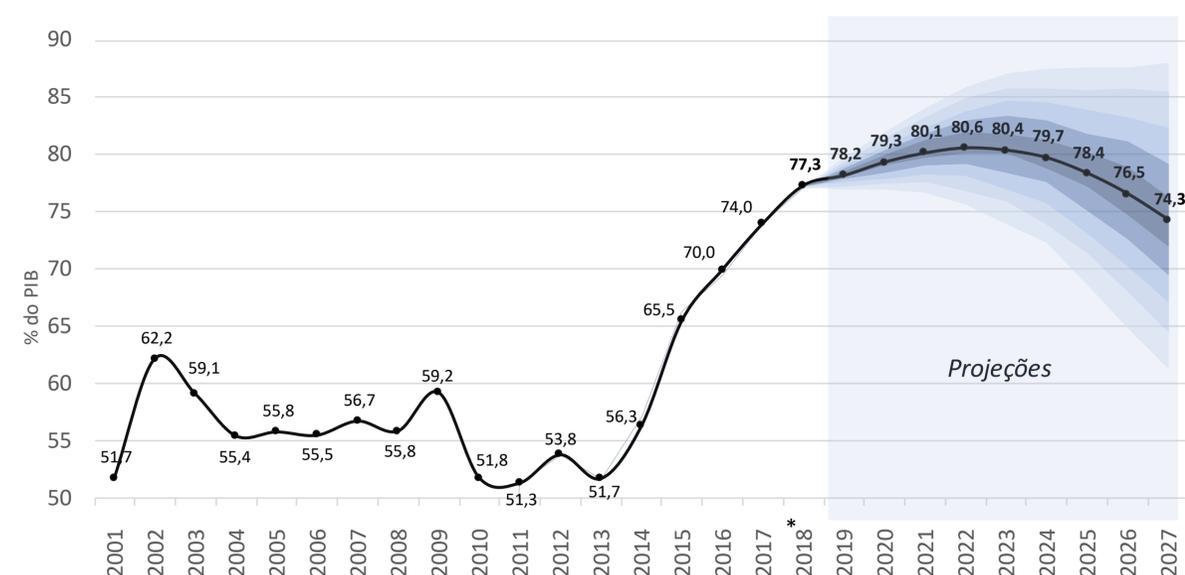




Paisagem da Caatinga no Brasil

2020 e 2021, segundo o cenário central das projeções, que tem como premissa a implementação de reformas para controle de despesas e o cumprimento do teto de gastos. Para mais informações com relação às projeções de DBGG e aos cenários subjacentes, acesse o *Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública*.

Figura 5 – Evolução da DBGG/ PIB e intervalos de probabilidade



*Posição: novembro de 2018

Fonte: Banco Central

Projeções: Tesouro Nacional

Segue urgente, portanto, a necessidade de reformas estruturais, com destaque para a da previdência, que permitam reverter o crescimento de gastos obrigatórios e reduzir a rigidez orçamentária, de forma a viabilizar a geração de resultados primários positivos e assegurar uma trajetória sustentável para a DBGG/PIB.

2

Resultados Alcançados

Pântanos em Belém, Pará, Brasil

Após discorrer sobre o contexto macroeconômico em que se deu a gestão da dívida em 2018, esta seção destina-se aos resultados alcançados nessa tarefa, considerando-se a necessidade de financiamento do ano, a execução da estratégia de captações interna e externa, bem como a evolução do estoque e dos principais indicadores do perfil da DPF.

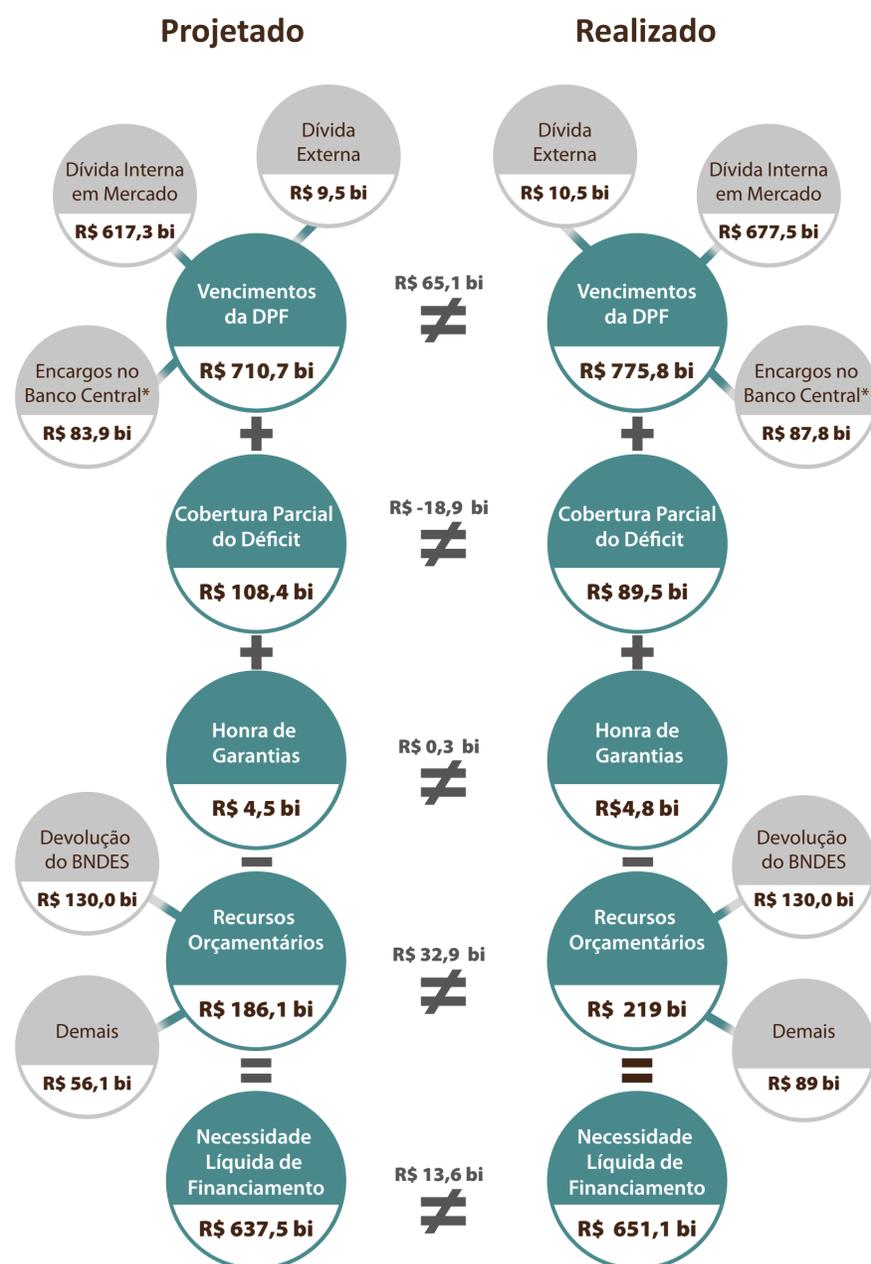
2.1 Necessidade de financiamento

A necessidade bruta de financiamento da DPF pode ser representada por três elementos: os vencimentos da DPF, que incluem os juros da carteira de títulos públicos detidos pelo Banco Central; as honras de garantias relacionadas aos en-

tes subnacionais; e outras despesas orçamentárias a serem pagas com receitas de emissões de títulos públicos, em um contexto de déficit fiscal primário.

Por sua vez, o conceito de necessidade líquida de financiamento se estabelece ao subtrair da bruta os recursos orçamentários não levantados por meio de títulos públicos que são destinados ao pagamento da dívida. Estes reduzem o requerimento de emissões para honrar os compromissos do governo.

Figura 6 – **Necessidade de financiamento do Tesouro Nacional**



* Por força do artigo 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n.º 101/2000), os juros reais da carteira do Banco Central (BCB) não podem ser refinanciados por meio de pagamentos com títulos do Tesouro diretamente ao BCB.
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Na figura 6, que compara os números projetados no PAF 2018 com os verificados ao final de 2018, a necessidade líquida de financiamento do ano ficou em R\$ 651,1 bilhões. Esse resultado se beneficiou do pagamento antecipado pelo BNDES de contratos junto ao Tesouro Nacional, no montante de R\$ 130 bilhões, bem como da maior parcela de receitas orçamentárias alocadas para o pagamento da DPF como parte dos esforços relacionados ao cumprimento da regra de ouro, tais como os fluxos provenientes do encerramento do Fundo Soberano (R\$ 27,5 bilhões) e do Fundo Nacional de Desenvolvimento (R\$ 17,4 bilhões). Do lado das despesas, o aumento dos vencimentos da DPF no ano decorreu principalmente dos leilões de compra durante as atuações extraordinárias a partir de maio (R\$ 24,2 bilhões¹) e, também, de emissões da dívida interna com vencimento no próprio exercício (R\$ 13,5 bilhões).

¹ O Box 3 deste documento traz mais informações sobre essas atuações extraordinárias.

Box 1 – Antecipação de pagamentos do BNDES à Secretaria do Tesouro Nacional

Em 2018 foram negociadas novas antecipações de pagamento dos empréstimos concedidos pelo Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 2008 e 2014. As partes acordaram a antecipação de R\$ 130 bilhões, em quatro parcelas. A primeira parte foi efetivada em 29 de março e totalizou R\$ 30 bilhões; a segunda parcela, no montante de 30 bilhões, ocorreu em 29 de junho; já a terceira, no montante de 40 bilhões, foi realizada no dia 13 de agosto; por fim, o pagamento dos R\$ 30 bilhões restantes ocorreu em 20 de agosto. Todas as parcelas foram liquidadas integralmente em dinheiro.

O montante total de R\$ 130 bilhões representou 28,10% do passivo de R\$ 462,5 bilhões do BNDES junto ao Tesouro, em valores do dia 30 de agosto de 2018. Todos os recursos foram destinados exclusivamente para o pagamento da dívida pública. A tabela abaixo resume os pagamentos da DPF ocorridos em 2018 realizados com recursos provenientes do pagamento antecipado pelo BNDES. Em 2018 também foram utilizados para abatimento da dívida parte dos recursos provenientes do pagamento antecipado referente à última parcela de 2017 no valor de 17 bilhões.

Tabela 1 – Utilização dos recursos antecipados pelo BNDES no abatimento da dívida pública em mercado

Data da Antecipação pelo BNDES	Montante Antecipado (R\$ bilhões)	Data da utilização dos recursos para abatimento da DPFMi	Valor utilizado para abatimento da DPFMi (R\$ bilhões)
27/10/2017	17,00	16/11/2017	10,36
		13/08/2018*	6,64
29/03/2018	30,00	02/04/2018	30,00
29/06/2018	30,00	02/07/2018	30,00
13/08/2018	40,00	15/08/2018	40,00
20/08/2018	30,00	03/09/2018	30,00

* O total amortizado em 13/08/2018 refere-se à parte do montante de 17 bilhões recebidos em 27/10/2017, que não foi possível utilizar no exercício de 2017 em função de não haver quantidade suficiente de vencimentos de títulos públicos nos meses restantes daquele ano.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Os pagamentos em dinheiro proporcionam 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. Essa diminuição das compromissadas reduz a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) exatamente no montante dos pagamentos realizados pelo BNDES.

Mas, essas operações não exercem efeito imediato na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), 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, que decorrem da diferença entre o custo de financiamento do Tesouro e a remuneração dos empréstimos pelo BNDES. Estima-se que a liquidação antecipada total (R\$ 130 bi) economizará cerca de R\$ 37,1 bilhões em subsídios em valor presente.

Box 2 – Receitas de créditos da União com os estados e municípios

A relação financeira entre a União e os entes subnacionais tem impacto direto na necessidade de financiamento do governo federal, posto que os entes são devedores junto ao Tesouro Nacional e o pagamento dos fluxos de suas dívidas entram como receitas (fonte 173) destinadas exclusivamente ao pagamento da DPF. Esta exclusividade existe porque, ao assumir e reestruturar as dívidas dos entes, o Tesouro Nacional levantou recursos em mercado, por meio da colocação de títulos públicos federais.

Em 1997 o Governo Federal realizou a reestruturação da dívida dos estados em um momento de dificuldade fiscal para esses entes da federação. Por meio da Lei nº 9496/1997, o Tesouro Nacional assumiu, consolidou e refinanciou a dívida mobiliária desses entes, que passaram a ter obrigações diretamente com o Governo Federal, mas em condições de custos e prazos mais favoráveis. Desde então, o Tesouro passou a receber fluxos mensais de receitas na fonte 173, que representa os pagamentos dos estados referentes à renegociação de suas dívidas com a União. Mudanças dos contratos, contudo, vêm reduzindo significativamente os fluxos dessa fonte.

A tabela abaixo ilustra os fatores que geraram redução de receitas na fonte 173 desde 2016, com projeções até 2022. A coluna “a” representa o fluxo original da fonte, a partir da reestruturação ocorrida em 1997. Com a aprovação das Leis Complementares nº 148/2014 (mudança dos indexadores) e nº 156/2016 (alongamento dos prazos) os fluxos de pagamentos dos estados passam a ser representados pela coluna “b”. A tabela também apresenta os impactos relacionados ao Regime de Recuperação Fiscal (RRF), aprovado pela Lei Complementar nº 159/2017, e às liminares judiciais que possibilitam a alguns estados devedores a suspensão do pagamento de suas dívidas.

Tabela 2 – Pagamento de operações de crédito pelos estados ao Tesouro

	R\$ milhões					
	Fluxo original da Lei 9496/97 (a)	Fluxo após LCs 148 e 156 (b)	Fluxo atual de recebimentos* (c)	Impacto devido às LCs 148 e 156 (a) - (b)	Impacto devido ao RRF + Liminares (b) - (c)	Impacto total (a) - (c)
2016	40.293,88	24.699,30	15.853,52	15.594,58	8.845,78	24.440,36
2017	39.700,19	16.044,98	14.605,40	23.655,21	1.439,58	25.094,79
2018	41.311,41	26.893,31	19.470,12	14.418,10	7.423,19	21.841,29
Total	121.305,48	67.637,59	49.929,04	53.667,89	17.708,55	71.376,44
2019	42.794,90	28.681,39	18.284,10	14.113,51	10.397,29	24.510,80
2020	43.653,05	28.663,43	18.395,41	14.989,62	10.268,03	25.257,64
2021	44.287,14	28.636,24	20.005,40	15.650,90	8.630,84	24.281,74
2022	45.504,19	28.667,89	24.157,82	16.836,30	4.510,07	21.346,37
Total	176.239,28	114.648,95	80.842,73	61.590,33	33.806,22	95.396,55
TOTAL	297.544,76	182.286,54	130.771,77	115.258,22	51.514,77	166.772,99

* O fluxo atual também considera o impacto do RRF (LC 159/2017) e liminares judiciais

Fonte: Tesouro Nacional (valores corrigidos pelo IPCA, posição 31/01/2018)

Nesse contexto, o Tesouro Nacional tem um fluxo atual de recebimentos (coluna c) significativamente menor que o fluxo original (coluna a). Com efeito, qualquer renegociação reduz o fluxo a receber dos estados e, conseqüentemente, aumenta a necessidade de financiamento do Governo Federal, elevando o estoque da DPF. Adicionalmente, há situações em que a redução de receita se dá porque o pagamento previsto nos contratos não acontece e o Tesouro, na posição de credor, não consegue executar as garantias oferecidas pelo ente (colateral), seja porque ele aderiu ao RRF, seja porque obteve ganho em decisão judicial.

Outro elemento que também impacta os recursos disponibilizados para o pagamento da DPF, só que não mais pela redução da receita relacionada à fonte 173, mas pelo aumento de despesas da União, é a necessidade de honrar garantias soberanas dadas aos estados que estão no RRF, relacionadas a operações de crédito entre eles e credores internos e externos. Nesse contexto, conforme a Lei Complementar que instituiu o RRF, o Governo Federal não pode executar as contragarantias desses contratos,

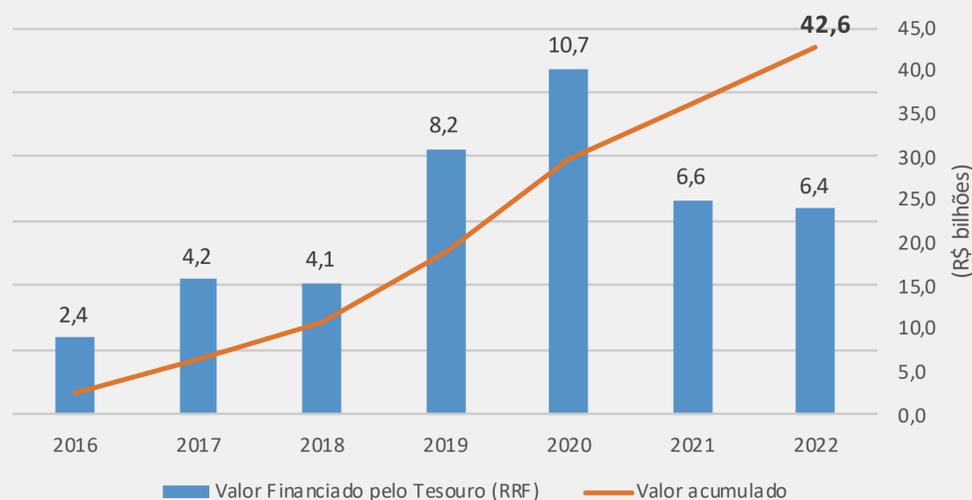
(Continua) ►

Box 2 – Receitas de créditos da União com os estados e municípios (Continuação)

▶ ainda que tenha a obrigação de honrar as garantias, utilizando para tal os recursos disponíveis na Conta Única, o que aumenta a necessidade futura de financiamento do governo.

A figura abaixo apresenta o valor financiado pelo Tesouro devido à não recuperação de contragarantias no âmbito do RRF devido às honras de garantias realizadas pela União. Também são apresentados os valores projetados de pagamentos de garantias da União, em obrigações de entes abrigados pelo RRF, a serem realizados entre 2019 e 2025.

Figura 7 – Despesas do Tesouro com honra de garantias

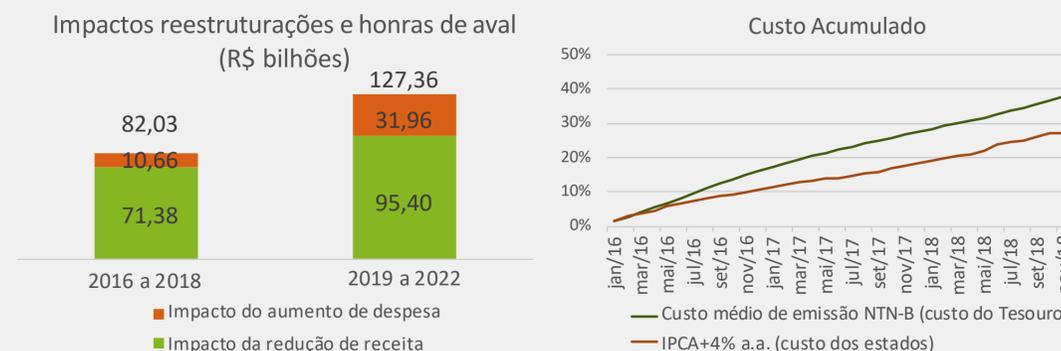


Fonte: Tesouro Nacional (valores corrigidos pelo IPCA, posição 31/01/2018)

A consequência desses dois fatores (redução de recursos da fonte 173 e necessidade de honra de garantias) é que menores receitas e maiores despesas representam mais uma restrição para a capacidade do Tesouro de controlar o aumento da dívida pública, que é custeada por toda a sociedade. Adicionalmente, a redução da fonte 173 impõe mais pressão sobre o cumprimento da regra de ouro, o que aumenta as restrições ao governo na utilização de recursos para as principais demandas da sociedade.

A figura abaixo apresenta o impacto acumulado do aumento de despesas relacionado ao RRF e à diminuição de receita referente às renegociações que alteram o fluxo da Lei nº 9496/1997 nos períodos entre 2016 e 2018 e entre 2019 e 2022. Além disso, na figura seguinte é possível observar que essas medidas têm representado um subsídio em benefício de alguns estados em relação a toda sociedade brasileira. Isso ocorre porque o custo de oportunidade do Tesouro (custo médio de emissão das NTN-Bs) é maior que o custo dos estados com a LC 148/2014 (aproximadamente IPCA+4%).

Figura 8 – Impacto acumulado das medidas e os custos do Tesouro e dos estados



Fonte: Tesouro Nacional (valores corrigidos pelo IPCA, posição 31/01/2018)

Informações adicionais estão disponíveis em recente estudo publicado pelo Tesouro, intitulado [Exposição da União à Insolvência dos Entes Subnacionais](#).

2.2. Estratégia e sua execução

A execução da estratégia foi marcada por períodos distintos no ano: até maio, boa colocação de prefixados e de papéis de longo prazo; a partir de junho, maior aversão a risco e demanda por títulos flutuantes.

A execução da estratégia da DPF pode ser analisada por meio do perfil das emissões e dos resgates dos títulos públicos por indexadores e prazos. Nos primeiros meses de 2018, a gestão da dívida foi beneficiada por um contexto macroeconômico mais favorável, caracterizado por inflação controlada, juros baixos e expectativa de recuperação do crescimento econômico. Todavia, a elevação dos níveis de incerteza e aversão ao risco

por fatores domésticos e externos gerou restrições para a estratégia da DPF no decorrer do ano, que inclusive requereu atuações extraordinárias do Tesouro Nacional.

Dívida Interna

Nos primeiros meses de 2018, a gestão da DPF contou com condições favoráveis para as colocações de títulos prefixados, com destaque para NTN-F e LTN de 24 e 48 meses. Em janeiro, o destaque foi a oferta do novo papel prefixado de dez anos, a NTN-F 2029, com boa demanda pelo vértice e venda de aproximadamente R\$ 3 bilhões no primeiro leilão.

Os títulos prefixados de médio e longo prazo foram especialmente demandados, até o início de 2018, por entidades de

Previdência Aberta, que estavam sob exigência de prazo de repactuação mínimo de aproximadamente dois anos, até o final do primeiro semestre do ano. Entretanto, essa regulamentação foi alterada e ficou definido um cronograma para redução progressiva do prazo de repactuação mínimo até a extinção da exigência a partir de 30 de agosto de 2019. Tal alteração contribuiu para arrefecer as pressões sobre os juros futuros, mas desviou parte da demanda de títulos prefixados para outros instrumentos com juros flutuantes.

A deflagração da greve dos caminhoneiros em meados de maio, juntamente com as dificuldades para avanços na agenda de reformas de cunho fiscal, elevou rapidamente os níveis de incerteza e aversão ao risco, o que levou a uma atitude mais conservadora dos demandantes de títulos. Nesse sentido, o Tesouro realizou atuações extraordinárias, a partir de junho, ao realizar leilões de compra, ou de compra e venda, com o objetivo de reduzir o volume de risco de taxa de juros e, ao mesmo tempo, de fornecer suporte para o funcionamento do mercado de títulos públicos. Mais detalhes no [Box 3](#).

A alteração da Resolução nº 4.444 reduziu a pressão nos vencimentos de longo prazo da curva de juros futuros e contribuiu para o bom funcionamento do mercado secundário de títulos públicos

CMN aprova alterações para aplicação de recursos das entidades abertas de previdência complementar

CMN aprova alteração sobre prazo médio de repactuação mínimo (PRC)



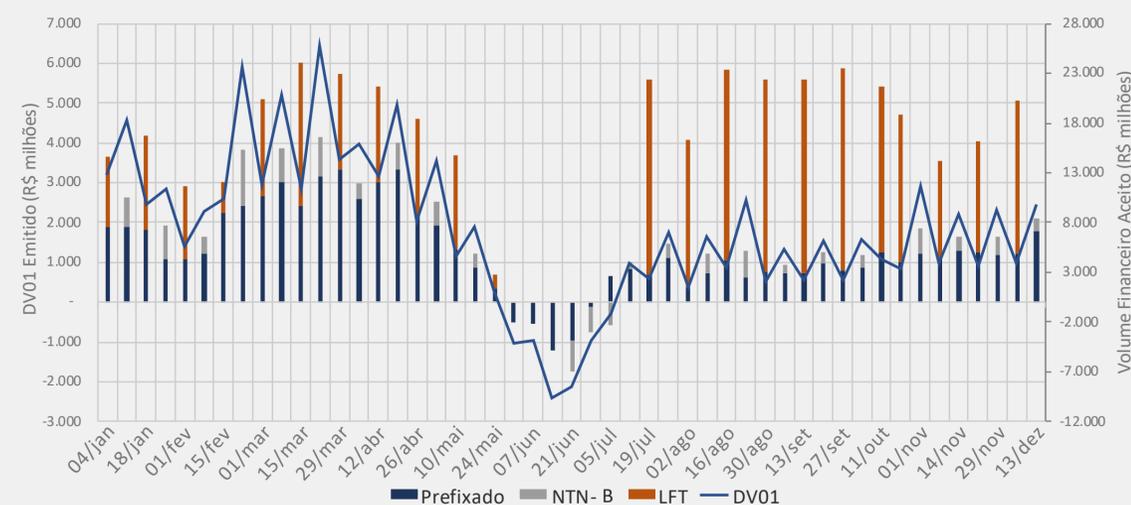
Box 3 – Atuações extraordinárias

O Tesouro Nacional monitora permanentemente as condições do mercado financeiro, zelando pela manutenção de adequadas referências de preços e pelo bom funcionamento do segmento de títulos públicos e de outros correlatos. Durante períodos de elevada volatilidade, a estratégia de financiamento do Tesouro pode se ajustar, inclusive por meio de atuações extraordinárias, que envolvem modificações no cronograma de leilões, com a finalidade de fornecer suporte e contribuir para restaurar a funcionalidade do mercado. Foi o que se verificou, de fato, no contexto das turbulências verificadas nos meses de maio e junho de 2018.

Nos primeiros meses de 2018, o ambiente favorável no mercado de títulos públicos permitiu a colocação de R\$ 175,8 bilhões de títulos prefixados e de R\$ 28,9 bilhões de títulos remunerados por índices de preços. Com o aumento das incertezas a partir de maio, as condições mudaram, gerando sentimento de aversão ao risco. Esse cenário se refletiu em aumento dos prêmios dos contratos de CDS, elevação nas taxas de juros e redução de liquidez nos títulos públicos. O Tesouro Nacional, então, realizou o cancelamento de leilões tradicionais da dívida mobiliária interna e fez atuações extraordinárias com o objetivo de reduzir o nível de risco de taxa de juros do mercado. Inicialmente foram realizados leilões de compra e venda simultânea de títulos prefixados de prazo longo (NTN-F). Posteriormente, houve a inclusão de LTN e NTN-B nesses leilões.

O Tesouro Nacional não busca com esse tipo de atuação alterar a tendência de reprecificação de ativos. Sua finalidade é evitar flutuações agudas de curto prazo que possam dificultar o bom funcionamento do mercado financeiro. A figura abaixo resume os efeitos das atuações do Tesouro na redução de risco no mercado (nível de DV01*) e as emissões de títulos públicos do ano.

Figura 9 – Volume financeiro aceito nos leilões de títulos públicos e DV01 emitido



O balanço das atuações extraordinárias

O resultado de todos os leilões extraordinários

* O DV01, ou Dollar Value of a Basis Point, mensura a perda que pode ocorrer no valor de uma carteira de títulos prefixados em mercado decorrente do aumento em 1 ponto-base (0,01%) na taxa de desconto daqueles títulos. Assim, o DV01 constitui uma métrica do nível de risco de taxa de juros colocado no mercado por meio das emissões de títulos públicos.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

O Tesouro retomou gradualmente a realização dos leilões tradicionais no início do segundo semestre, todavia, nesse momento, as condições de mercado já se mostravam menos favoráveis do que nos primeiros meses do ano, sob a influência do processo eleitoral e de um cenário externo mais adverso. Nesse contexto, optou-se por maior cautela na oferta de títulos públicos, em especial prefixados (LTN e NTN-F) e remunerados por índices de preços (NTN-B), de forma a não pressionar o custo de financiamento da dívida. Assim, foi realizado um ajuste nos limites indicativos do PAF 2018 no mês de setembro, na direção de se comportar um aumento da participação de títulos flutuantes (LFT) na composição da DPF, em relação ao previsto no início do ano.

Tabela 3 – Revisão do PAF 2018

Composição do PAF 2018	Limites Originais Mínimo	Máximo	Limites Revisados Mínimo	Máximo
Taxa Flutuante	31%	35%	33%	37%

Não houve revisão dos limites para os demais indicadores do PAF 2018.

Fonte: Tesouro Nacional

Na construção dos intervalos indicativos do PAF, o Tesouro considera múltiplos cenários macroeconômicos e financeiros. Todavia, situações de volatilidade mais intensas possuem menor probabilidade de ocorrência e exigem ajustes na estratégia. Foi o que aconteceu em 2018, ano em que houve aumento da incerteza nos cenários internacional e doméstico de forma prolongada. Conseqüentemente, foram impactadas as condições de demanda por títulos públicos, especialmente aqueles de prazo mais longo.

Mesmo diante de um cenário de prolongada aversão ao risco, a estratégia de dívida interna atingiu uma taxa de refinanciamento ² de 97,0% (sendo de 96,5% com impacto na liquidez), ou seja, um montante de emissões próximo do total dos vencimentos da dívida interna do ano e acima da necessidade líquida de financiamento. Nesse sentido, a reserva de liquidez (colchão) da dívida, que foi elemento de robustez durante o período de maior volatilidade e atuações extraordinárias, foi ainda mais reforçada.

A oferta de títulos públicos em 2018 contou, a exemplo de anos anteriores, com quatro prazos de referência para LTN: 6, 12, 24 e 48 meses, que representam os vértices prefixados de curto e médio prazos, e duas NTN-F com vencimentos de janeiro de 2025 e janeiro de 2029, que configuram como referências de longo prazo. A taxa de rolagem dos prefixados foi de 72,4%, inferior à de 2017, quando registrou 105%. Os leilões de NTN-F, que tinham frequência quinzenal até 2017, passaram a ser realizados semanalmente em 2018, o que foi bem recebido pelo mercado.

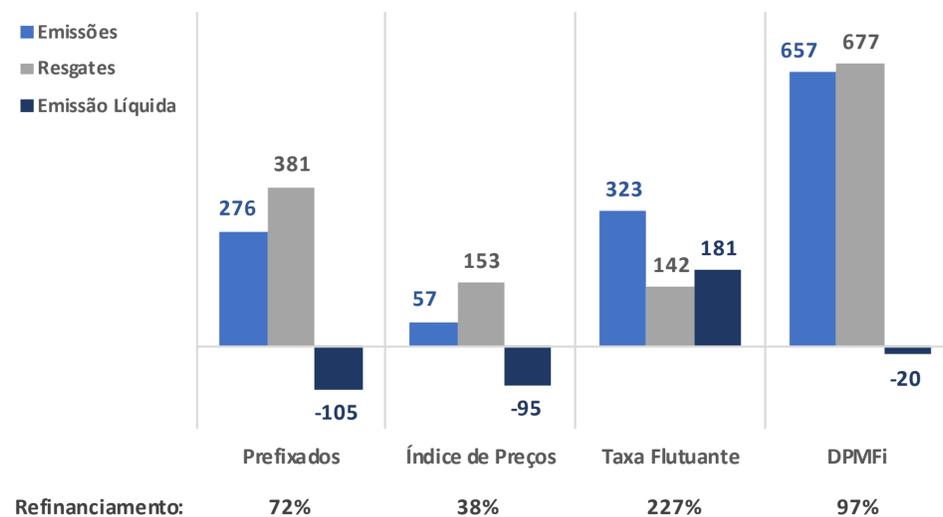
Para os títulos remunerados por índices de preços, os leilões de NTN-B foram realizados com frequência quinzenal, em dois grupos de benchmarks: o Grupo I, constituído pelos vértices maio de 2023 e agosto de 2028; e o Grupo II, no qual foram ofertadas referências de maio de 2035 e maio de 2055. A emissão de NTN-B do Grupo II foi semelhante aos níveis

¹ Por taxa de refinanciamento ou percentual de rolagem denomina-se a razão entre emissões e resgates da dívida.



observados no ano anterior, já o Grupo I mostrou-se menos demandado no contexto de menor inflação e maior aversão ao risco.

Figura 10 – Emissões e resgates da DPMFi em 2018 (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional

No caso das LFT, o baixo volume de resgates e a maior emissão desses títulos em 2018 levou ao aumento de sua participação na DPF. Sua oferta ocorreu com periodicidade quinzenal, nos vencimentos março e setembro de 2024 e março de 2025. O prazo médio de emissão destes títulos ficou próximo a seis anos, patamar superior ao prazo médio do estoque da DPF.

A LFT com vencimento em 2025 passou a ser ofertada a partir de outubro, diante de uma colocação de títulos com remuneração flutuante em montante superior ao inicialmente

previsto, que teve como consequência uma alteração no Cronograma Anual de Leilões de 2018³. Esse ajuste na estratégia do PAF se deu em harmonia com a diretriz de suavização da estrutura de vencimentos da DPF.

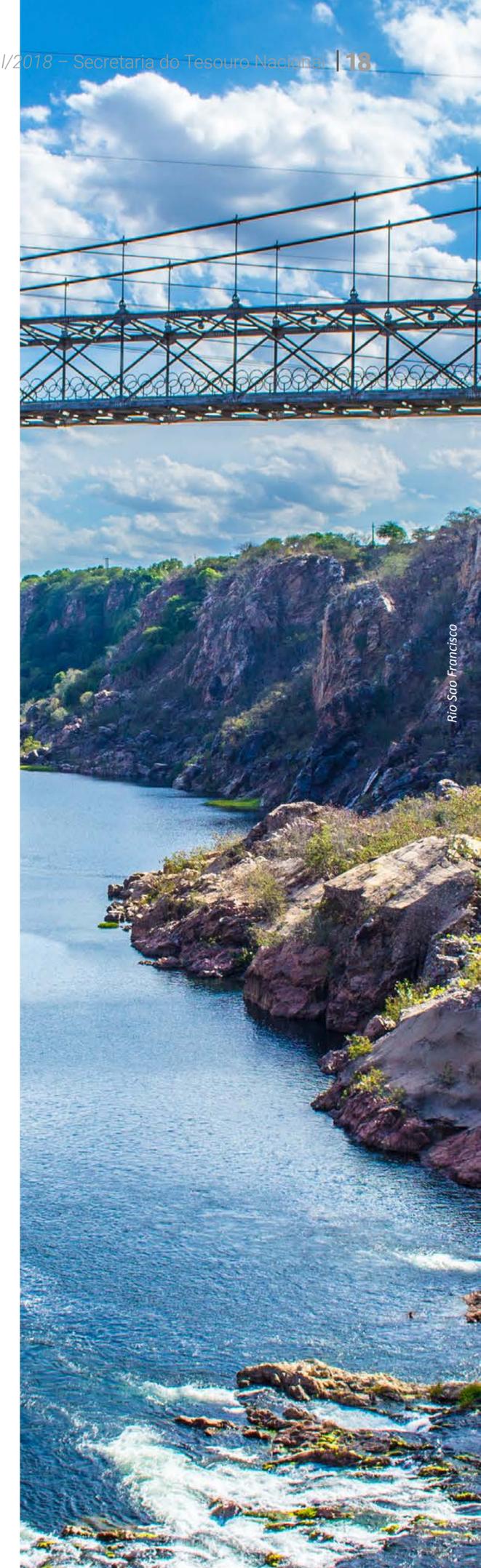
Além das operações tradicionais de oferta pública, o Tesouro Nacional realizou leilões trimestrais de troca de NTN-B, permitindo a permuta de títulos com efeitos no alongamento de prazos da dívida.

Dívida Externa

Em um ano particularmente volátil para o universo de países emergentes, o Tesouro Nacional acessou o mercado internacional apenas uma vez, quando reabriu o atual benchmark de 30 anos, em 18 de janeiro. A atuação única foi realizada em linha com a política de busca por emissões qualitativas, consolidando boas referências de preço para as companhias brasileiras e conferindo maior liquidez à curva de juros externa.

Brasil aproveita janela de mercado no início do ano e reabre o atual benchmark de 30 anos

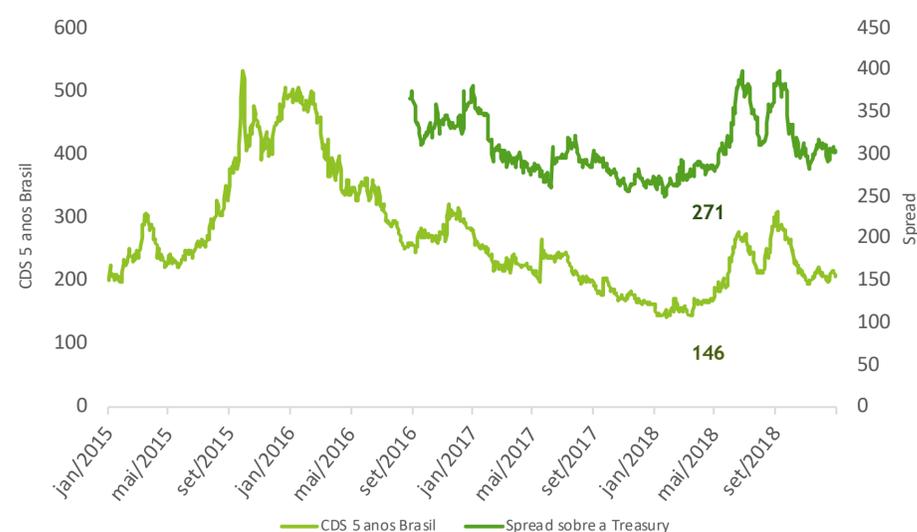
³ A previsão inicial contemplava a emissão da LFT com vencimento em setembro de 2024 durante todo o segundo semestre de 2018. A LFT com vencimento em março de 2025 continuará a ser ofertada nos primeiros meses de 2019.



Rio São Francisco

Brasil perdeu o grau de investimento em 2015 (figura 11), enquanto o cenário externo exibia elevada liquidez e perspectivas positivas de crescimento global. A operação permitiu à República registrar o diferencial de 271, três pontos-base (bps) em relação à *Treasury* de referência, nível próximo às mínimas desde a emissão original do Global 2047 (figura 11).

Figura 11 – CDS 5 anos do Brasil e Spread do Global 2047



Fonte: Bloomberg

A captação no âmbito da DPFe totalizou R\$ 7,8 bilhões. Entretanto, em função de seus vencimentos e de resgates antecipados, a dívida externa apresentou resgate líquido de R\$ 2,8 bilhões em 2018.

No âmbito do Programa de Resgate Antecipado de títulos da dívida externa (*buyback*), iniciado em janeiro de 2006, foram resgatados antecipadamente US\$ 123,7 milhões, em valor de face de títulos denominados em dólares, montante equivalente a US\$ 148,5 milhões em valor financeiro. Por meio desse programa, o Tesouro Nacional retira do mercado títulos

menos eficientes, com menor liquidez e com preços de recompra atraentes para a República.

2.3. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

Os indicadores da Dívida Pública Federal em 2018 encerraram o ano dentro dos limites de referência definidos no PAF 2018, considerando-se a redefinição dos limites do percentual de títulos flutuantes na revisão do PAF em setembro, conforme apresentado na Tabela 3.

Tabela 4 – Principais resultados para a Dívida Pública Federal

Indicadores	dez/17	dez/18	Limites para 2018	
			Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	3.559,3	3.877,1	3.780,0	3.980,0
Composição (%)				
Prefixados	35,3	33,0	32,0	36,0
Índice de Preços	29,6	27,5	27,0	31,0
Taxa Flutuante	31,5	35,5	33,0	37,0
Câmbio	3,6	4,0	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos				
% Vencendo em 12 meses	16,9	16,3	15,0	18,0
Prazo Médio (anos)	4,3	4,1	4,0	4,2

Estoque

O crescimento do estoque da DPF foi de 8,9% em relação ao ano anterior. O principal fator explicativo dessa variação foi a apropriação de juros de R\$ 342,7 bilhões, conforme mostra a Tabela 5. No caso da DPFe a conta de apropriação inclui o efeito de oscilações cambiais sobre seu estoque.

Cresceu a participação de títulos indexados à Selic na composição da DPF

Tabela 5 – Fatores de variação da DPF - R\$ bilhões

Indicadores	Estoque		Variação (a-b+c)	Fatores de Variação			
	2017	2018		Emissões (a)	Resgates (b)	Emissão Líquida (a-b)	Juros Apropriados (c)
DPF	3.559,3	3.877,1	317,8	664,7	687,9	-24,9	342,7
DPMFi	3.435,5	3.728,9	293,4	656,9	679,0*	-22,1	315,5
DPFe	123,8	148,2	24,4	7,8	10,6	-2,8	27,2

* Inclui operação de transferência de carteira entre mercado e Bacen no valor de R\$ 1.732,8 milhões, conforme explicitado na tabela 2.9 do anexo RMD.

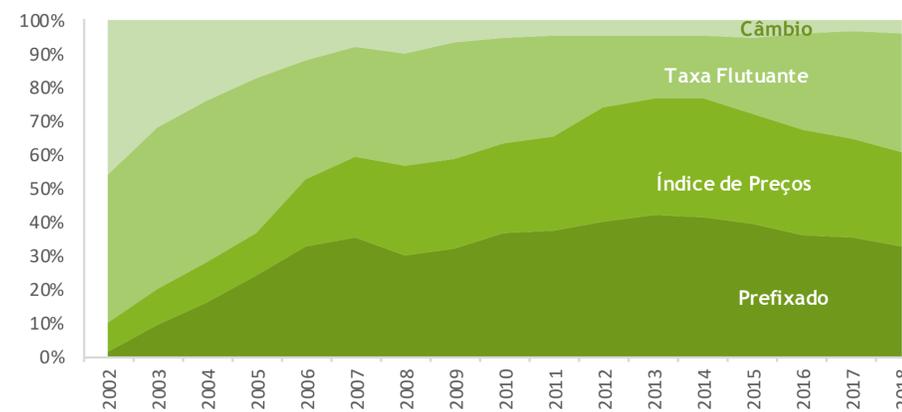
Fonte: Tesouro Nacional

Composição da DPF e risco de mercado

Na composição da DPF, um movimento relevante foi o aumento na participação de títulos remunerados a taxas flutuantes que aumentou 4,0 pontos percentuais com relação ao final de 2017, passando de 31,5% para 35,5%. Em 2018, a média de emissões de títulos flutuantes foi maior, sendo parcialmente compensada por um também maior montante de resgates desses títulos, em comparação com 2017, o que suavizou o aumento da participação.

Já os títulos prefixados e os remunerados por índices de preço tiveram uma queda na participação de 35,3% para 33,0% e 29,6% para 27,5%, respectivamente, ambos resultados de uma baixa proporção de emissão desses títulos em relação aos seus vencimentos ([figura 10 acima](#)) e do aumento das emissões de títulos flutuantes.

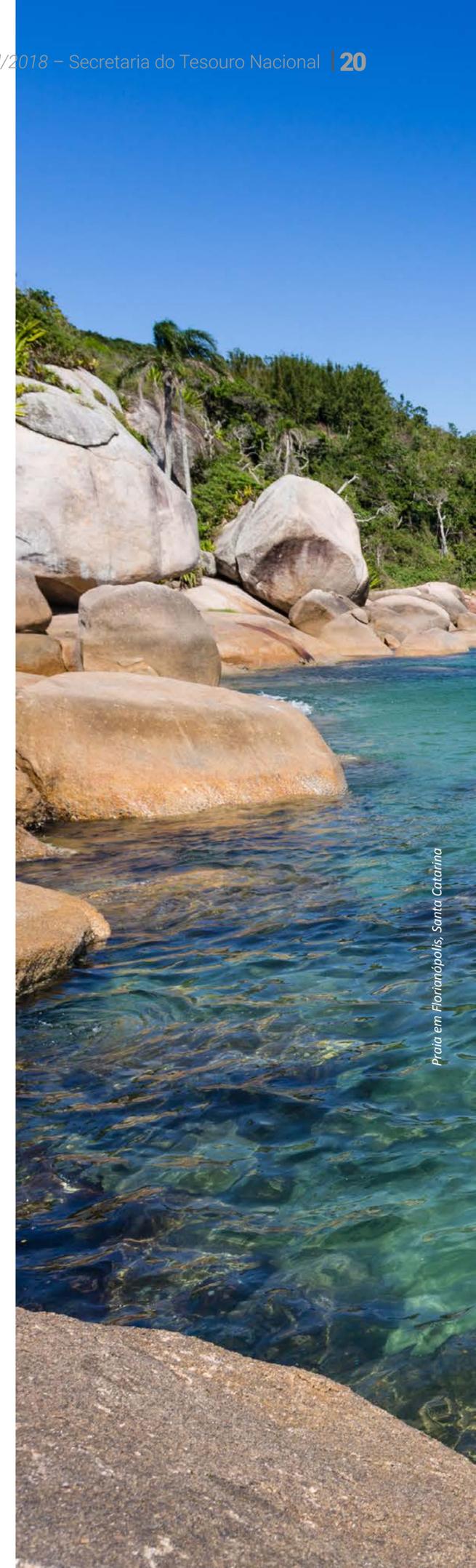
Figura 12 – Composição por indexadores da DPF



Fonte: Tesouro Nacional; posição em 31 de dezembro de 2018

O cenário atual de desequilíbrio fiscal traz à gestão da DPF o desafio de lidar com um endividamento crescente e com a deterioração de sua composição, o que trouxe maior risco de mercado para o perfil da DPF, devido à maior exposição a oscilações nos juros de curto prazo. A estratégia de refinanciamento da dívida interna próxima a 100% de rolagem, em um período de baixos vencimentos de títulos flutuantes, e o ambiente de aversão ao risco ao longo do ano fizeram com que o aumento da participação de títulos flutuantes tivesse continuidade com relação aos últimos anos.

O aumento nas emissões de LFT se dá no contexto de déficits fiscais primários, tendo em vista que os prêmios de risco desses títulos tendem a se manter estáveis em diversos momentos, inclusive naqueles de maior volatilidade e aversão ao risco pelos investidores. Assim, no curto prazo tais títulos apresentam vantagens de custo para o emissor, sobretudo



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

em um ambiente com a taxa básica de juros da economia próxima de suas mínimas históricas. Outro benefício das LFT é o seu prazo médio de emissão, em torno de 6 anos, evitando-se a concentração de vencimentos da dívida no curto prazo e apresentando-se, por isso, como alternativa aos títulos prefixados de curta duração.

Mesmo diante dessas mudanças na composição da DPF, o Tesouro Nacional mantém sua diretriz de longo prazo para substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índice de preços, como estratégia para mitigar o risco de mercado. Mas, a viabilidade de progressos nessa diretriz se condiciona às expectativas de recuperação econômica e consolidação fiscal do país.

Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

A estrutura de vencimentos da DPF se relaciona diretamente com seu risco de refinanciamento. Para essa avaliação o Tesouro Nacional tem como referência a métrica de percentual vincendo em doze meses, que representa a proporção da dívida que vencerá no curto prazo, e o prazo médio, que, por sua vez, mensura a média de tempo remanescente dos pagamentos da dívida, ponderada pelos valores presentes desses fluxos de principal e juros. O risco será tão maior quanto mais elevado o primeiro indicador e menor o segundo. Em 2018, ambos apresentaram alterações marginais.

As alterações na composição da DPF mencionadas anteriormente influenciam os indicadores que avaliam a estrutura de

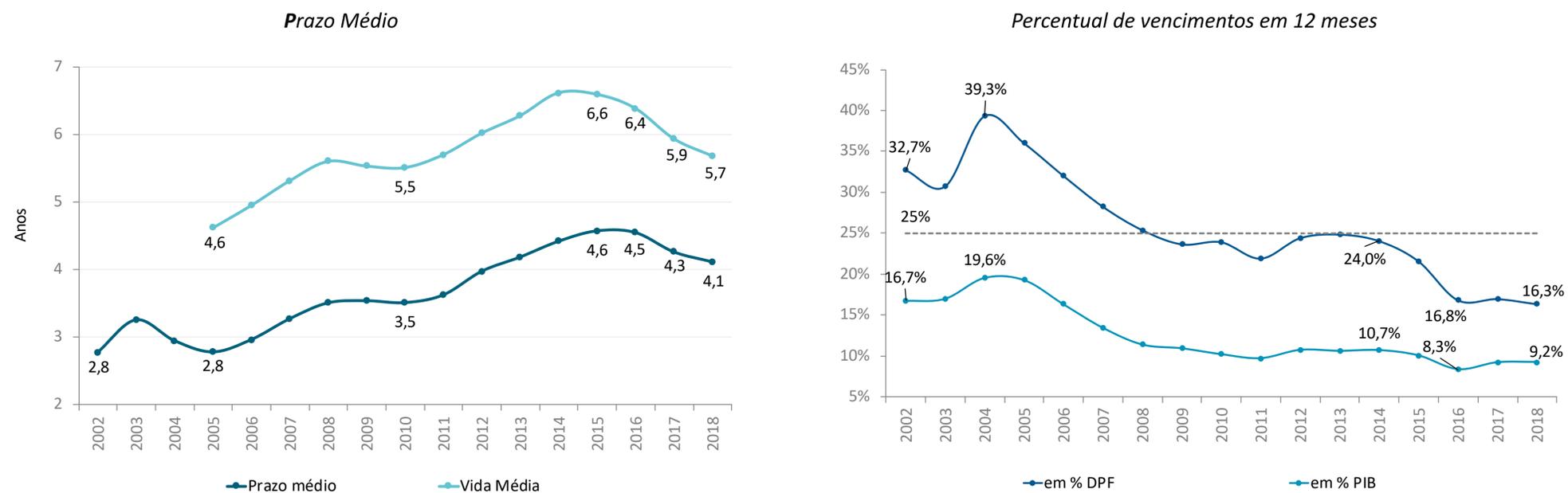
vencimentos da DPF. O prazo médio, em especial, é impactado pela menor participação de títulos remunerados por índices de preços, instrumentos de longo prazo, e a redução da participação de títulos prefixados longos (NTN-F). Já o percentual vincendo em doze meses vem se consolidando em patamares abaixo de 20% da DPF, que é um parâmetro historicamente baixo para o Brasil, favorecido pela estratégia adotada pelo Tesouro Nacional de reduzir a oferta de títulos prefixados de curtíssimo prazo (até um ano). Por essa ótica, as LFT são preferíveis a instrumentos com reduzida duração no momento da emissão.

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*)⁴. As informações de vida média da DPF podem ser encontradas em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/a-divida-em-grandes-numeros>.

⁴ 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 bastante 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 de intervalos de referência dos indicadores da DPF.

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

Figura 13 – Estrutura de vencimentos da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

Como parte da política de mitigação dos riscos da dívida, a gestão da DPF conta com uma reserva de liquidez (colchão) mantida pelo Tesouro Nacional para se antecipar aos períodos de maior concentração de vencimentos. Esse colchão vem se mantendo acima do equivalente a seis meses dos vencimentos de principal e juros da dívida interna em mercado. Isso permite ao Tesouro, em momentos de alta volatilidade do mercado, como os vivenciados em maio e junho de 2018, não captar recursos pelo período permitido pela reserva, o que evita pressionar o custo da dívida em períodos de condições adversas de mercado.

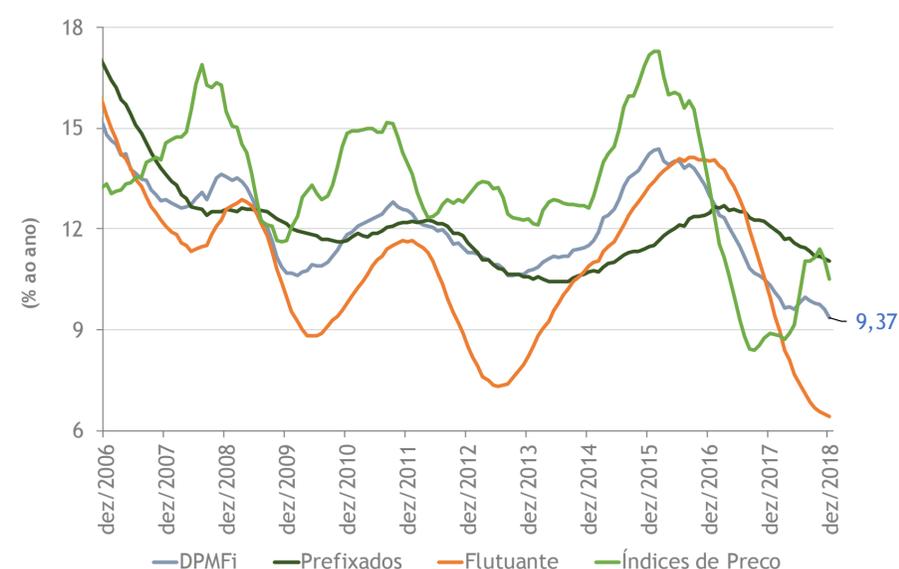
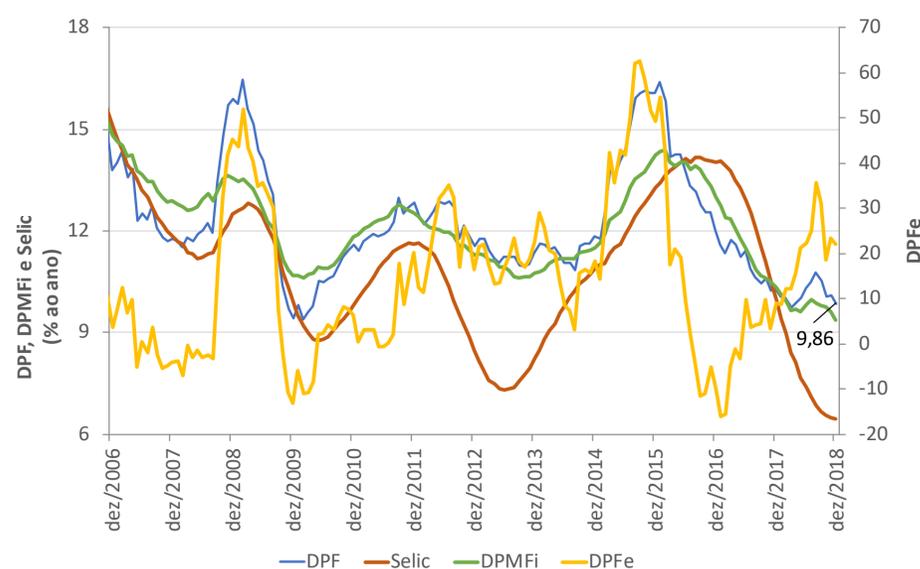
Custo da Dívida Pública

O ciclo de flexibilização da política monetária, que teve início no final de 2016 e estendeu-se até o início de 2018, teve impacto no custo da dívida, que manteve trajetória de queda em 2018, como pode ser visto na figura 14. O custo médio acumulado em 12 meses do estoque da DPMFi alcançou em dezembro de 2018 o menor valor da série histórica. O custo médio da dívida externa apresentou valor mais alto que a interna devido ao efeito das variações cambiais sobre as obrigações em moeda estrangeira.



Figura 14 – Custo médio da DPF (taxa acumulada em 12 meses)

Custo médio da DPMFi acumulado em 12 meses atingiu o menor valor da série histórica.



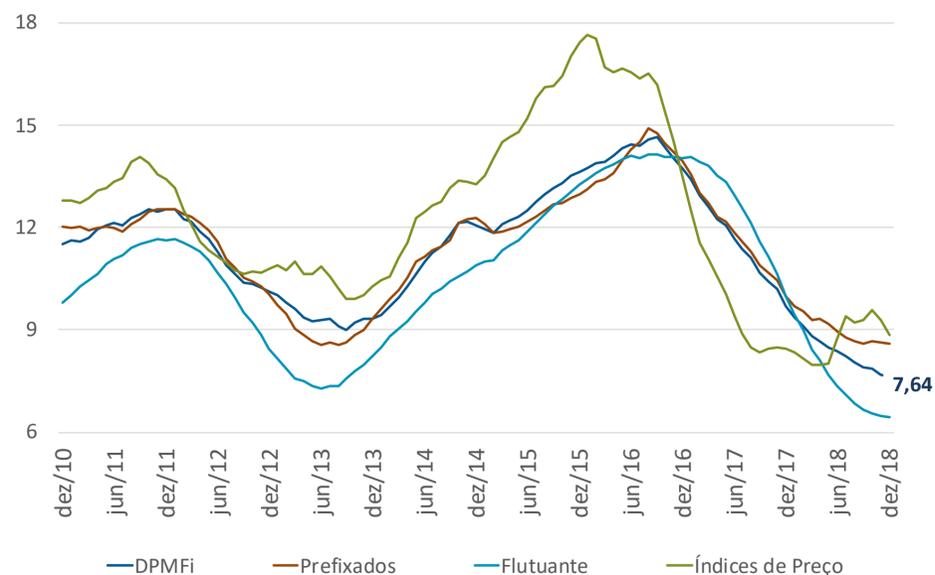
Fonte: Tesouro Nacional

Custo médio de emissão da dívida atingiu o menor valor da série histórica

O custo médio de emissão da DPMFi, que mede as condições de acesso ao mercado nos últimos doze meses, teve redução ainda mais acentuada ao cair dois pontos percentuais. O indicador encerrou o ano em 7,64%, o menor valor da série histórica. A análise desse custo individualizado por indexadores mostra que a queda para patamares próximos ou inferiores às mínimas históricas se repete em todos os casos.

O custo médio de emissão reflete as taxas de financiamento da dívida em captações mais recentes e, assim, tal indicador tende a acompanhar mais de perto a evolução da taxa de juros básica da economia. Diferentemente, o custo médio do estoque tende a ser mais estável e, assim, demora mais para responder a mudanças de curto prazo dos parâmetros de juros. Isso acontece porque o custo do estoque é um reflexo de todas as emissões de títulos, inclusive aquelas feitas em passado mais distante, que ainda não venceram.

Figura 15 – Custo de emissão da DPMFi (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)



Fonte: Tesouro Nacional

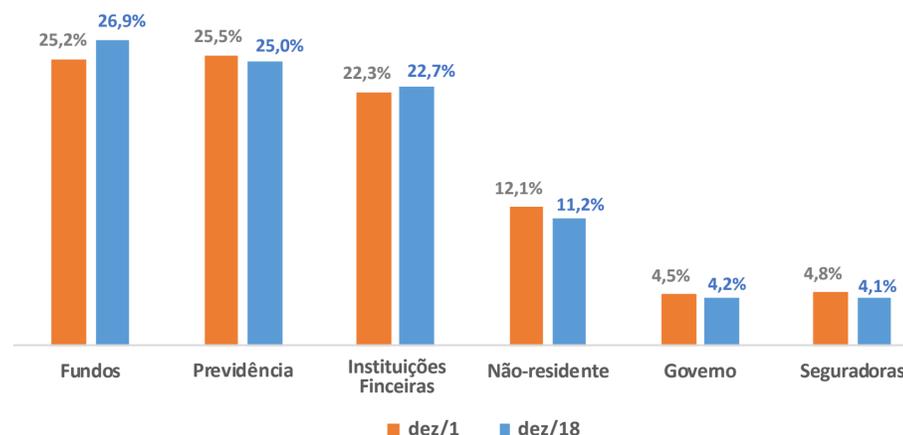
2.4 Base de Investidores

A diversificação da base de investidores é uma das diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento, uma vez que diferentes perfis de risco e de horizontes de investimento contribuem para uma gestão mais eficiente da DPF. Assim, minimizam-se os efeitos do comportamento de um grupo sobre os preços e taxas dos títulos públicos, além de ampliar a liquidez do mercado e contribuir para uma menor volatilidade.

Nesse sentido, um dos fatores de força e mitigação de riscos da DPF é a existência de uma base de investidores ampla e

diversificada, sobretudo no financiamento da dívida doméstica. Em 2018, o perfil dessa base se manteve próximo daquele verificado no ano anterior. Houve aumento da participação de Fundos de Investimento, que se tornou o principal grupo de detentores, e de Instituições Financeiras, enquanto Previdência (o segundo maior grupo), Governo e Seguradoras mostraram pequena retração na participação relativa.

Figura 16 – Evolução da base de detentores da DPMFi (% da DPMFi)



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

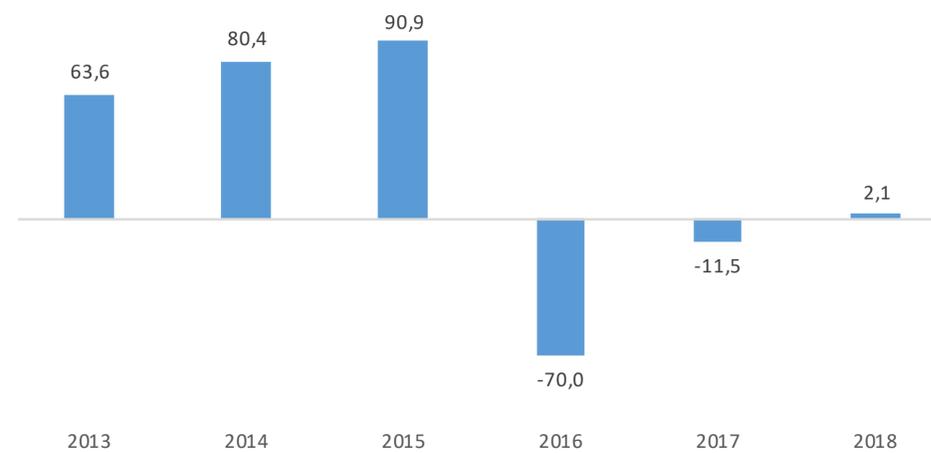
Com relação aos Não-residentes, apesar da redução na participação relativa, o estoque do grupo apresentou estabilidade em 2018 (figura 17), interrompendo a trajetória de queda observada nos últimos dois anos. Esse movimento é um indicativo de aumento de confiança no país. Nessa linha, espera-se maior fluxo de entrada desse grupo à medida que o país avance nas reformas estruturais.

A base de detentores da DPMFi é diversificada, sendo que Fundos de Investimento e Previdência são os grupos com as maiores participações relativas



Monte Roraima

Figura 17 – Variação da carteira de Não-residentes (R\$ bilhões)

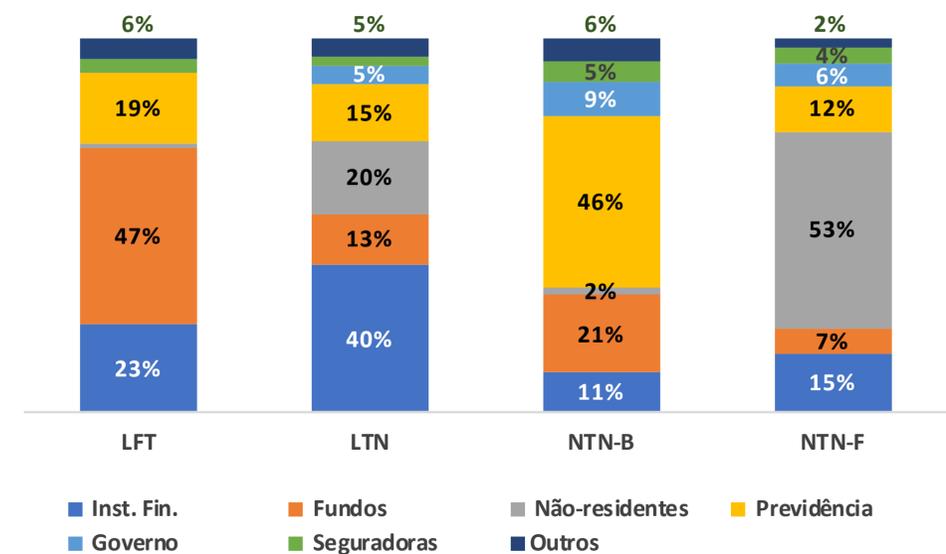


Fonte: Tesouro Nacional e Selic

Olhando-se para a participação dos detentores por título, destaca-se a participação da Previdência em NTN-B. Do total de NTN-B em mercado, 46% é detido por este grupo. Os demais destaques são: 53% da NTN-F em mercado é detida por Não-residentes, 40% da LTN está na carteira de Instituições Financeiras e 47% do estoque de LFT encontra-se com

Fundos de Investimento.

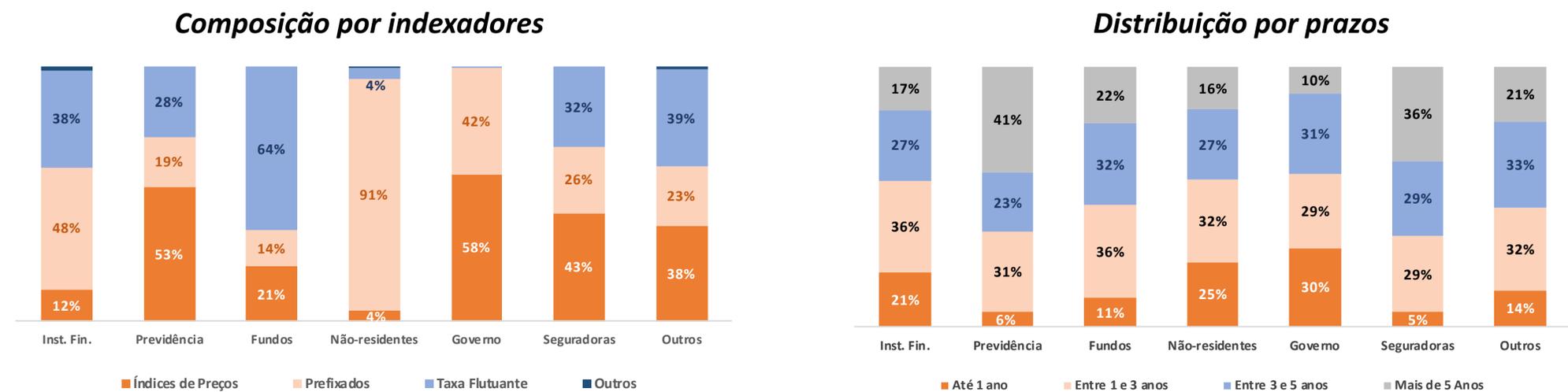
Figura 18 – Participação dos detentores por título



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

A composição da carteira dos principais grupos de detentores e a distribuição por prazo de vencimento são apresentados na [figura 19](#). Mais de 90% das aplicações de Não-residentes em títulos públicos é direcionada para prefixados e 41% da carteira de Previdência tem prazo superior a cinco anos.

Figura 19 – Carteira de títulos públicos dos detentores



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

2.5 Garantias Concedidas pela União e Haveres junto aos Entes Subnacionais

As garantias concedidas pela União a operações de crédito de entes subnacionais, bancos e estatais ganharam importância no controle da dívida pública devido ao crescimento do saldo dos contratos garantidos, bem como pela ocorrência recorrente do pagamento de honras de aval por parte da União. Em 2018 o saldo devedor de garantias concedidas a operações de crédito sob responsabilidade do Tesouro Nacional totalizou R\$ 258,2 bilhões.

Tabela 6 – Total de garantias e honras em operações de crédito

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Garantias Internas	22,6	52,7	80,6	112,3	111,1	111,5	114,3
Estados	13,2	39,9	61,9	81,8	81,3	84,7	91,4
Outros	9,4	12,8	18,7	30,5	29,8	26,8	22,9
Garantias Externas	48,6	56,1	70,2	110,6	103,8	121,8	143,9
Estados	29,2	35,7	47,7	77,8	75,5	91,2	107,7
Outros	19,4	20,4	22,5	32,8	28,3	30,6	36,3
Total Garantias	71,2	108,8	150,8	222,9	214,9	233,3	258,2
Total Honras de Garantias	0,0	0,0	0,0	0,0	2,4	4,1	4,8

Fonte: Tesouro Nacional

No ano, o montante de garantias honradas alcançou R\$ 4,8 bilhões, o que representou um aumento de 19% em relação aos R\$ 4,1 bilhões pagos em 2017. As honras referentes a inadimplências do estado do Rio de Janeiro responderam por R\$ 4,0 bilhões (84%) dos valores pagos pela União em 2018.

A recuperação das contragarantias referentes às honras realizadas pela União vem sendo regularmente executada, exceto aquelas relativas ao estado do Rio de Janeiro, que se encontra sob o Regime de Recuperação Fiscal (RRF), instituído pela Lei Complementar nº 159, de 19 de maio de 2017.

O Tesouro divulga regularmente o Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas no qual traz um detalhamento da situação da dívida garantidas de todos os estados, bem como uma visão global desse passivo contingente ao qual a União está exposta. O relatório pode ser acessado pelo link: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-quadrimestral-de-operacoes-de-credito-garantidas-rqg/2020/27>



3

Inovações e Temas em Desenvolvimento

Canions Xingó, São Francisco

Este capítulo traz a evolução de temas em desenvolvimento de interesse para a gestão da dívida, indo além da estratégia de financiamento e dos resultados alcançados para os principais indicadores da DPF. Neste RAD destacamos os andamentos recentes para lançamento dos fundos de índices de renda fixa apoiado pelo Tesouro Nacional, o funcionamento do sistema *dealers* da DPF, iniciativas no âmbito do Tesouro Direto e trabalhos realizados ao longo de 2018 para aprimorar a comunicação do Tesouro Nacional com a sociedade, entre outros assuntos.

Fundos de índices de Renda Fixa

O Tesouro Nacional incentiva a criação do mercado de *Exchange-Traded Funds* (ETF) de renda fixa lastreado em títulos públicos, com vistas a fortalecer e promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Tratam-se de fundos de investimento referenciados em índices de mercado, mas que, diferentemente dos fundos tradicionais, possuem suas cotas negociadas em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado. Com esse objetivo, o Tesouro e o Banco Mundial deram início, em 2013, ao projeto *Issuer-Driven ETF* (I-D ETF), ou ETF apoiado pelo emissor de títulos públicos.

O projeto percorreu diversas etapas e, em setembro de 2018, o Tesouro Nacional finalizou a seleção da instituição financeira para gerir o Fundo de Índice de Renda Fixa apoiado pelo Tesouro Nacional, conforme regulamenta o art. 3º-A da Lei 10.179, de 2001.

A *Itaú Asset Management* foi a instituição financeira selecionada e, de acordo com o estabelecido no edital de seleção, terá no máximo dezoito meses⁵ para realizar o lançamento do fundo em mercado. A taxa de administração a ser cobrada dos cotistas do ID ETF será de no máximo 0,25% a.a. O valor atende ao objetivo do projeto de proporcionar um instrumento de poupança novo e acessível para investidores individuais e coletivos.

O Tesouro Nacional apoia o projeto com o objetivo de desenvolver o mercado de títulos de longo prazo e de contribuir para o processo de desindexação da economia às taxas de juros diárias. O ETF também traz a vantagem de maior disseminação de preços, uma vez que a negociação das cotas no ambiente de bolsa eleva a procura por referências de preços intradiários dos títulos. O índice de referência estabelecido para o ID ETF será o IMA-B.⁶

Informações detalhadas sobre o ID ETF podem ser obtidas no site www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/etf-apoiado-pelo-tesouro-nacional.

⁵ A partir de setembro de 2018.

⁶ Índice de Mercado Anbima – IMA - representa uma família de índices que seguem o rendimento de carteira formada por praticamente todos os títulos públicos federais em mercado. O IRF-M, um dos índices da família IMA, está associado aos títulos prefixados, já o índice IMA-B é composto exclusivamente por títulos atrelados ao IPCA.

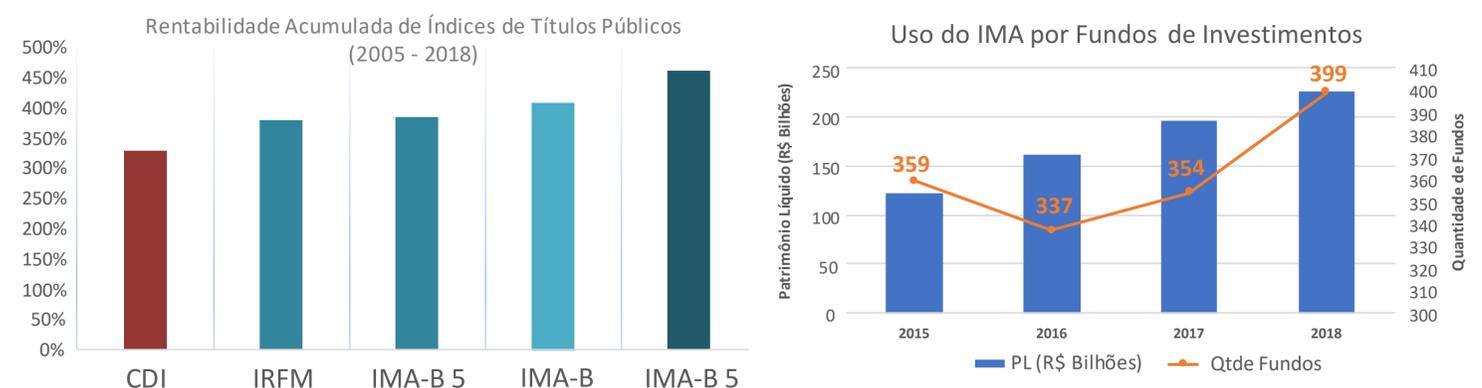
Desempenho de Índices de Títulos Públicos

A escolha dos investidores por títulos prefixados e atrelados a índices de preços de prazos mais longos tende a ser recompensada por maior rentabilidade no médio e no longo prazo, como o Gráfico 20 ilustra ao apresentar o retorno dos índices pertencentes ao IMA.

Cada um desses índices segue o rendimento teórico de uma carteira formada por determinados títulos públicos federais, sendo que, em conjunto, englobam praticamente todos os instrumentos ofertados pelo Tesouro no mercado doméstico. Os índices da família IMA funcionam como uma alternativa ao CDI, parâmetro ainda majoritariamente usado pela indústria de fundos no país e cuja rentabilidade está diretamente ligada à taxa de juros de curtíssimo prazo.

Em 2018, a indústria de fundos que perseguem índices de renda fixa cresceu substancialmente e atualmente possui R\$ 150,00 bilhões em PL administrado, representando cerca de 135 fundos que diretamente se referenciam a esses índices.

Figura 20 – Rentabilidade de Índices de Renda Fixa



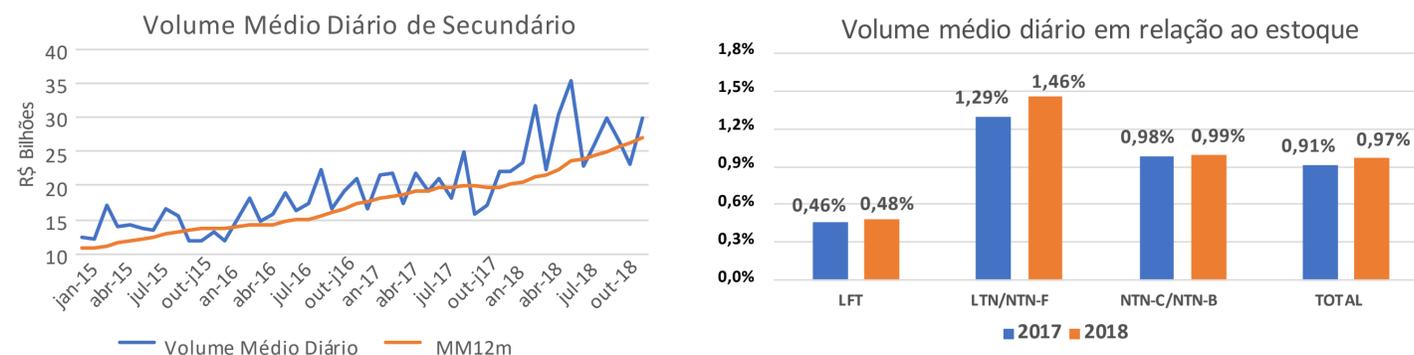
Fonte: AMBIMA

Sistema de *Dealers* e Mercado Secundário de Títulos

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, nas quais o Tesouro exige uma participação mínima dos *dealers* nas ofertas públicas⁷, quanto no mercado secundário desses títulos via distribuição e formação de mercado, contribuindo para um monitoramento mais eficiente do segmento secundário e dos desdobramentos da indústria na qual essas instituições se inserem.

Os dados na figura 21 ilustram a tendência de crescimento do volume negociado no mercado secundário desde a separação do sistema de *dealers* do Banco Central e do Tesouro Nacional em 2015. O volume médio diário, que era de aproximadamente R\$ 12 bilhões em janeiro de 2015, alcançou R\$ 30 bilhões em dezembro de 2018, considerando o conceito extragrupo (negociações entre instituições de diferentes conglomerados financeiros). Em particular, em 2018 houve evolução no volume negociado em relação ao estoque dos respectivos títulos, métrica importante de liquidez.

Figura 21 – Volumes Negociados no Mercado Secundário de Títulos Públicos

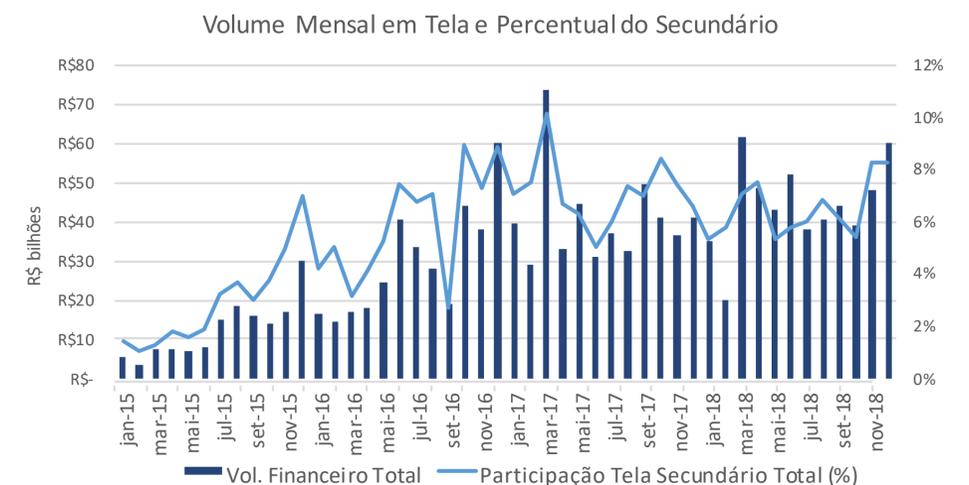


Fonte: Tesouro Nacional

⁷ Essas exigências, bem como suas respectivas contrapartidas, estão definidas na Portaria STN nº 90, de 7 de fevereiro de 2018, que rega atualmente as regras do sistema.

Outro segmento 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. O avanço nessa frente foi positivo nos últimos anos, saindo de cerca de R\$ 5 bilhões de volume negociado em plataformas eletrônicas em janeiro de 2015 para cerca de R\$ 60 bilhões em dezembro de 2018.

Figura 22 – Mercado Secundário em Plataformas Eletrônicas



Fonte: Tesouro Nacional

Nova regulamentação dos títulos da dívida – Decreto nº 9.292, de 23 de fevereiro de 2018

A Subsecretaria da Dívida Pública – SUDIP estabeleceu, ao longo de 2017, debate acerca da necessidade de atualizar a legislação que regulamenta os títulos de emissão do Tesouro. Essa discussão trouxe subsídios para a publicação do Decreto

nº 9.292, de 23 de fevereiro de 2018, que estabelece as características dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi e dá outras providências.

O novo decreto revogou o Decreto nº 3.859, de 4 de julho de 2001, que se apresentava legalmente e operacionalmente defasado, pois ainda trazia títulos que já não mais possuíam estoque ou que não mais detinham autorização legal para serem emitidos, além de apresentar títulos criados para atender uma finalidade específica e que não possuem mais o objeto que motivou a emissão.

No contexto da vigente sistemática de emissão de títulos públicos, o novo Decreto manteve os títulos usados correntemente nas emissões competitivas (leilões de oferta pública e Programa Tesouro Direto), quais sejam, as Letras Financeiras do Tesouro – LFT, Letras do Tesouro Nacional – LTN, Notas do Tesouro Nacional, série B – NTN-B e Notas do Tesouro Nacional, série F – NTN-F, bem como os usados nas emissões diretas, como as Notas do Tesouro Nacional, Série I – NTN-I, usadas no Programa de Financiamento às Exportações (PRO-EX), e os Certificados Financeiros do Tesouro, série E – CFT-E, usados no Programa de Financiamento Estudantil (FIES).

Para adequar o normativo à atual realidade da legislação e da composição da dívida, foram suprimidos títulos que perderam o objeto que motivou sua emissão e que não possuem mais estoque, como as Letras Financeiras do Tesouro, Série A e B – LFT-A e LFT-B, as Notas do Tesouro Nacional, Série M – NTN-M, e as Notas do Tesouro Nacional, série R, subsérie 2 – NTN-R2.

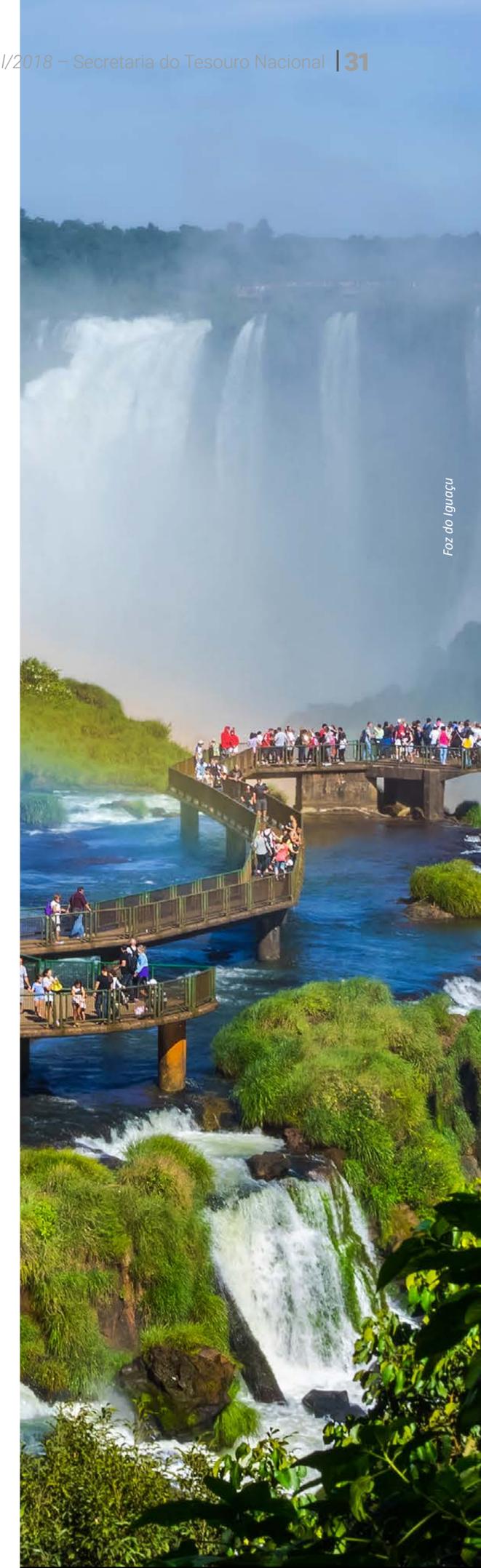
Adicionalmente, para que o novo decreto abrangesse todos os títulos atualmente emitidos pela Tesouro na dívida interna, foram incluídos os Títulos da Dívida Agrária – TDA, utilizados na Reforma Agrária, bem como dos ativos CVS, emitidos nas securitizações de dívidas oriundas do Fundo de Variação e Compensação Salarial – FCVS. Tais ativos não constavam no Decreto revogado.

Nesse sentido, a publicação do Decreto 9.292/2018 representou uma importante atualização legislativa, pois foi fruto de um profundo trabalho de revisão dos normativos vigentes sobre a matéria e de ampla discussão acerca do contexto atual da DPF, além de indicar um instrumento de aprimoramento no mercado de títulos públicos.

Grupo de Trabalho – Estoque DPF

Em março de 2018 foi criado o Grupo de Trabalho Estoque da Dívida Pública Federal-DPF com o objetivo de uniformizar as metodologias existentes para cálculo do estoque da DPF. A implementação das recomendações apontadas pelo grupo aperfeiçoará a conciliação entre os registros contábeis e os relatórios estatísticos, o que trará ganhos para a transparência, qualidade das informações e comunicação efetiva com a sociedade.

O Grupo de Trabalho, composto por representantes da Subsecretaria da Dívida Pública e da Subsecretaria de Contabilidade Pública, após cumprir as etapas de estudos, simulações e levantamento dos impactos, elaborou e apresentou, em de-



zembro de 2018, relatório final e teve suas recomendações aprovadas pelo Secretário do Tesouro Nacional. O próximo passo ensejará projeto de adaptação no Sistema Integrado da Dívida – SID como condição para a implementação dos aprimoramentos sugeridos. Essas ações serão empreendidas a partir de 2019.

Garantias Concedidas pela União em Operações de Crédito — SID em 2018

Com a importância cada vez maior que as garantias concedidas pelo Tesouro tomaram a partir de meados da década, o reforço a um sistema que organizasse e processasse as informações de maneira correta e eficiente tornou-se essencial. Nesse sentido, no início de 2017, o Tesouro Nacional iniciou a produção do módulo de garantias no Sistema Integrado de Dívida - SID. A partir de julho de 2017, todos os contratos de operações de crédito da dívida externa garantida pela União já estavam cadastrados no SID, com planejamento financeiro e cronogramas de amortização atualizados.

O próximo passo foi o desenvolvimento de relatórios e dos processos de cálculo e acompanhamento dos contratos da dívida interna garantida, e foi concluído no primeiro quadrimestre de 2018, sendo o Tesouro Nacional auxiliado com a atualização periódica das informações pelos credores e mutuários. Adicionalmente, desenvolveu-se o módulo de atrasos e honras de aval, concluindo a transição de todos os processos envolvendo o controle de garantias em operações de crédito exclusivamente para o SID.

Ainda em 2018, foi estruturado o novo Relatório Quadrimestral de Garantias, o qual contempla a exposição da União no que tange ao estoque das dívidas garantidas, bem como novos indicadores estatístico-financeiros, como o percentual vincendo da dívida, o ATM (vida média) e a composição, classificada por indexadores e por classes de mutuários e credores. Com esse detalhamento, a administração da dívida garantida passou a um patamar diferenciado, com relatórios e saldos que podem ser consultados em tempo real, atualizados de acordo com a melhor informação disponível no momento, além da possibilidade de projeção de estoque e fluxo de pagamentos.

O relatório pode ser acessado pelo link: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-quadrimestral-de-operacoes-de-credito-garantidas-rqg/2020/27>.

Tesouro Direto

Buscando reforçar o conceito digital do programa, o Tesouro Nacional lançou em março de 2018 o novo aplicativo oficial do Tesouro Direto. Com padrão visual moderno, o app conta com as principais ferramentas já disponíveis no website do TD, para que o investidor possa fazer simulações, executar investimentos e acompanhar seus rendimentos de forma prática e sem precisar mudar de plataforma, diretamente do celular.



#TD
na
Mão

Para você tomar decisões no seu tempo

O novo aplicativo do TD conta com um carrinho de investimentos para você ir adicionando seus títulos. Se não quiser investir na hora, você pode salvar e aplicar depois.

Download on the App Store

GET IT ON Google Play

TESOURO DIRETO | APP

*Disponível para iOS em 05/03 e para Android em Abril/18



O programa passou ainda por mudança no tempo para que os investimentos sejam processados. O prazo para liquidação das aplicações no TD foi reduzido no início de fevereiro de 2018: de 2 dias para 1 dia útil (para transações em dias úteis das 0h00 às 18h00) e de 3 dias para 2 dias úteis (para transações

das 18h00 às 0h00, finais de semana ou feriados). A mudança converge para as melhores práticas adotadas pela indústria financeira e significa maior segurança e agilidade para o investidor.

A maior novidade do programa, contudo, foi anunciada em dezembro de 2018. A partir de 2019, a taxa de custódia cobrada do investidor pela B3 será menor, passando de 0,30% a.a. para 0,25% a.a.. Também em 2018 disseminou-se a política dos agentes de custódia (bancos e corretoras) de praticarem taxa de administração zero para aplicações do TD. Com menores custos, a rentabilidade líquida dos títulos do TD aumenta.

A intensificação da democratização do programa em 2018 é o principal destaque apresentado pelas estatísticas do Tesouro Direto. Houve acréscimo de investidores ativos, aqueles que efetivamente possuem aplicações, de 220 mil, totalizando 786 mil investidores com saldo, um número 39%

maior que o verificado em 2017. No mesmo período, a proporção de investimentos até R\$ 1 mil reais subiu de 56,8% para 63,1%. Esses resultados demonstram maior facilidade no acesso aos títulos públicos e inserção das pessoas no TD por meio da educação financeira.

Esforços de comunicação com a sociedade

No planejamento estratégico do Tesouro Nacional, a comunicação foi definida como elemento para fortalecer sua imagem, aprimorar a transparência e consolidar a instituição como fonte de informações gerenciais dos dados contábeis e fiscais do setor público brasileiro. Com essa diretriz, o Tesouro vem reforçando sua interação com o público por meio de novos canais, formatos e níveis de linguagem em suas divulgações. Algumas iniciativas, em comento a seguir, ocorrem no âmbito da gestão da dívida.

Nova série de vídeos sobre a regra de ouro

O contexto de déficits primários nas contas da União desde 2014 trouxe ao debate a restrição imposta pela regra de ouro (art. 167, inciso III, da Constituição Federal de 1988), norma segundo a qual as operações de crédito do governo não podem ser maiores do que as despesas de capital em um ano. Para elucidar o tema, o Tesouro Nacional lançou, em parceria com a Escola de Administração Fazendária (ESAF), uma série composta por cinco vídeos curtos, com uma linguagem simples e didática abordando as dúvidas mais frequentes dos brasileiros com relação a essa importante regra fiscal: *Conhecendo a regra de ouro, Regra de ouro e despesas de ca-*

pital, Como o Brasil adota a regra de ouro, Regra de ouro e contas públicas, Regra de ouro e rigidez no orçamento. Os *vídeos*, foram publicados nas principais redes sociais e teve repercussão potencializada por meio da reorientação da página do Tesouro no Facebook como um canal ativo e oficial de comunicação do órgão.

Além da série de vídeos, o Tesouro publicou em 2018 outros dois informes (*um em maio e outro em novembro*) que interpretam os principais determinantes do balanço das contas frente à regra de ouro, projeções e a necessidade de ajustes futuros. O acompanhamento da regra de ouro pode ser feito, ainda, por meio dos relatórios mensais do *Resultado do Tesouro Nacional*.

Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública

Uma consequência da trajetória de déficits primários da União é o crescimento do endividamento. Nessa conjuntura, o Tesouro lançou o primeiro Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública, como parte dos esforços para consolidar seu papel como referência em análises de sustentabilidade da dívida e para auxiliar no diagnóstico fiscal, na formação de expectativas, na ampliação da transparência e da comunicação com a sociedade.

Este relatório pode ser acessado pelo seguinte *link* no site do Tesouro Nacional: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-quadrimestral-de-projecoes-da-divida-publica/2019/31>.

Relatório trimestral “Por dentro das contas da dívida”

Ainda na linha de ampliar a transparência nas análises do endividamento, o Tesouro consolidou a publicação do relatório “Por Dentro das Contas da Dívida”, lançado em 2017 com periodicidade trimestral. A publicação traz à população e aos agentes econômicos, em linguagem simples, os números, termos e conceitos envolvidos na gestão da DPF.

Este relatório pode ser acessado pelo seguinte *link* no site do Tesouro Nacional: www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/por-dentro-das-contas-da-divida.

4

Considerações Finais

Em 2018, o país enfrentou uma série de desafios ao longo do ano tanto no cenário doméstico diante das incertezas inerentes ao período eleitoral, como também no cenário internacional. Em um ambiente marcado por períodos de volatilidade, o Tesouro ajustou a sua estratégia para minimizar pressões no mercado, por meio de atuações extraordinárias e pela ampliação de suas emissões de títulos flutuantes (LFT). A diminuição das emissões de títulos prefixados longos (NTN-F) e índices de preços (NTN-B) afetou alguns indicadores como, prazo médio e a composição da dívida. Entretanto, a continuidade de um cenário de inflação baixa e o ciclo favorável da política monetária permitiram que os indicadores de custo da DPF se reduzissem no curto prazo, o que é favorável à própria trajetória do endividamento público.

Nesta edição do RAD, o Tesouro Nacional apresentou uma série de inovações que colaboram não só para o aprimoramento da gestão da DPF, mas também para a ampliação da transparência desse assunto perante a sociedade. Desta forma, o Tesouro contribui para fundamentar melhor as discussões e escolhas das políticas públicas relacionadas ao tema.