

**2020**

# Plano Anual de Financiamento



**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

Pedro Jucá Maciel

Pricilla Maria Santana

Waldeir Machado da Silva

**Subsecretário da Dívida Pública**

José Franco Medeiros de Moraes

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

Luis 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**

Amanda Giordani Pereira

Andre de Araujo Melo

Andre Duarte Veras

Andresa Costa Bion

Cinthia de Fátima Rocha

Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva

Cláudio Araujo de Freitas Gago

Daniel Cardoso Leal

Diego Antônio Link

Diogo Osti Coscrato

Eduardo Henrique Leitner

Emerson Luiz Gazzoli

Fabio dos Santos Barbosa

Felipe Duarte Gonçalves dos Santos

Flávia Fontoura Valle May

Frederico Schettini Batista

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Gustavo Magalhães Roriz

Gustavo Matte Russomanno

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Helano Borges Dias

Isabel Terra Siebra de Sousa

José de Anchieta Semedo Neves

Jose Inacio Burnett Tessmann

José Reynaldo de Oliveira Júnior

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Keiti da Rocha Gomes

Krisjanis Figueiroa Bakuzis

Leandro de Lima Galvao

Lena Oliveira de Carvalho

Leonardo Martins Canuto Rocha

Luiz Paulo da Silva Lima

Marcelo Rocha Vitorino

Marcelo Rodrigues Calil

Márcio Rodrigo Vieira de Araújo

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrao de Lamonica Freire

Nathália Filgueiras de Almeida\*

Nucilene Lima de Freitas Franca

Paulo de Oliveira Leitão Neto

Paulo Moreira Marques

Petronio de Oliveira Castanheira

Plínio Portela de Oliveira

Rafael Mesquita Camargo

Roberto Beier Lobarinhas

Rosa Isabel Cavalcanti

Rubens Rodrigues da Cruz

Ruth Lacerda Benfica

Victor Valdivino Caetano de Almeida

\*Coordenação Técnica

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2020. 1/Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2020, número 20. 1. Dívida Pública Federal 2. Plano Anual de Financiamento 3. Planejamento 4. Estratégia 1. 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 2020 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.***Projeto Gráfico e Diagramação**

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Projeto Gráfico e Diagramação - Viviane Barros e Hugo Pullen

**Última alteração: 27/1/2020**

# Sumário

	<b>Mensagem do Tesouro Nacional</b>	<b>4</b>
<b>1</b>	<b>Introdução</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Cenários e Necessidade de Financiamento</b>	<b>6</b>
	2.1. Cenários Macroeconômicos	6
	2.2. Necessidade de Financiamento 2020	7
<b>3</b>	<b>Estratégia de Financiamento</b>	<b>11</b>
	3.1. Dívida Interna	11
	3.2. Dívida Externa	13
<b>4</b>	<b>Resultados Esperados</b>	<b>14</b>
	4.1. A DPF no curto prazo	14
	4.2. Composição desejada para a DPF no longo prazo	15
	4.3. Indicativos para a DPF no médio prazo	16
	4.4. Análise ampliada de composição da dívida	18
<b>5</b>	<b>20 Anos de Planos Anuais de Financiamento</b>	<b>20</b>
<b>6</b>	<b>Considerações Finais</b>	<b>23</b>
	<b>Suplemento especial do PAF 2020: Juros da dívida pública</b>	<b>24</b>
	Os juros nas estatísticas fiscais	24
	Os juros no orçamento público	26

# Mensagem do Tesouro Nacional

Em 2020 celebramos a 20ª edição do Plano Anual de Financiamento – PAF, peça fundamental do planejamento da gestão da Dívida Pública Federal – DPF. O documento traz o objetivo e as diretrizes, a estratégia anual para as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal em mercado e os limites de referência para os principais indicadores desta dívida, a serem alcançados ao longo de 2020. Representa, assim, um instrumento de previsibilidade e transparência do Tesouro Nacional em seu compromisso de zelar pelo equilíbrio fiscal e pela qualidade do gasto público.

O primeiro PAF foi lançado em 2001, em uma conjuntura de transformações na economia brasileira. Àquela época, ainda eram recentes no Brasil a adoção de câmbio flutuante e o sistema de metas de inflação. As finanças públicas se reforçavam com a política marcada pela geração de superávits primários e com a também recente Lei de Responsabilidade Fiscal, de 2000.

Em meio a essas transformações, o PAF nasceu com a finalidade de aperfeiçoar a comunicação institucional do Tesouro com a sociedade e contribuir para a formação de expectativas dos agentes. Mais que isso, é uma ferramenta que auxilia na melhora do perfil da dívida, bem como na redução dos custos e riscos da dívida. Desde sua primeira publicação, consolidou-se uma DPF com menor concentração de vencimentos no curto prazo, prazo médio mais elevado e composição mais diversificada, destacando-se a redução da exposição cambial para patamares abaixo de 5% do estoque.

Vinte anos depois, o PAF 2020 também se apresenta em um momento de mudanças na economia brasileira e em seu arcabouço de finanças públicas. O desafio fiscal atual envolve, sobretudo, o controle dos gastos públicos, de forma que as contas públicas voltem a gerar superávits primários e assegurem uma trajetória sustentável para o endividamento. Condição necessária para isso é a continuidade da implementação de reformas estruturais no arcabouço de gastos obrigatórios do governo, a exemplo da recém aprovada reforma da previdência.

Os avanços da agenda de reformas já se refletem nas condições econômicas, permitindo ao país alcançar taxas de juros em patamares mínimos, inflação sob controle e uma atividade econômica já em recuperação, após uma das maiores crises de sua história. A consolidação fiscal em curso é o elemento para sustentar essa conjuntura, permitir uma trajetória de dívida/PIB decrescente no médio prazo e, como corolário, ampliar o espaço para que o Tesouro possa obter novo ciclo de melhoras no perfil da DPF, por meio da redução da parcela de títulos com remuneração flutuante e alongamento do prazo médio.

É nesse contexto que lançamos o PAF 2020. Aqui, reafirmamos nosso objetivo de reduzir os custos da DPF e, ao mesmo tempo, manter seus riscos em níveis prudentes. Fica ainda a expectativa de aproveitar as oportunidades para futuros avanços na gestão da dívida com as mudanças em curso na economia.

# 1 Introdução

O Plano Anual de Financiamento de 2020 (PAF 2020) é a 20ª edição do documento, cuja finalidade é apresentar a estratégia anual para a Dívida Pública Federal (DPF) em mercado, à luz do objetivo e das diretrizes da gestão da dívida. Em particular, serão destacados os resultados esperados em 2020 para os principais indicadores, por meio de intervalos de referência.

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

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

- Substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados por índice de preços;

- Suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;
- Aumento do prazo médio do estoque;
- Desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros;
- Incentivo à liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- Diversificação e ampliação da base de investidores.

Este documento está organizado em cinco seções, além desta introdução. A próxima seção traz os cenários macroeconômicos e a estimativa das necessidades de financiamento que balizam o PAF 2020. Na seção 3 discorre-se sobre a estratégia de financiamento delineada, destacando-se os principais títulos a serem emitidos ao longo do ano. Na seção 4 apresenta-se a expectativa de resultados para o final de 2020, bem como intervalos de referência para os indicadores da DPF no médio prazo. Como celebração da 20ª edição do PAF, a seção 5 traz um balanço dessa história. Já na seção 6 faz-se as considerações finais. Há ainda um suplemento anexo ao documento, contendo análise acerca das diferentes métricas de mensuração de juros da dívida, sob diferentes perspectivas.

## 2

# Cenários e Necessidade de Financiamento

## 2.1 Cenários macroeconômicos

Os cenários delineados para o PAF 2020 consideram um ambiente externo marcado pela acomodação da atividade global e manutenção do cenário de tensões comerciais, envolvendo sobretudo Estados Unidos e China. Esse contexto resulta na adoção de políticas expansionistas pelos principais bancos centrais no mundo.

O cenário base internacional, ao qual atribuímos maior probabilidade, contempla: (i) tensões moderadas EUA-China; (ii) encaminhamento do *Brexit* com acordo; (iii) acomodação da economia global e (iv) dinâmica fraca do comércio internacional e dos preços de *commodities*. Fatores adicionais tais como as eleições norte-americanas, tensões geopolíticas e a desaceleração da economia argentina também precisam ser monitoradas.

**No âmbito doméstico, persiste a combinação de um cenário inflacionário benigno, manutenção das taxas de juros em níveis historicamente baixos, recuperação gradual da atividade econômica, e continuidade da agenda de reformas estruturais, de maneira a subsidiar o ajuste fiscal em curso.**

Nesse sentido, o cenário base se aproxima das expectativas de mercado para 2020. A melhora do quadro fiscal, com déficits primários em trajetória de queda, permite avanços na agenda estrutural, gerando impactos positivos em termos

de condições financeiras, ambiente de negócios e atividade econômica. Permanecem também as condições favoráveis para o balanço de pagamentos, mesmo com a possibilidade de elevação do déficit em conta corrente, financiado pelo ingresso robusto de investimentos externos (IDP).

Os cenários alternativos, que auxiliam na definição dos limites de referência para os indicadores da DPF, consideram fatores de risco para o cenário base.

Um cenário mais conservador, em relação ao cenário base, assume ocorrência de um ou mais dos seguintes fatores: deterioração nas relações EUA-China, tensionamento do cenário político americano, ocorrência de *Brexit* sem acordo e desaceleração mais forte da economia global. Do ponto de vista doméstico, o cenário conservador contempla frustração na expectativa de crescimento econômico e uma evolução mais lenta na tramitação da agenda de reformas, o que poderia gerar pressões para soluções de curto prazo, com impacto fiscal negativo.

Um cenário mais benigno, em relação ao cenário base, por outro lado, considera a realização de um acordo satisfatório entre Estados Unidos e China. Do ponto de vista doméstico, haveria um ambiente político ainda mais propício para a agenda de reformas estruturais, com impacto positivo sobre a confiança dos agentes, o que levaria à retomada mais consistente do crescimento econômico.

Cenários com fortes choques ou situações extremas permanecem como risco de cauda e não foram contemplados para a definição dos limites resultantes deste PAF.

## 2.2. Necessidade de financiamento 2020

O conceito de necessidade de financiamento utilizado no PAF considera apenas receitas e despesas que ocorrerão durante o ano. Como a gestão da dívida dispõe de uma reserva de liquidez, o indicador não deve ser visto como o volume de emissão de títulos a ser realizado ao longo do ano. Assim, a necessidade bruta de financiamento é composta por vencimentos da DPF, despesas primárias<sup>1</sup> a serem pagas com receitas da emissão de títulos públicos e honras de garantias dos entes subnacionais. Para se obter a necessidade de financiamento líquida, subtrai-se deste montante os recursos orçamentários destinados ao pagamento da dívida e não oriundos da emissão de títulos públicos.

O PAF traz uma visão *ex ante* da necessidade de financiamento, que do lado das receitas considera apenas as fontes que ingressarão no próprio ano de 2020. Ou seja, esse indicador não inclui, por definição, receitas decorrentes do superávit financeiro, obtidas em exercícios anteriores, que compõem as

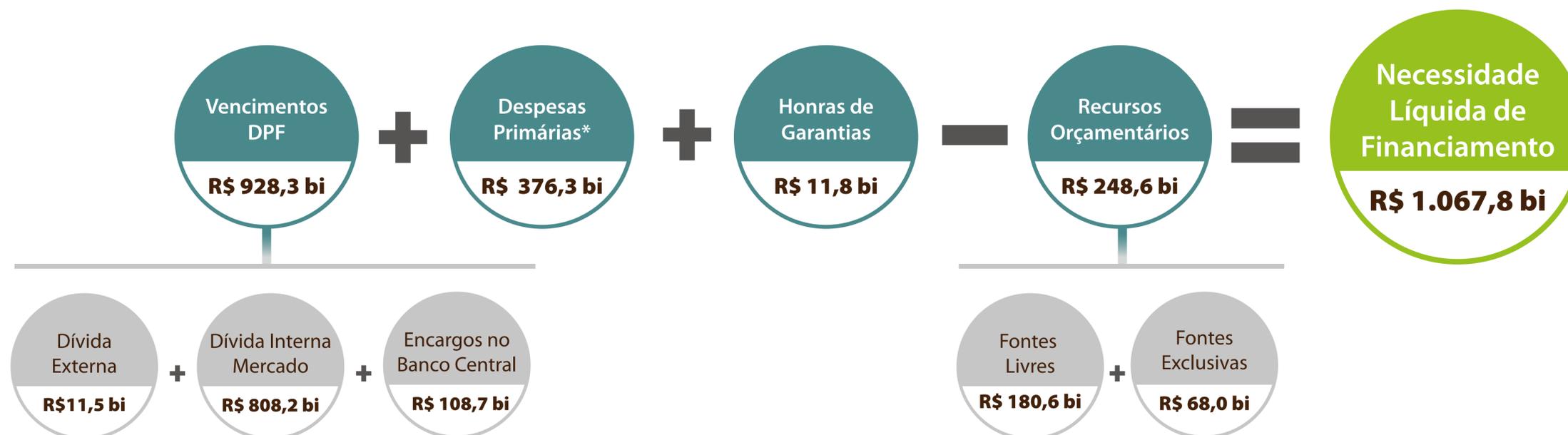
<sup>1</sup> O valor discriminado neste PAF como despesas primárias inclui, por simplificação, despesas financeiras do orçamento de unidades gestoras externas à dívida pública que serão pagas com recursos das emissões. Estas despesas, contudo, representam apenas R\$ 1,8 bilhão, do total de R\$ 376,3 bilhões.

disponibilidades de caixa para pagar dívida. Dessa forma, a necessidade líquida deve ser interpretada como o montante que o Tesouro Nacional deveria emitir de maneira a manter constante a reserva de liquidez (colchão) disponível para pagar dívida<sup>2</sup>. Essa reserva de liquidez representa importante elemento de mitigação de riscos.

A estimativa de necessidade bruta de financiamento do governo federal para o ano de 2020 é de R\$ 1.316,4 bilhões, enquanto a necessidade líquida é de R\$ 1.067,8 bilhões, conforme apresentado na Figura 1. O volume financeiro captado ao longo do ano poderá ser igual, maior ou menor do que a necessidade líquida de financiamento, a depender das condições de mercado.

<sup>2</sup> Uma razão para não incluir uma previsão do uso do superávit financeiro na visão *ex ante* é evitar que uma mesma receita ingresse na estimativa por mais de um ano, caso ela não seja utilizada no exercício previsto, o que distorceria a análise histórica da necessidade de financiamento. A visão *ex post*, que normalmente é apresentada nos Relatórios Anuais da Dívida, leva em conta o superávit financeiro efetivamente utilizado no exercício, de forma que o resultado líquido *ex post* indique o montante de despesas que foram pagas com recursos de emissões de títulos, independentemente da variação das disponibilidades de caixa.

Figura 1 – Necessidade de financiamento em 2020



\* Despesas predominantemente primárias. O valor inclui R\$ 1,8 bilhão em despesas financeiras de unidades gestoras externas à dívida pública que serão pagas com recursos das emissões.

Atualmente o Tesouro Nacional conta com um caixa dedicado a pagamentos da dívida equivalente a mais de um semestre de vencimentos da DPF em mercado, incluindo os superávits financeiros de 2019 (Quadro 1), como os decorrentes do resultado do Banco Central (R\$ 162,6 bilhões)<sup>3</sup> e dos pagamentos antecipados ao Tesouro pelo BNDES (R\$ 70,0 bilhões)<sup>4</sup> e Caixa Econômica Federal (R\$ 8,3 bilhões). Além da reserva de liquidez em reais, o Tesouro Nacional já dispõe de recursos em moeda estrangeira suficientes para fazer frente à totalidade dos vencimentos de principal e juros da dívida externa em 2020.

**Quadro 1 – Estimativas do superávit financeiro disponível para a DPF em 2020 (R\$ Bilhões)**

Fonte Orçamentária*		Valor
52	Resultado do Banco Central	162,6
59	Retorno de Refinanciamento de Dívidas de Médio e Longo Prazos**	81,1
71	Retorno de Operações de Crédito - BEA/BIB	0,1
73	Retorno de Operações de Crédito - Estados e Municípios	5,9
97	Dividendos da União	12,6
<b>Total</b>		<b>262,3</b>

\* Considera apenas as fontes exclusivas para a DPF, exceto receitas de emissões.

\*\* Inclui pagamentos antecipados ao Tesouro pelo BNDES em 2019 no valor de R\$70,0 bilhões.

Fonte: Tesouro Nacional

Os vencimentos esperados da DPF em mercado estimados para 2020 somam R\$ 819,7 bilhões, incluindo as dívidas interna e externa, sendo quase a

<sup>3</sup> Esse valor corresponde à soma de superávits financeiros referentes aos resultados do Banco Central de 2018 (R\$141,2 bilhões) e de 2019 (R\$21,4 bilhões).

<sup>4</sup> Em 2019 o BNDES efetuou pagamentos antecipados ao Tesouro no montante de R\$ 100 bilhões, dos quais R\$ 30 bilhões foram utilizados no próprio ano e R\$ 70 bilhões foram transferidos para uso em 2020.

totalidade referente à dívida interna, como vemos no Quadro 2. Além disso, há R\$ 108,7 bilhões em encargos da carteira de títulos em poder do Banco Central que, por força de lei, não podem ser refinanciados<sup>5</sup>.

**Quadro 2 – Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2020 (R\$ Bilhões e % do Total)**

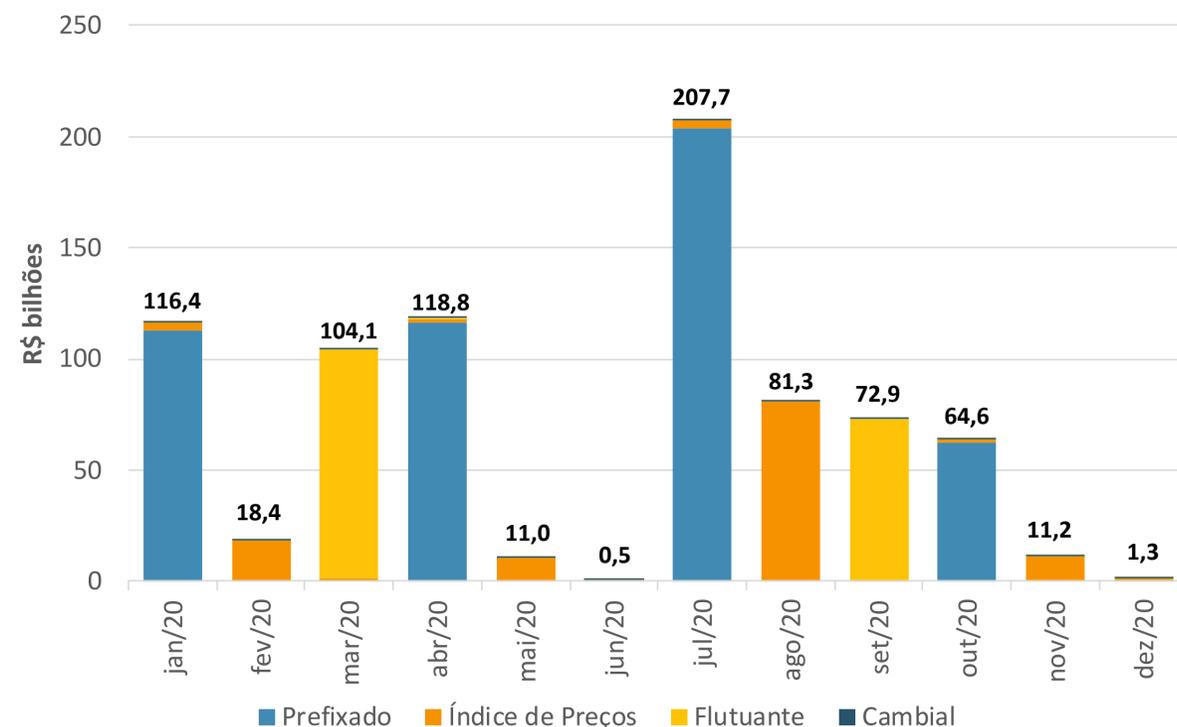
Rentabilidade	DPF		DPMFi	
	R\$ Bilhões	% do total	R\$ Bilhões	% do total
Prefixados	497,2	60,7%	496,1	61,4%
Câmbio	12,0	1,5%	1,6	0,2%
Flutuantes	176,4	21,5%	176,4	21,8%
Índice de Preços	134,1	16,4%	134,1	16,6%
<b>Total</b>	<b>819,7</b>	<b>100%</b>	<b>808,2</b>	<b>100%</b>

Fonte: Tesouro Nacional

**Os vencimentos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) para 2020 representam a maior parte da previsão para o ano (R\$808,2 bilhões). Diferentemente de anos anteriores, os maiores vencimentos se concentram em julho e não em janeiro. Quanto à composição, destaca-se o baixo volume vincendo de títulos remunerados por juros flutuantes, especialmente LFT, e a predominância da maturação de títulos prefixados (Figura 2).**

<sup>5</sup> A aplicação do § 2º do art. 39 da LRF estabelece que o Banco Central só poderá comprar títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para refinarar o principal dos títulos vincendo em sua carteira.

Figura 2 – Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2020 (R\$ Bilhões)



DPMFi	R\$ Bilhões	%
Principal	606,7	75%
Juros	201,4	25%
<b>Total</b>	<b>808,2</b>	<b>100%</b>

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

Além dos vencimentos da dívida, o orçamento de 2020 prevê o uso de recursos de emissões de títulos públicos para o pagamento de despesas primárias no valor de R\$ 376,3 bilhões. Desse montante, R\$ 343,6 bilhões são condicionados à aprovação de créditos suplementares por maioria absoluta pelo Congresso Nacional, em observação ao dispositivo conhecido como Regra de Ouro, conforme inciso III, do art. 167 da Constituição Federal. As despesas primárias correspondentes a esses créditos se encontram no Quadro 3, a seguir.

Quadro 3 – Despesas Primárias a Serem Pagas com Fontes de Emissão de Títulos Públicos (R\$ Bilhões)

Ações	Previstas	Condicionadas
Benefícios previdenciários	213,7	213,7
Pessoal e encargos sociais	84,4	84,4
Discricionárias do Poder Executivo	20,5	11,6
Sentenças Judiciais Transitadas em Julgado	20,3	20,3
Compensação ao FRGPS pelas Desonerações	10,3	5,0
Bolsa Família	9,0	0,5
Benefícios aos Servidores	3,3	3,3
Financiamento de Campanha Eleitoral	1,8	0,0
Subsídios, Subvenções Econômicas e Outros	13,1	4,8
<b>Total</b>	<b>376,3</b>	<b>343,6</b>

Fonte: SOF. Elaboração: Tesouro Nacional

A necessidade de financiamento bruta se completa com a previsão de honras de garantias. Parte desses valores refere-se aos fluxos de pagamentos em contratos de entes 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). Os pagamentos esperados do Rio de Janeiro, único estado que aderiu oficialmente ao RRF, somam R\$ 7,6 bilhões, em 2020.

Adicionalmente, a previsão orçamentária para honras de garantias inclui margem de R\$ 4,2 bilhões para cobrir os vencimentos de contratos garantidos dos estados do Amapá, Goiás, Minas Gerais e Rio Grande do Norte<sup>6</sup>. A União vem honrando regularmente os compromissos garantidos desses entes. Cabe ressaltar, contudo, que a União está impedida de executar as contragarantias desses entes porque eles estão amparados por liminares judiciais.

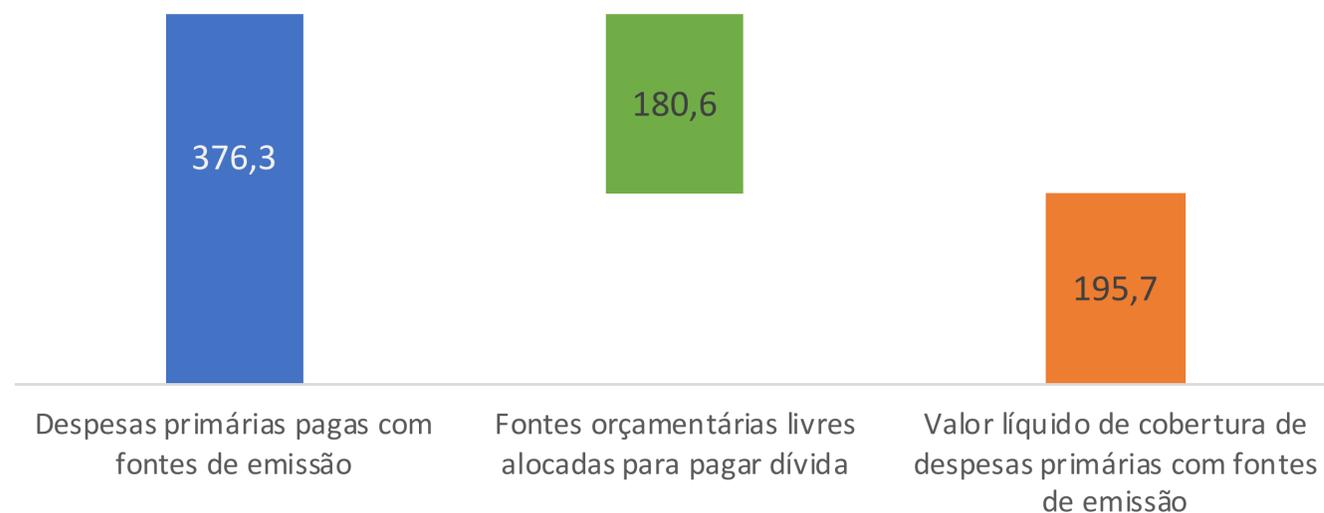
O orçamento de 2020 prevê a alocação de R\$ 248,6 bilhões em outras receitas (fontes) orçamentárias para honrar os vencimentos da dívida. Esse valor não

<sup>6</sup> Esse número compreende estimativas gerenciais para a honra de garantias em 2020. O orçamento de 2020 prevê margem adicional para cobrir necessidades de honras em caso de novas adesões ao RRF e liminares judiciais.

incorpora as emissões de títulos que devem ocorrer ao longo do ano nem as disponibilidades em caixa de exercícios anteriores (superávits financeiros). Essa previsão orçamentária inclui dois tipos de recursos que ingressarão no exercício de 2020: (i) **fontes exclusivas** que consistem em receitas vinculadas ao pagamento da DPF, a exemplo dos retornos de créditos da União junto ao BNDES e a entes subnacionais; e (ii) **fontes livres**, isto é, recursos sem vinculação específica.

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”). A diferença entre as receitas de emissão de títulos destinadas aos gastos predominantemente primários e as fontes livres esperadas para a DPF representam o valor líquido de recursos da dívida a serem usados para pagar despesas primárias, estimado em R\$ 195,7 bilhões para 2020, como se vê na Figura 3.

**Figura 3 – Previsão de utilização de recursos de emissão para despesas primárias (R\$ Bilhões)**



**Fonte:** Tesouro Nacional.

A necessidade de financiamento apontada não contempla, porém, obrigações potenciais referentes a passivos contingentes administrados pelo Tesouro Nacional em processo de reconhecimento, uma vez que o momento de conclusão da regularização é imprevisível. A LDO 2020, em seu Anexo V, aponta para uma expectativa de R\$ 19,1 bilhões, dos quais 72,1% são obrigações potenciais no âmbito do FCVS.



## 3

# Estratégia de Financiamento

Ponte Hercílio Luz, Florianópolis, Santa Catarina, Brasil

Esta seção busca descrever a atuação do Tesouro Nacional por meio das colocações de títulos públicos em mercado ao longo de 2020. Desde 2015 o Tesouro Nacional tem buscado executar anualmente emissões líquidas na DPMFi, com o objetivo de reforçar o caixa em um ambiente de incertezas e compensar o incremento na liquidez do sistema decorrente dos sucessivos déficits primários. Como resultado direto do maior endividamento ocorrido desde 2014, quando se iniciou o período de déficits primários, o volume anual de vencimentos da DPMFi aumenta de maneira estrutural a partir de 2020. A estratégia de financiamento em 2020 permanece na linha adotada nos últimos anos e, portanto, segue adaptada a esse contexto de maiores necessidades de financiamento, observando, ainda, as condições de mercado para avançar nas diretrizes preconizadas pela gestão da dívida.

A posição de caixa em recursos exclusivos para pagamento da dívida, com um colchão equivalente a mais de seis meses de vencimentos da DPMFi, é fator que mitiga eventuais riscos e oferece flexibilidade ao Tesouro Nacional para conduzir sua estratégia.

### 3.1. Dívida interna

A estratégia contempla a emissão de títulos prefixados (LTN e NTN-F), remunerados por índice de preços (NTN-B) e com remuneração pós-fixada indexada à taxa de juros Selic (LFT). As LTN e NTN-F são importantes para o processo de desindexação da dívida às taxas de juros de um dia. Além disso, as LTN possuem papel de destaque no mercado secundário de títulos públicos por conta de sua maior liquidez. Já a

emissão de NTN-B cumpre a função de contribuir para o alongamento da DPF. Por sua vez, as LFT são títulos com juros flutuantes e que, *ex ante*, têm expectativa de menor custo, além de constituir um importante título para refinanciamento da DPF, manutenção da reserva de liquidez e redução do risco da concentração de vencimentos no curto prazo.

A estrutura de emissão de títulos prefixados conta com prazos de referência de 6, 12, 24 e 48 meses para as LTN, representando os vértices de curto e médio prazo. As LTN de 6, 12 e 24 meses terão vencimentos nos meses de abril e outubro, enquanto a LTN de 48 meses terá vencimento em janeiro e julho. As emissões de NTN-F terão referências nos vértices de 7 e 10 anos, com vencimentos em janeiro/2027 e janeiro/2031, respectivamente. Os leilões de LTN e NTN-F terão frequência semanal.

**O Tesouro Nacional pretende, a depender das condições de mercado, aproveitar o ambiente com taxas de juros estruturalmente mais baixas para criar um *benchmark* prefixado com prazo superior a 10 anos.**

A formação de referências de maior prazo contribui para o alongamento da estrutura a termo de taxas de juros, com externalidades positivas para o mercado de capitais. Semelhante ao que acontece em outras economias, no curto prazo, não se espera que esse instrumento tenha contribuição relevante nos volumes de financiamento da dívida pública, embora gradualmente contribua para a melhora nos indicadores da dívida.

As emissões de NTN-B, por sua vez, terão datas de vencimento em maio/2025, agosto/2030, agosto/2040 e maio/2055. Os leilões de NTN-B terão frequência quinzenal.

Para os títulos remunerados por taxas de juros flutuantes, o planejamento inclui rolagem dos vértices de LFT ao longo do ano, de forma a passar por quatro vencimentos (março/2026, setembro/2026, março/2027 e setembro/2027). Tal estratégia contribui para o alongamento da dívida pública e para a criação de

uma estrutura de maturação mais saudável. Os leilões de LFT terão frequência quinzenal.

Por fim, o Tesouro Nacional realizará leilões de troca de NTN-B, de forma a contribuir para o alongamento da dívida pública e para o bom funcionamento do mercado secundário. Operações semelhantes envolvendo troca de outros títulos também poderão ser realizadas.

O Quadro 4 apresenta os títulos a serem ofertados ao longo de 2020 para cada prazo de referência. As portarias dos leilões definirão o critério de seleção das propostas, que poderá ser: i) preço uniforme, no qual serão aceitas todas as propostas com preço igual ou superior ao preço mínimo aceito, o qual será aplicado a todas as propostas vencedoras; ou ii) preço múltiplo, no qual as propostas aceitas pagam o próprio preço apresentado no lance.

**Quadro 4 – Títulos de referência ofertados em 2020**

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/2020 e Abr/2021
				12 meses - Abr/2021 e Out/2021
				24 meses - Abr/2022 e Out/2022
				48 meses - Jan/2024 e Jul/2024
NTN-F	Prefixado	10% ao ano, pagos semestralmente	Longo Prazo	7 anos - Jan/2027
				10 anos - Jan/2031
LFT	Taxa Selic	Não há (os juros são pagos no vencimento de acordo com a variação do indexador)		6 anos - Mar/26, Set/26, Mar/27 e Set/27
NTN-B	IPCA	6% ao ano, pagos semestralmente	Médio Prazo	5 anos - Mai/2025
				10 anos - Ago/2030
			Longo Prazo	20 anos - Ago/2040
				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

Cronograma de  
Leilões dos títulos

O Tesouro Nacional publica o [Cronograma Anual de Leilões](#) em seu portal da internet, privilegiando a transparência e a previsibilidade de suas atuações.

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 no calendário anual, com o objetivo de garantir a funcionalidade do mercado secundário de títulos públicos, ou para a criação do título prefixado de prazo superior a 10 anos.

### 3.2. Dívida Externa

A estratégia da Dívida Pública Federal externa (DPFe) pode ser resumida por meio das seguintes diretrizes:

- Criação e aperfeiçoamento de pontos de referência (*benchmarks*) na estrutura a termo de taxa de juros;
- Manutenção do programa de resgate antecipado de títulos (*buyback*);
- Possibilidade de realização de operações de gerenciamento do passivo externo, com o objetivo de aumentar a eficiência da curva de juros externa;
- Ampliação e diversificação da base de investidores.

Em 2020, será preservada a política de atuação qualitativa no mercado externo, com o objetivo de consolidar curvas de juros soberanas líquidas e eficientes, que possam servir de referência para o setor corporativo. Para o aprimoramento da curva externa, o Tesouro Nacional buscará emitir pontos de referência (*benchmarks*) em dólares (USD) e em euros (EUR), utilizar ferramentas como o programa de resgate antecipado de títulos (*buyback*), assim como outras operações de gerenciamento do passivo externo, com vistas a retirar do mercado títulos menos eficientes. Dessa forma, o Tesouro Nacional 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.

O risco de refinanciamento da DPFe no curto prazo foi mitigado, tendo em vista que a totalidade dos vencimentos de juros e principal em 2020 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 compra antecipada de moeda estrangeira.

A DPFe representa instrumento fundamental para o alongamento da dívida pública. Ao final de 2019, o prazo médio do estoque da DPFe registrou 7,5 anos, contribuindo positivamente para o alongamento do prazo da DPF, que tem média de 4,0 anos.

Por fim, o Tesouro Nacional segue atento às principais mudanças e tendências no mercado de renda fixa internacional, podendo adaptar suas atuações de modo a estar sempre alinhado às melhores práticas de gestão de dívida. Em especial, o Tesouro Nacional buscará atender às melhores práticas de transparência a respeito dos aspectos ambientais, sociais e de governança (ESG na sigla em inglês), cada vez mais demandados pela sociedade e, em particular, por analistas de mercado.

## 4

# Resultados Esperados

## 4.1. A DPF no curto prazo (2020)

No Quadro 5 são resumidos os resultados esperados para a DPF em 2020, considerando as estratégias descritas anteriormente, a necessidade de financiamento e os cenários econômicos projetados. A expectativa para cada indicador da DPF é apresentada na forma de intervalos de referência entre um limite mínimo e um máximo. Isso confere um bom grau de previsibilidade e, ao mesmo tempo, propicia a flexibilidade necessária à gestão da dívida pública para ajustar sua atuação diante das condições vigentes no mercado de títulos públicos.

Quadro 5 – Limites de referência para a DPF em 2020

Indicadores	2019	Limites para 2020	
		Mínimo	Máximo
<b>Estoque (R\$ bilhões)</b>			
DPF	4.248,9	4.500,0	4.750,0
<b>Composição (%)</b>			
Prefixados	31,0	27,0	31,0
Índices de Preços	26,0	23,0	27,0
Taxa Flutuante	38,9	40,0	44,0
Câmbio	4,1	3,0	7,0
<b>Estrutura de vencimentos</b>			
% Vencendo em 12 meses	18,7	20,0	23,0
Prazo Médio (anos)	4,0	3,9	4,1

Fonte: Tesouro Nacional

O intervalo projetado para o estoque da DPF ao encerramento de 2020 reflete tanto a apropriação dos juros, quanto o resultado do balanço entre emissões e resgates planejado para o ano. Os limites de referência admitem espaço para uma estratégia que contemple emissões em montante próximo ou superior a 100% dos vencimentos de principal e juros do período na dívida interna. Como consequência, evita-se que esses fluxos adicionem liquidez ao sistema financeiro, especialmente considerando mais um ano com déficit primário nas contas públicas. Além disso, mantém-se uma posição de caixa confortável para a dívida (reserva de liquidez), como fator para mitigar riscos.

A combinação entre a estratégia descrita no parágrafo anterior e o fato de haver baixo volume de LFT vencendo em 2020, conforme apresentado na Figura 2, terá como resultado a ampliação da parcela flutuante no estoque da DPF. Essa é uma tendência iniciada em 2015 e que terá continuidade em 2020.

A maior participação de títulos com juros flutuantes significa maior exposição da dívida pública a variações na taxa Selic. Por outro lado, as LFT são emitidas com prazo em torno de 6 anos e, assim, mitigam a concentração de vencimentos no curto prazo, apresentando-se como alternativa aos títulos prefixados de curta duração.

**A composição da dívida se beneficia, ainda, da baixa proporção de instrumentos expostos à variação cambial, que tende a ser um indexador mais volátil do que os demais. Esse resultado é um dos efeitos de uma DPF que é essencialmente doméstica (a dívida externa representava apenas 3,9% da DPF em dezembro de 2019), ainda que com a participação moderada de investidores não residentes como detentores da DPMFi.**

Outra dimensão monitorada no PAF é a estrutura de vencimentos da DPF, por meio dos indicadores de percentual vincendo em 12 meses e de prazo médio do estoque. O primeiro consiste em um termômetro de concentração de vencimentos no curto prazo, enquanto o segundo reflete a média de tempo restante para os pagamentos de dívida, sendo 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.

Em 2020 haverá aumento pontual do percentual vincendo em 12 meses da DPF, como resultado do elevado volume de emissões de LFT de 6 anos ocorridas em 2015. O vencimento desses títulos se dará a partir de 2021, influenciando o indicador de concentração em 12 meses ao final de 2020. Entretanto, 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 e tende a se manter assim ao encerramento do exercício.

Por sua vez, o prazo médio do estoque da DPF tende a se estabilizar em 2020, com o ponto médio dos limites de referência apontando para 4,0 anos, o mesmo valor observado ao final de 2019. O comportamento 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<sup>7</sup>. 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*), que é monitorado nos limites deste PAF. As informações de vida média da DPF podem ser encontradas em: <http://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>

#### 4.2. Composição desejada para a DPF no longo prazo

A definição da composição ideal para a DPF no longo prazo, conhecida como portfólio *benchmark*, é uma das principais ferramentas para o planejamento da dívida. É obtida por meio de modelo quantitativo que busca responder qual seria a composição da dívida que otimiza a relação entre custo e risco no longo prazo, dadas as restrições de demanda previstas para cada tipo de título. A finalidade é prover diretrizes quantitativas que balizem o planejamento estratégico da dívida em alinhamento aos objetivos e diretrizes qualitativas da dívida pública.

Por ser uma referência de longo prazo, podem ocorrer desvios em relação ao *benchmark* no curto prazo, uma vez que o Tesouro Nacional ajusta as estratégias às condições macroeconômicas e financeiras vigentes de forma a evitar pressões que resultem em custo ou risco excessivos. O Quadro 6 apresenta os intervalos indicativos do portfólio *benchmark* da DPF, inalterados em relação ao ano anterior.

<sup>7</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 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 metas neste PAF.

Quadro 6 – **Composição desejada para a DPF no longo prazo**

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

Fonte: Tesouro Nacional

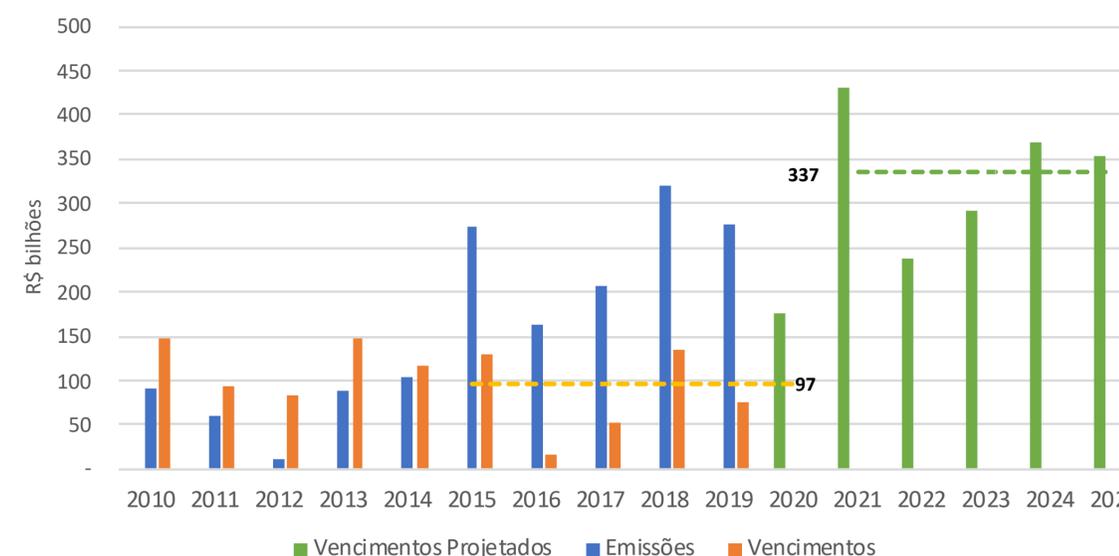
### 4.3. Indicativos para a DPF no médio prazo

A expectativa de evolução dos indicadores de composição da DPF em 2020 reflete o ajuste fiscal gradual em curso. A maior parte dos efeitos da deterioração fiscal tende a aparecer rapidamente nos indicadores de dívida, mas demora a se dissipar. Isso porque, em momentos de crise fiscal, é comum aumentar a emissão de títulos remunerados por juros flutuantes, como decorrência da maior aversão a risco por parte dos investidores. Nesse sentido, a persistência de déficits fiscais primários desde 2014 e o consequente crescimento do endividamento público têm restringido as possibilidades para se promover a convergência dos indicadores da DPF para aqueles almejados, em particular no que se refere à redução da participação de títulos flutuantes.

O exercício de médio prazo consiste em projetar estratégias de emissões de títulos para os 10 anos seguintes, supondo diferentes cenários. Como resultado, obtém-se projeções da trajetória dos principais indicadores da DPF. Este exercício é essencial para verificar a aderência das estratégias de curto prazo aos objetivos de longo prazo.

A Figura 4 mostra o balanço dos fluxos de LFT nos últimos 10 anos, assim como os vencimentos contratados para os próximos anos. O período entre 2010 e 2014 caracterizou-se por resgates líquidos da DPF e baixas emissões de LFT, em comparação com o volume de maturação, resultando em: (1) queda da participação de títulos com juros flutuantes na DPF; e (2) baixos vencimentos de LFT no período entre 2015 e 2020 (média de R\$ 97 bilhões). A partir de 2015, houve uma inversão desse padrão devido à necessidade de incremento nas colocações desses títulos, em um contexto de déficits primários. Como o prazo de emissão das LFT é de seis anos, o vencimento das colocações feitas de 2015 em diante acontecem a partir de 2021 (média de R\$ 337 bilhões até 2025), quando se abrirá interessante janela de oportunidade para sua substituição por instrumentos com taxas prefixadas ou remunerados por índices de preços.

Figura 4 – **Fluxos de emissões e vencimentos de LFT (em mercado) (R\$ Bilhões)**

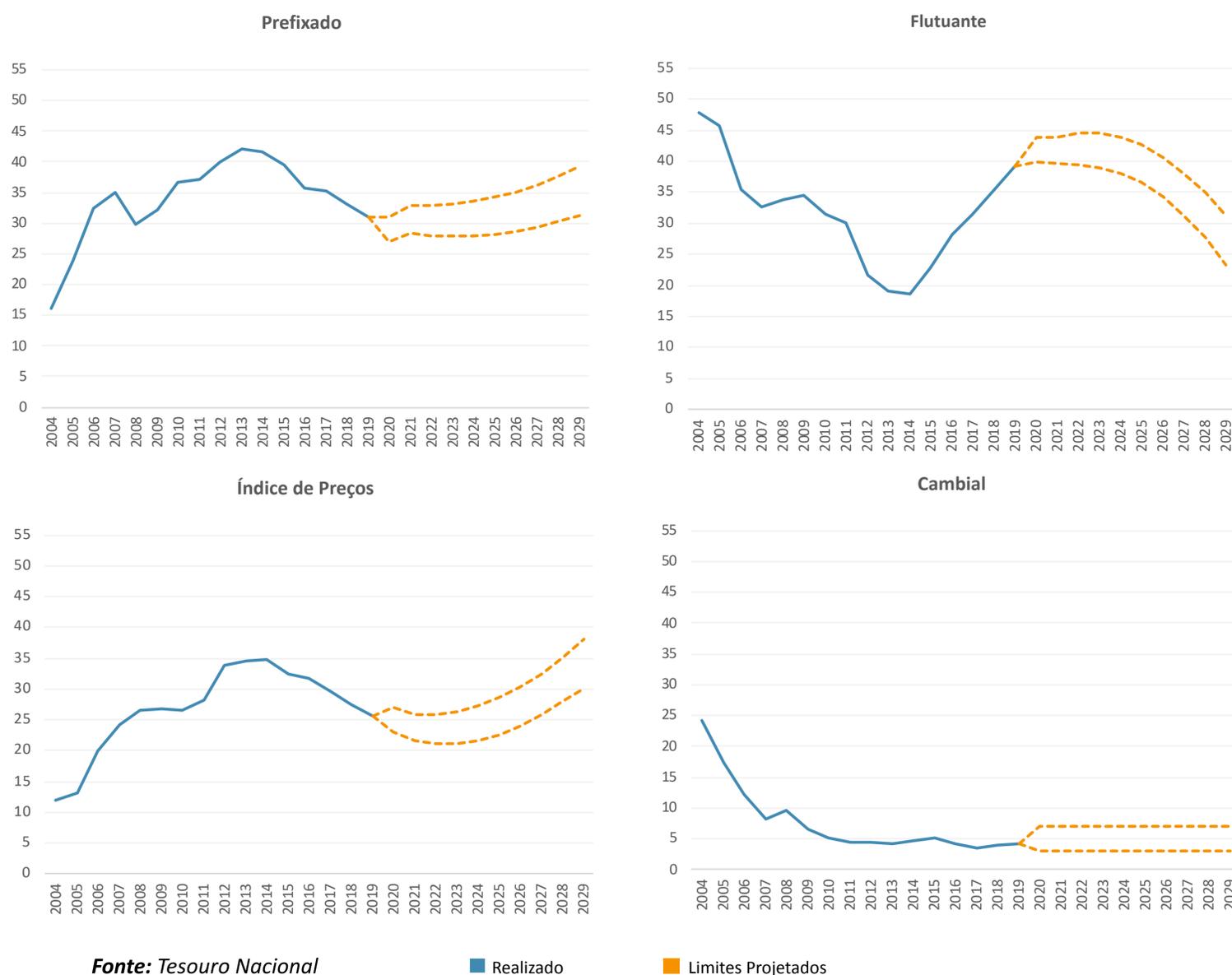


Fonte: Tesouro Nacional

**A tendência de aumento da participação de títulos com taxas flutuantes pode ser revertida a partir de 2021, quando os vencimentos de LFT aumentam consideravelmente.**

Entretanto, para que a composição da DPF retome a trajetória em direção ao *benchmark* apresentado no Quadro 6, é fundamental a continuação do processo de consolidação fiscal, de maneira a possibilitar a realização de superávits primários estruturais. Os resultados das projeções da composição da DPF para o médio prazo encontram-se na Figura 5.

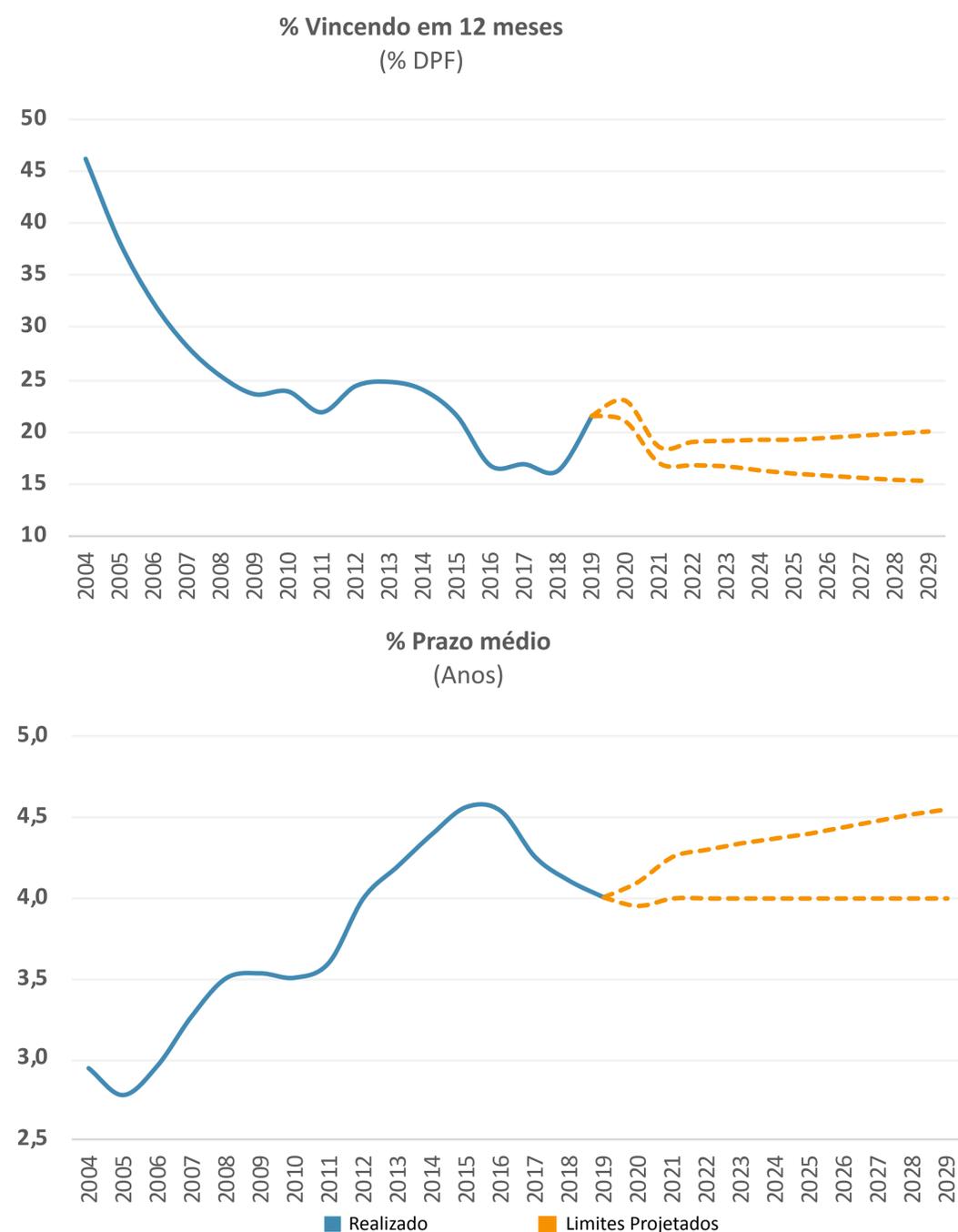
Figura 5 – **Composição da DPF no médio prazo** (% da DPF)



Para os primeiros anos das projeções de médio prazo assume-se taxas de refinanciamento levemente superiores a 100% dos vencimentos da DPMFi em mercado, evitando-se promover incrementos no excesso de liquidez financeira na economia decorrentes dos sucessivos déficits primários. Ao longo do tempo, a possibilidade de superávits fiscais primários contribuirá para reduzir a liquidez, abrindo espaço para que o Tesouro Nacional conduza sua estratégia de financiamento com menores volumes de emissões de títulos. Tal movimento permitiria uma melhora na composição da DBGG, inclusive com menor proporção de operações comprometidas e maior participação de DPF.

Passando-se à análise da estrutura de vencimentos, na Figura 6, as estimativas mostram um aumento pontual da parcela da dívida vincenda em 12 meses no ano de 2020, que é explicado pela aproximação dos vencimentos de LFT em 2021, decorrente das emissões desse título em 2015. Apesar desta exceção, a estratégia desse indicador não é prejudicada por tal descolamento em relação ao *benchmark*, sobretudo, quando se considera a reserva de liquidez.

**Figura 6 – Indicadores da estrutura de vencimentos da DPF no médio prazo (% da DPF, Anos)**



Fonte: Tesouro Nacional

Ainda a respeito da reserva de liquidez, as projeções de médio prazo da DPF consideram a premissa de manutenção do caixa em níveis prudentes de ris-

co, ou seja, em patamar que assegure flexibilidade ao gestor de dívida para atuar em eventuais momentos de estresse.

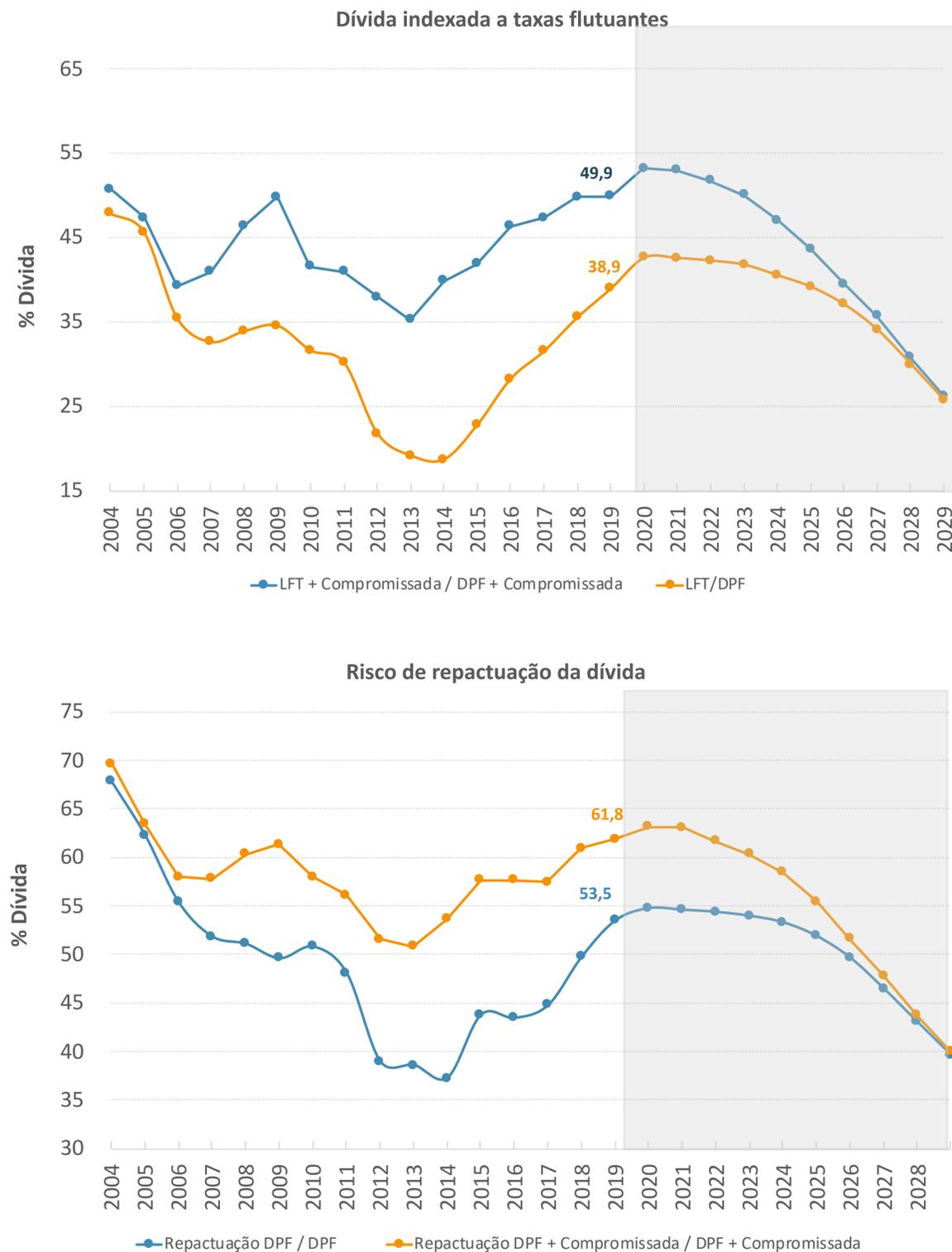
Por fim, a Figura 6 traz a expectativa para o indicador de prazo médio. Um alongamento da dívida requer maior emissão de títulos remunerados por índice de preços ou prefixados de prazos mais longos. Diante dos potenciais limites de demanda para instrumentos de maior duração nos primeiros anos do horizonte de planejamento, o prazo médio da DPF mantém-se estável em torno de 4 anos ao longo de todo o período, podendo subir nos cenários mais favoráveis. Contudo, ainda não se vislumbra sua convergência para o valor desejado no portfólio *benchmark* nos cenários de maior probabilidade.

#### 4.4. Análise ampliada da composição da dívida

A participação de LFT no estoque é um indicador da exposição da dívida ao risco de taxa de juros. A razão para isso é que oscilações no indexador desse tipo de título provocam mudanças no custo médio proporcionais à participação desses títulos no estoque da DPF. Entretanto, sob uma ótica mais abrangente de dívida, essa análise deve ser ampliada para considerar outros instrumentos também sensíveis a modificações na taxa de juros básica da economia. É o caso das operações compromissadas do Banco Central, que compõem a DBGG e são remuneradas, aproximadamente, pela taxa de juros Selic.

A proporção de LFT na DPF tende a cair a partir de 2021. O mesmo comportamento deve ser observado também para o agregado de dívida ampliado pelas compromissadas, como ilustra a Figura 7. 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.

**Figura 7 – Proporção de dívida com juros flutuantes e risco de repactuação (% da dívida)**



Fonte: Tesouro Nacional

Em uma perspectiva ainda mais conservadora, o risco de repactuação incorpora à métrica de composição 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, por exemplo, com substituição de LFT por prefixados de curto prazo.

As diretrizes consistentes com a convergência para o portfólio *benchmark* prescrevem a preferência por instrumentos de financiamento com taxas prefixadas ou remunerados por índices de preço, sendo ambos de longa duração. Isso significa buscar uma redução do risco de repactuação no longo prazo. Entretanto, uma estratégia concentrada apenas nesses títulos tende a alcançar limites nas condições de demanda, com o cuidado de se evitar que a oferta crie pressões que distorçam os preços dos títulos públicos.

O risco de repactuação (Figura 7) apresentou tendência de crescimento desde 2013, tanto na DPF quanto na visão ampliada pelas compromissadas, acompanhando o próprio crescimento do endividamento. Para o futuro, a expectativa é que essa métrica volte a cair também a partir de 2021, em um processo conjugado de redução das compromissadas e das LFT. Um pressuposto chave desse cenário é a geração de superávits primários.

5

20 anos de

# Plano Anual de Financiamento

O PAF surgiu em 2000, em meio a um conjunto de transformações empreendidas na esteira da adoção do tripé macroeconômico câmbio flutuante, metas de inflação e responsabilidade fiscal. Nesse contexto, a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal simbolizou a institucionalização de uma série de compromissos com a sustentabilidade da gestão fiscal. Em linha com tais aprimoramentos, a Subsecretaria da Dívida Pública, de forma espontânea, teve a iniciativa de lançar o primeiro PAF com o objetivo de conferir maior transparência, previsibilidade e eficiência ao processo de planejamento estratégico da dívida pública.

Desde então, anualmente o PAF tem sido o principal instrumento de divulgação da estratégia de financiamento da DPF e consolidou-se como mecanismo de orientação da gestão da dívida e balizador das expectativas dos agentes de mercado. Isso é feito, principalmente, por meio da definição de metas na forma de limites indicativos para os resultados esperados com a execução da estratégia. Inicialmente (em 2001 e 2002), o PAF contemplava apenas indicadores da DPMFi. De 2003 a 2007 havia limites separados para a DPMFi e a DPF. A partir de 2008, com o amadurecimento do processo de consolidação das dívidas doméstica e externa, os limites passaram a ser definidos apenas com relação à DPF.

Esse formato de limites trouxe informação relevante aos agentes, permitindo aos investidores quantificar, dentro das referências do PAF, a atuação do Tesouro Nacional no mercado de títulos públicos, além do impacto dessa estratégia no perfil da dívida. Ao mesmo tempo, o Tesouro preservou margem para ajustar sua atuação às condições de mercado, evitando-se criar pressões em momentos de maior volatilidade e aproveitando momentos mais favoráveis para avançar em suas diretrizes.

No PAF são avaliados indicadores com relação a estoque, composição e estrutura de vencimentos da DPF. Cada uma das estatísticas para as quais são definidos intervalos indicativos tem a função de mensurar uma característica da DPF, de forma que o acompanhamento conjunto dos resultados permita realizar uma avaliação global das condições da dívida.

Para a construção dos intervalos indicativos do PAF, o Tesouro considera diferentes cenários que comportam flutuações de mercado, mas que não englobam situações de volatilidades intensas. Para lidar com contextos excepcionais não contemplados nos cenários previstos inicialmente, há a possibilidade de revisar os limites dos intervalos indicativos do PAF ao longo do ano. A decisão pela revisão leva em conta, além do ambiente macroeconômico e financeiro

do país, a necessidade clara de se estabelecer novas referências de limites para os agentes, eventuais pressões que a manutenção do PAF original pode exercer sobre o mercado de títulos públicos, e a credibilidade do próprio PAF junto à sociedade, entre outros aspectos.

Ao longo dos vinte anos de história do PAF, 177 limites indicativos foram definidos, como mostra o Quadro 7. Esse número cai para 127 quando consideramos apenas a DPF, a partir de 2003. Globalmente, 68% dos resultados atenderam aos limites indicativos divulgados ao início do ano, percentual que sobe para 74% no recorte concentrado na DPF.

**Quadro 7 – Histórico do atendimento aos limites do PAF**

Indicador	Todos os limites dos PAFs			Todos os limites para DPF		
	Quantidade de limites	Indicadores dentro do limite		Quantidade de limites	Indicadores dentro do limite	
		Originais	Revisados		Originais	Revisados
Estoque	23	14	16	17	12	14
Composição	106	76	81	76	57	62
Estrutura de Vencimentos	48	31	31	34	25	25
<b>Total</b>	<b>177</b>	<b>121</b>	<b>128</b>	<b>127</b>	<b>94</b>	<b>101</b>

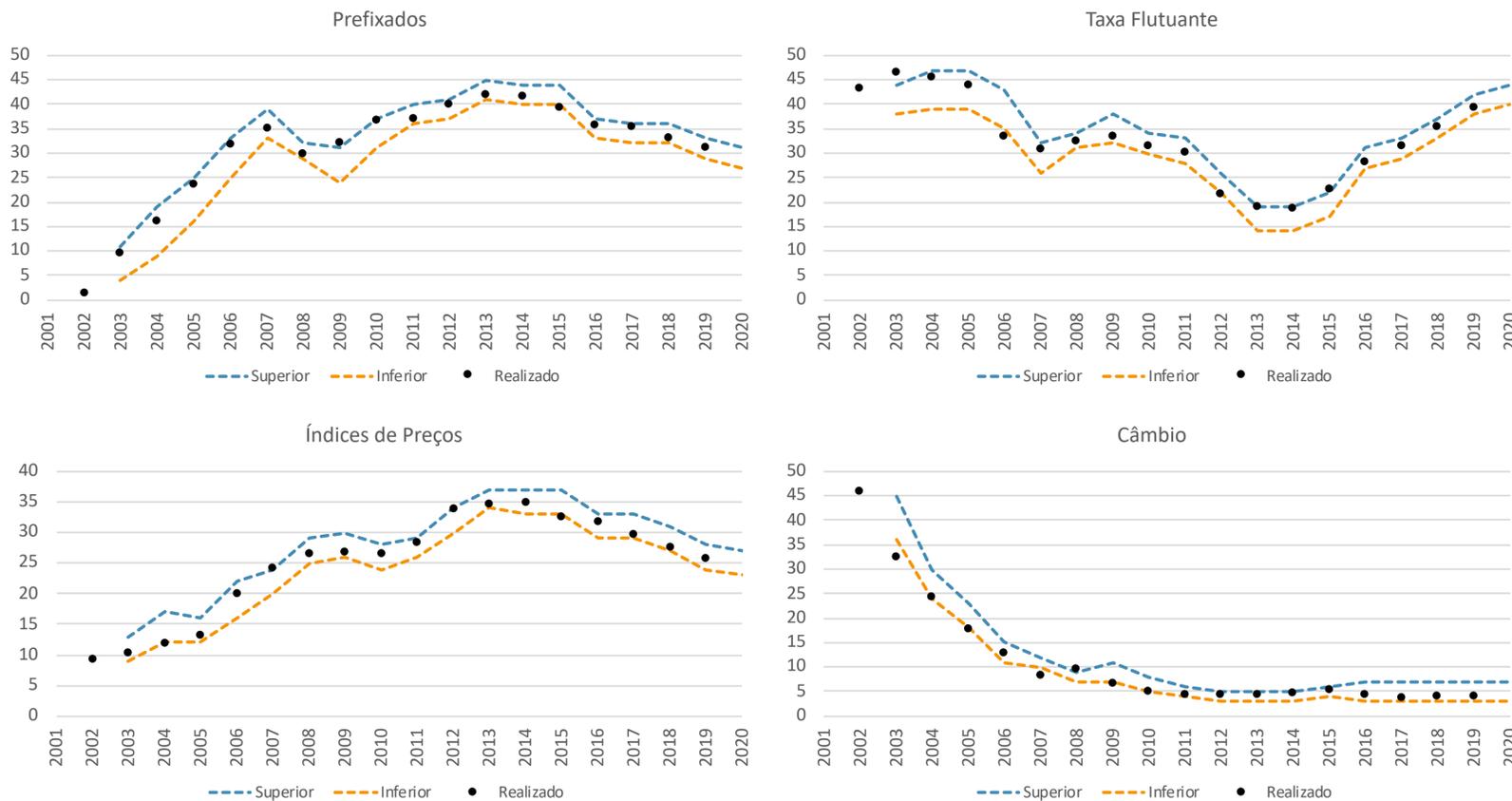
**Fonte:** Tesouro Nacional

Apenas nos anos 2008, 2015, 2016 e 2018 o PAF passou por revisão de seus limites originais. Considerando as revisões, a proporção de indicadores enquadrados dentro dos limites do PAF sobe para 72% no resultado global, número que vai a 76% se tratarmos o ano de 2002 como um *outlier* negativo. Nesse segundo ano de PAF, choques adversos externos e domésticos inviabilizaram a implementação da estratégia planejada, dificultando, inclusive, a redefinição de limites naquele ano. No universo só da DPF, a proporção de indicadores dentro dos limites alcança 80%, tendo em conta as revisões do PAF.

Na Figura 8 são apresentados os históricos dos intervalos indicativos definidos para composição da DPF em comparação aos resultados obtidos ao final de cada ano. O comportamento dos resultados ilustra o compromisso com o cumprimento dos limites estabelecidos, além da importância do PAF de, respeitadas as condições de mercado, orientar a estratégia na direção dos objetivos de longo prazo da dívida pública. Destacam-se a significativa redução do percentual de dívida indexada a câmbio (de 45,8% em 2002 para 4,1% em 2019) e um aumento relevante da

participação de títulos prefixados e indexados a índices de preços (de 1,5% e 9,2% em 2002 para 31% e 26% em 2019, respectivamente).

Figura 8 – Histórico da composição da DPF nos Planos Anuais de Financiamento



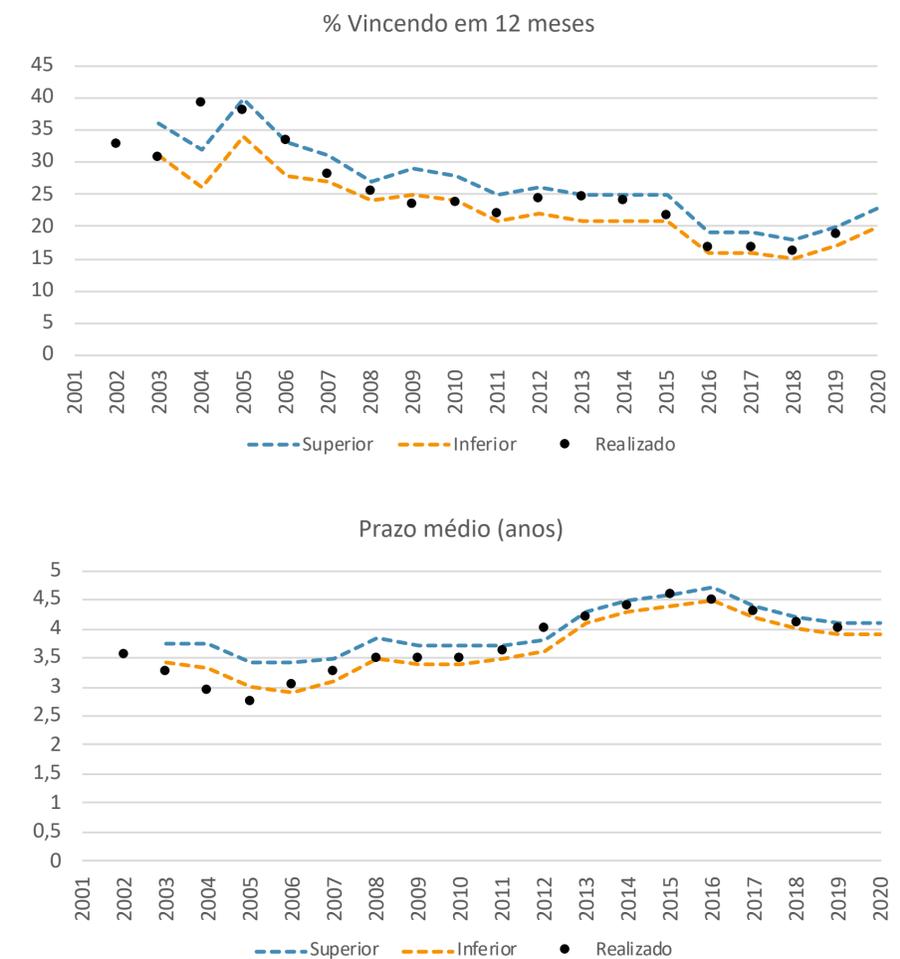
Para os anos de 2008, 2015, 2016 e 2018 referem-se aos limites anunciados nas revisões. Os dados de 2001 e 2002 não foram incluídos porque não eram estabelecidos limites para a DPF como um todo, mas apenas para a DPMFi.

Fonte: Tesouro Nacional

Quanto à estrutura de vencimentos, também houve uma evolução positiva, como mostrado na Figura 9. Enquanto no PAF 2003 esperava-se que o percentual vincendo em 12 meses ficasse entre 36% e 31%, o intervalo esperado para esse indicador em 2020 é de 20% a 23%, mesmo com uma presença maior de títulos prefixados, que tendem a apresentar menores prazos. Isso representa uma significativa diminuição da concentração de vencimentos no curto prazo, o que indica menor risco de refinanciamento. O prazo médio do estoque era 3,6 anos em 2002, caiu para 2,7 anos em 2005, à medida que ocorria substituição de dívida com exposição cambial por títulos prefixados, e voltou a subir posteriormente para alcançar 4,0 anos em 2019.

O histórico de consistência na publicação do PAF e a aderência aos limites estabelecidos, ao conferir credibilidade à publicação e seus compromissos, amplia a previsibilidade sobre a atuação do Tesouro Nacional, contribuindo com o desenvolvimento do mercado e, em última instância, com a solidez dos fundamentos macroeconômicos do país.

Figura 9 – Histórico da estrutura de vencimentos da DPF nos Planos Anuais de Financiamento



Fonte: Tesouro Nacional

## 6

# Considerações Finais

O PAF 2020 insere-se em um cenário doméstico de retomada gradual da atividade e taxas de juros em patamares historicamente baixos. Por um lado, o atual momento do ciclo de política monetária atenua a trajetória de crescimento da dívida por meio da conta de juros. Por outro lado, esse contexto indica um novo ambiente de demanda por títulos públicos, cujos benefícios para a estratégia de financiamento dependem da percepção sobre a continuidade do processo de consolidação fiscal compatível com estabilização da dívida em patamares sustentáveis.

Os avanços da agenda de reformas promovidos ao longo de 2019, em especial, a aprovação da reforma da previdência, têm contribuído para a continuidade da trajetória de gradual consolidação fiscal. Entretanto, tal gradualidade significa a persistência de déficits fiscais no curto prazo que, ainda que cada vez menores, devem ser parcialmente financiados com recursos da dívida. Como decorrência do desafio fiscal, espera-se, portanto, que em 2020 ainda persista o aumento da participação de títulos flutuantes em relação a títulos prefixados e aos remunerados por índices de preços.

Assim, a perspectiva de curto prazo ainda aponta para um distanciamento temporário da composição da dívida em relação ao perfil desejado para o longo prazo. O alcance desse perfil ideal deve ser feito por meio de trajetória sustentável, o que requer respeito às condições de mercado e suas implicações conjunturais sobre o equilíbrio entre custo e risco da dívida pública.

***Disposto a 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 com melhorias deste relatório.***

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

# Suplemento especial do PAF 2020

# Juros da dívida pública

As despesas com juros compõem as necessidades de financiamento do governo e, portanto, são um dos fatores determinantes da evolução da dívida pública do país. Os juros representam, ainda, o custo da dívida. Assim, entender a evolução e o peso dos juros para as finanças públicas é tarefa tão importante quanto conhecer o quanto se deve. O desafio, contudo, é lidar com múltiplos indicadores de endividamento e, para cada um deles, associar a estatística de juros mais apropriada e seu significado. Lançar luz a esse desafio é o propósito deste suplemento<sup>8</sup>.

## Os juros nas estatísticas fiscais

As estatísticas de finanças públicas no Brasil seguem critérios que agregam os encargos ao estoque da dívida de forma *pro rata*. Isto significa que os juros nominais<sup>9</sup> são calculados no decurso do tempo, à medida em que eles são in-

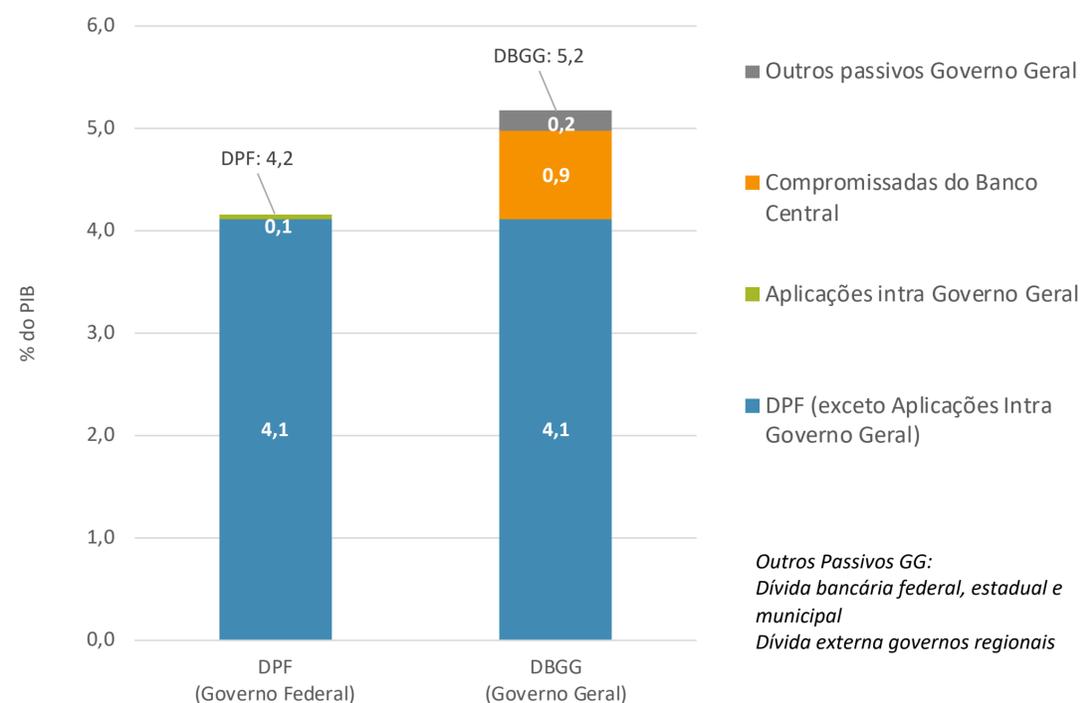
<sup>8</sup> Neste suplemento abordaremos os indicadores de juros da dívida com menos rigor conceitual, privilegiando uma explicação mais didática para o leitor menos familiarizado.

<sup>9</sup> Os juros nominais se referem aos fluxos de juros totais incidentes sobre a dívida. Os juros nominais podem ser decompostos em duas partes: (1) juros reais, que é a parcela livre do efeito da inflação; (2) atualização monetária, que é a parcela que mede o efeito da inflação sobre o valor da dívida. Essa distinção entre juros nominais e reais será útil mais à frente, na discussão sobre os juros para fins de orçamento público.

corporados ao saldo devedor (em geral, diariamente), independentemente se o efetivo pagamento ao credor já ocorreu ou não. É o que se denomina juros apropriados por competência, sendo este o critério que se deve adotar para interpretar a variação da dívida ao longo do tempo.

O PAF tem enfoque na DPF, que é a dívida do Governo Federal (GF) em mercado, incluindo os títulos da dívida interna e os títulos e contratos da dívida externa. Outro conceito de dívida amplamente acompanhado é a Dívida Bruta do Governo Geral – DBGG, que abrange a DPF, mais as dívidas dos governos estaduais e municipais com o setor privado, mais as operações compromissadas do Banco Central do Brasil - BCB. As estatísticas de juros nominais apropriados por competência para esses dois agregados se encontram na Figura 10<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Decomposição similar pode ser feita para as estatísticas do próprio estoque dessas dívidas. Vide Suplemento Especial do PAF 2017 ([https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:27569](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:27569))

**Figura 10 – Comparativo dos juros da DPF e da DBGG**

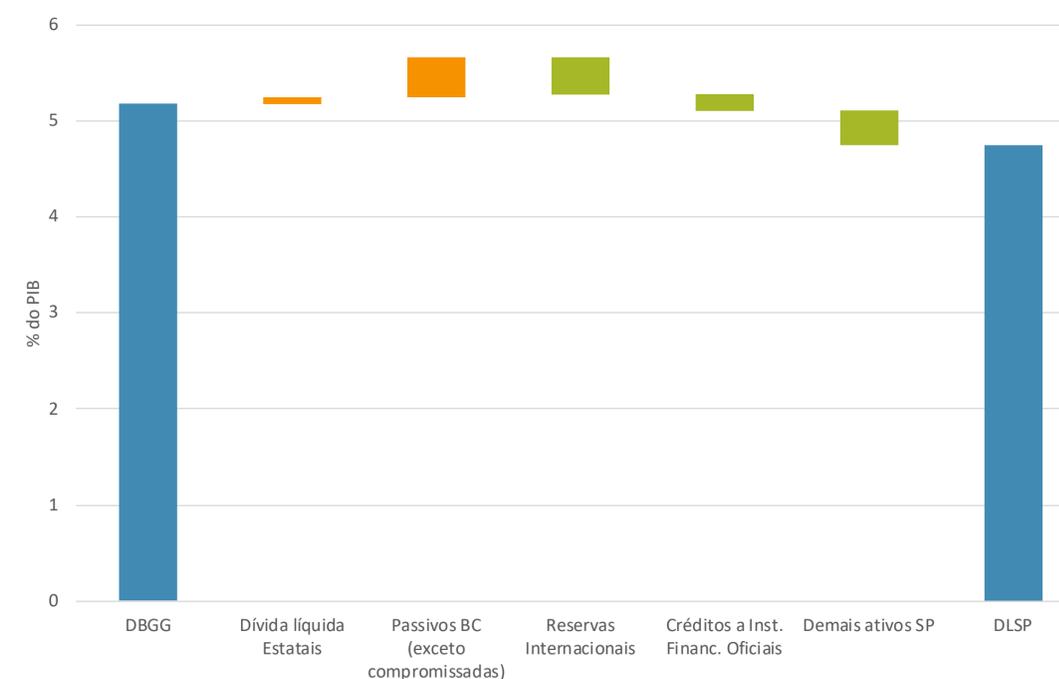
**Posição em novembro de 2019.**

**Fonte:** Banco Central do Brasil (Nota de Política Fiscal – nov/19). **Elaboração:** Tesouro Nacional.

A estatística de juros nominais acompanhada mais de perto no Brasil, contudo, é aquela associada com a Dívida Líquida do Setor Público – DLSP, pelo critério de competência. É o conceito que serve de referência para o cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), que também é conhecida como resultado nominal “abaixo da linha” (correspondente ao resultado primário mais juros) e constitui a base para as metas fiscais do governo.

No comparativo entre DBGG e DLSP destacam-se duas diferenças. A primeira é abrangência institucional, pois além do Governo Geral (GG), o Setor Público (SP) inclui as empresas estatais não financeiras e o BCB. A segunda é que a DLSP leva em conta os ativos do setor público, que são deduzidos do endividamento bruto para se chegar ao indicador de dívida líquida.

Assim, a estatística de juros da DLSP deve considerar como despesas, além da DBGG, os juros de todos os passivos do BCB<sup>11</sup> e das estatais não financeiras. Mas, há que se deduzir dessa conta todas as receitas de juros que vêm das reservas internacionais, dos créditos do Tesouro Nacional junto a bancos públicos e outros ativos. A Figura 11 ilustra essa apuração.

**Figura 11 – Comparativo dos juros da DBGG e da DLSP**

**Posição em novembro de 2019.**

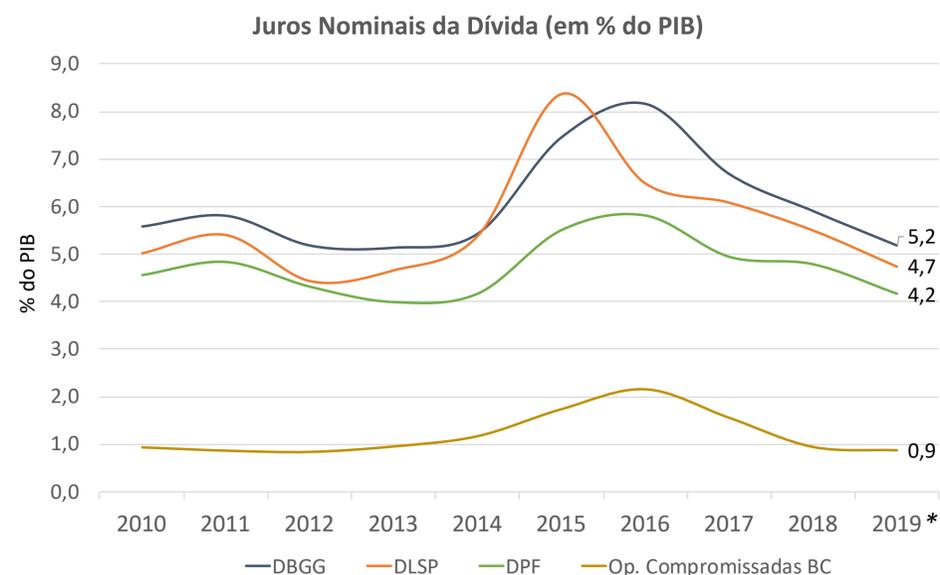
**Fonte:** Banco Central do Brasil (Nota de Política Fiscal – nov/19). **Elaboração:** Tesouro Nacional.

A Figura 12 mostra a evolução histórica dessas estatísticas a partir de 2010. De maneira geral, o endividamento bruto tem juros maiores do que o líquido. Mas, nem sempre é o caso quando comparamos a DBGG e a DLSP, pois esses dois indicadores envolvem diferentes agregados institucionais (GG e SP). Assim, podem ocorrer situações em que os passivos adicionados à DBGG para se chegar ao conceito de DLSP tenham juros maiores do que o retorno dos ativos, o que faria os juros da DLSP superarem os da DBGG. Em particular, os juros da DLSP tendem a ser mais próximos ou até superiores aos da DBGG quando

<sup>11</sup> Inclui passivos como a base monetária e os depósitos compulsórios. As compromissadas do BCB são computadas na DBGG.

os retornos dos ativos são baixos, principalmente devido à subsídios implícitos, como se observa no período 2014-2016.

Figura 12 – Evolução dos juros da DBGG, DLSP e DPF

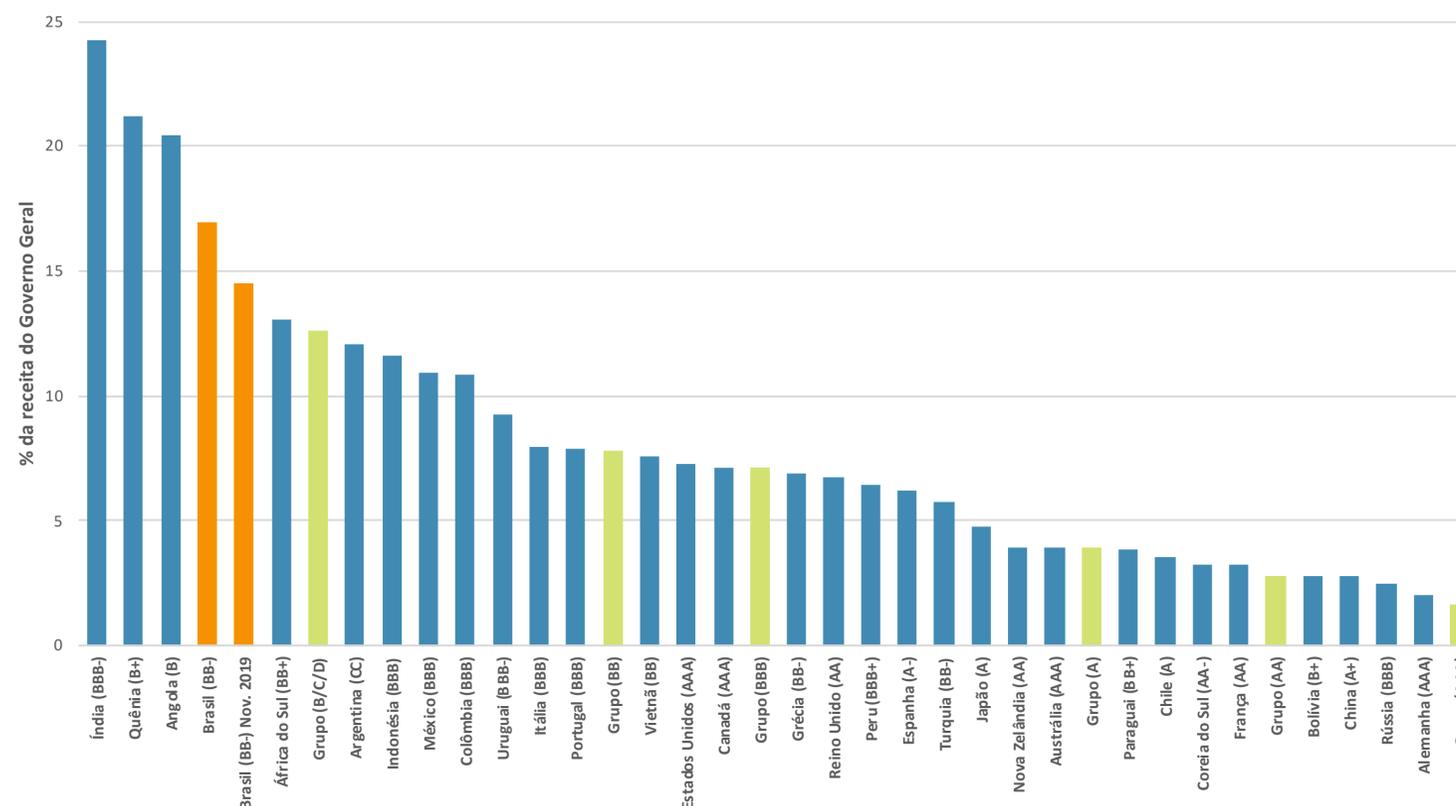


\*Posição em novembro de 2019.

Fonte: Banco Central do Brasil para DBGG, DLSP e PIB. Tesouro Nacional para DPF.

As despesas com juros da dívida pública vêm caindo nos últimos anos, como se nota para os três indicadores da Figura 12, principalmente devido à queda das taxas de juros brasileiras, que reduziu o custo da dívida. Entretanto, a conta de juros do governo ainda é elevada no Brasil, em comparação com outros países. A Figura 13 traz uma amostra com países de distintas regiões e faixas de *rating*, onde há poucos países (destaque para a Índia) com a relação entre juros e receitas públicas maiores do que no Brasil no ano de 2018. Mesmo com a redução esperada para a conta de juros em 2019, o novo patamar ainda não deve deixar o país em uma posição melhor nesse *ranking*.

Figura 13 – Juros como proporção das receitas do Governo Geral



Fonte: Fitch. Elaboração: Tesouro Nacional

O caminho para a redução do peso dos juros no Brasil passa por criar condições pela manutenção de taxas de juros baixas, com estabilidade econômica e crescimento econômico, mas, acima de tudo, pela consolidação fiscal que viabilize uma trajetória de queda do próprio estoque de dívida como proporção do PIB.

### Os juros no orçamento público

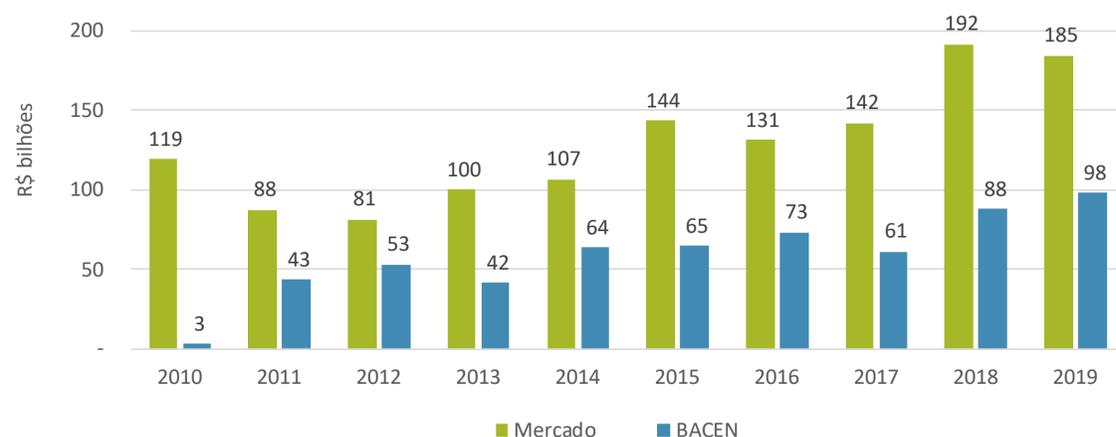
A realização de qualquer despesa pública depende de autorização pela lei orçamentária. Essa regra vale também para os vencimentos da dívida pública, que contam com orçamentos específicos para os pagamentos de principal e juros. Entretanto, há distinções importantes entre os juros considerados nas estatísticas fiscais e os juros (ou encargos) presentes no orçamento do governo federal, como se discute a seguir.

Na prática orçamentária os juros são computados apenas no momento do pagamento, que depende do cronograma de vencimentos da dívida. Ou seja, a despesa ocorre quando há uma saída de caixa para sua realização. É o que se denomina critério de caixa para apuração dos juros.

Outra distinção em relação às estatísticas fiscais é que os encargos da dívida no orçamento correspondem ao conceito de juros reais. A outra parcela dos juros nominais, que é a atualização monetária, é classificada como pagamento do principal da dívida.

Uma terceira diferença entre os dados das estatísticas fiscais e do orçamento, no caso da DPF, é que o orçamento da dívida do governo federal deve prever o pagamento de juros aos títulos detidos na carteira do BCB. Via de regra, nos agregados fiscais os fluxos entre o Tesouro Nacional e o BCB são tratados dentro de uma relação intragovernamental. Por exemplo, como os dois são parte do setor público, nas estatísticas da DLSP só se computam os fluxos de cada um deles contra entes de fora do setor público. A Figura 14 mostra o histórico de juros na execução orçamentária da dívida do Governo Federal.

Figura 14 – Execução orçamentária de juros da DPF



Posição em novembro de 2019.

Fonte: Banco Central do Brasil para DBGG, DLSP e PIB. Tesouro Nacional para DPF.

Devido a esses aspectos metodológicos, é natural que o resultado de juros no orçamento do governo federal seja diferente de sua evolução nas estatísticas fiscais. Esse fato se explica, principalmente, pela característica dos títulos da DPF. Por exemplo, as LFT são títulos que pagam a totalidade dos juros acumulados apenas ao término do prazo, que geralmente é de seis anos. Nesse caso, a estatística fiscal vai capturar os juros apropriados em cada ano ao estoque da LFT, mas o orçamento vai prever juros apenas no 6º ano. O caso das LFT

ilustra a diferença entre os critérios caixa e competência.

A distinção entre juros nominais e reais pode ser ilustrada pelo caso das NTN-B. Estes títulos pagam juros reais a cada seis meses. O fato desses fluxos

#### BOX – Exemplo dos critérios de juros por competência versus juros por caixa

Vejam um exemplo desses dois critérios tomando o título público LFT como referência. Suponha que o governo tenha emitido o equivalente a R\$ 100 milhões em LFT, com prazo de dois anos, e que nesse período a taxa de juros que remunera a LFT seja constante e igual a 10% ao ano. Por simplificação, assumamos que a taxa de inflação do período seja zero (assim, não precisaremos atualizar o valor do principal como a legislação vigente autoriza).

Nesse caso, ao final do primeiro ano, o estoque da dívida será de R\$ 110 milhões (os R\$ 100 milhões cresceram 10% devido aos juros). A estatística no critério por competência indicará juros da ordem de R\$ 10 milhões. Entretanto, a LFT é um título que só paga juros no seu vencimento, de maneira que a estatística pelo critério de caixa indicará juros iguais a zero no período.

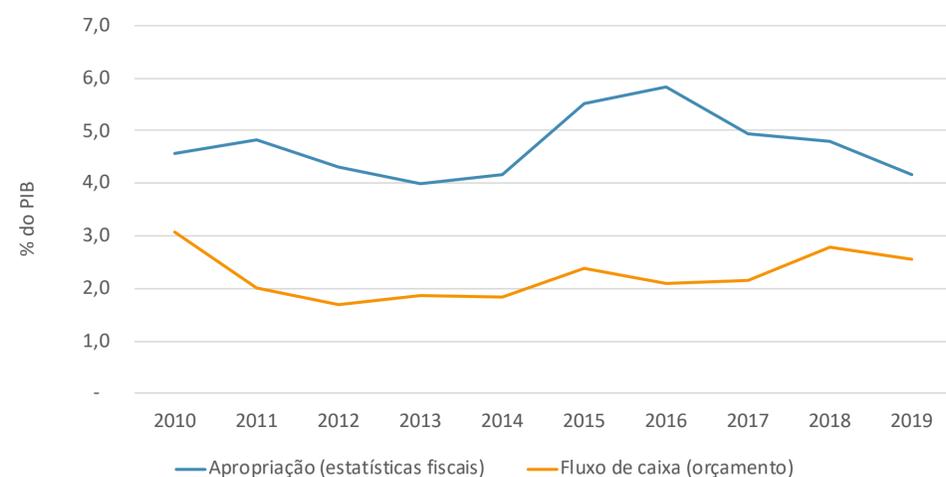
Já no segundo ano, o estoque da dívida crescerá mais 10% e chegará a R\$ 121 milhões. O critério de juros por competência vai refletir esse incremento no estoque e registrará juros de R\$ 11 milhões. Mas, como o título chegou ao seu vencimento, o governo terá que pagar ao credor os R\$ 121 milhões integralmente. Nesse caso, R\$ 21 milhões são os juros pelo critério caixa e os R\$ 100 milhões restantes correspondem ao principal.

Nesse exemplo, a soma dos juros dos dois anos pelo critério de competência ficou igual aos juros pelo critério caixa do final do período. Na prática orçamentária, contudo, esses valores podem diferir pois o valor do principal é incrementado pela atualização monetária (inflação), tendo como efeito a redução dos juros no critério caixa na mesma magnitude daquela atualização. Ou seja, no orçamento brasileiro os encargos da dívida correspondem aos juros reais (isto é, descontada a inflação) em vez dos juros nominais.

intermediários se referirem a juros reais é o que impede a convergência entre o resultado do orçamento e a apuração das estatísticas fiscais.

A Figura 15 mostra o histórico de juros da DPF<sup>12</sup> em mercado pela ótica orçamentária, que indica os fluxos de pagamentos efetivos de juros, e pela ótica de apropriação de juros à estatística de estoque da dívida.

**Figura 15 – Execução orçamentária de juros da DPF em mercado**



**Posição em novembro de 2019.**

**Fonte:** Tesouro Nacional

Embora a fonte de informações contábeis para a apuração desses dados seja a mesma, o tratamento dado à informação em cada caso está vinculado a critérios próprios, conforme a legislação brasileira e o alinhamento aos manuais de finanças públicas internacionais. A interpretação dos dados, portanto, deve ficar atenta a essas particularidades.

Os dados do orçamento permitem uma interpretação do

<sup>12</sup> Essa distinção é relevante particularmente para a dívida do Governo Federal, devido às características dos títulos da DPF. No caso das operações compromissadas do BCB, por exemplo, os juros por caixa e competência tendem a ser próximos, pois se trata de um passivo de curtíssimo prazo.

peso dos fluxos de pagamentos para as necessidades de financiamento e caixa do governo federal. É uma conta importante ainda para algumas regras fiscais. Por exemplo, a regra de ouro (inciso III, art. 167, da Constituição Federal) limita as operações de crédito ao montante de despesas de capital em um exercício. Na prática, essa norma cria restrições ao pagamento de despesas correntes, que incluem os juros na ótica orçamentária, por meio de emissão de dívida.

Por sua vez, nas estatísticas fiscais os juros representam o custo de ter dívida. É uma estatística que influencia diretamente a trajetória do endividamento e a sustentabilidade fiscal do Estado. O esforço fiscal para assegurar a dívida/PIB em patamares saudáveis para o país será tanto maior quanto mais alta for a conta de juros.

O Quadro 8 resume os conceitos de juros explorados neste suplemento especial e suas aplicações mais usuais.

**Quadro 8 – Juros: conceitos e aplicações mais usuais**

Conceito	Indicador de dívida	Bruto/ Líquido	Critério	Nominal/ Real	Aplicação
Juros do Setor Público	DLSP	Líquido	Competência	Nominal	Resultado nominal Metas fiscais
Juros Nominais do Governo Geral	DBGG	Bruto	Competência	Nominal	Evolução da DBGG Custo da dívida do GG em mercado
Juros por apropriação da DPF	DPF mercado	Bruto	Competência	Nominal	Evolução da DPF em mercado Custo da dívida do GF em mercado
Pagamento de juros da DPF	DPF mercado e BCB	Bruto	Caixa	Real	Despesa orçamentária com encargos da dívida do GF Impacto nas Disponibilidades de Caixa da DPF Regra de ouro

GG: Governo Geral DLSP: Dívida Líquida do Setor Público

DPF: Dívida Pública Federal

GF: Governo Federal DBGG: Dívida Bruta do Governo Geral

Elaboração: Tesouro Nacional