

2019

Dívida Pública Federal Relatório Anual



TESOURO NACIONAL

Arara-canindé, ara ararauna



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

André de Araújo Melo

André Duarte Veras

Andresa Costa Biason

Antônio Ronieel Bezerra Belém

Cinthia de Fatima Rocha

Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva

Cláudio Araujo de Freitas Gago

Daniel Cardoso Leal

Diego Antonio Link

Diogo Osti Coscrato

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 Russomano

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Helano Borges Dias

Iara Faria Gohn

Isabel Terra Siebra de Sousa*

João Franco Neto

Jose de Anchieta Semedo Neves

José Inácio Burnett Tessmann

José Reynaldo de Oliveira Júnior

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Juliana Torres da Paz

Keiti da Rocha Gomes

Krisjanis Figueiroa Bakuzis

Leandro Cesar Porrua

Leandro de Lima Galvao

Lena Oliveira de Carvalho

Leonardo Martins Canuto Rocha

Leonardo Rodrigo Ferreira

Luís Alberto Beckman Meirelles

Luiz Paulo da Silva Lima

Lívia Medeiros Mendes

Luciana Maria Rocha Moreira

Marcelo de Alencar Soares Viana

Marcelo Rocha Vitorino

Marcelo Rodrigues Calil

Márcio Rodrigo Vieira de Araújo

Marcos Antonio da Silva Oliveira

Marcus Vinícius Socio Magalhães

Mariana de Lourdes Moreira Lopes

Mariana Padrão 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

Roberto Villela de Andrade Vianna

Rosa Isabel Cavalcanti

Rubens Rodrigues da Cruz

Ruth Lacerda Benfica

Victor Valdivino Caetano de Almeida

Vinicius Pinto de Menezes

* **Coordenação Técnica**

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2019.

1/Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2020, número 17.

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) 3412-3188**E-mail:** ascom@tesouro.gov.br**Disponível em:** www.gov.br/tesouronacional/pt-br**Dívida Pública Federal:** *O Relatório Anual é uma publicação 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

Última alteração: 01/04/2020

Sumário

	Mensagem do Tesouro Nacional	4
1	Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2019	5
2	Estratégia de Financiamento em 2019	7
	2.1 Necessidade de financiamento	7
	2.2 Execução da estratégia	10
	<i>Dívida Interna</i>	10
	<i>Dívida Externa</i>	13
3	Resultados Alcançados	16
	3.1 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos	16
	<i>Estoque</i>	17
	<i>Composição da DPG e risco de mercado</i>	17
	<i>Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento</i>	18
	<i>Custo da Dívida Pública</i>	19
	3.2 Base de Investidores	20
	3.3 Tesouro Direto	23
	3.4 Sistema de Dealers e Mercado Secundário de Títulos	23
4	Garantias	25
5	Conclusão	28



Apresentamos a 17ª edição do Relatório Anual da Dívida – RAD, que traz a prestação de contas sobre a evolução da Dívida Pública Federal - DPF, tendo como referência o Plano Anual de Financiamento de 2019. Um dos objetivos do Tesouro Nacional com a divulgação deste documento é ampliar a comunicação e transparência com a sociedade acerca das informações relacionadas ao endividamento público.

O Brasil deu passos importantes rumo à consolidação fiscal no ano de 2019, destacando-se a reforma de previdência, os leilões de volumes excedentes da cessão onerosa de petróleo e a continuidade da redução de ativos da União com bancos públicos. A trajetória do endividamento público como proporção do Produto Interno Bruto - PIB se beneficia desses eventos, mas também de um ambiente de taxas de juros em suas mínimas históricas e sem riscos à estabilidade de preços.

A economia brasileira, contudo, ainda tem desafios a serem superados. A agenda fiscal, em particular, depende de esforços na aprovação de medidas que contribuam para o controle dos gastos obrigatórios, que têm uma rigidez elevada e pouco espaço para redução sem reformas estruturais. A recuperação da atividade econômica em curso também contribui para a consolidação fiscal e sua sustentabilidade no tempo se beneficiará dos esforços para a redução das distorções alocativas e o incremento da produtividade dos fatores de produção do país.

Nesse contexto, a gestão da dívida pública tem logrado êxito na preservação de um perfil de endividamento com baixa exposição cambial, reduzida parcela de vencimentos no curto prazo, base diversificada de investidores e uma posição de caixa confortável para honrar os vencimentos da dívida, mitigando riscos em um cenário marcado por sucessivos déficits primários nas contas públicas. Além disso, o custo da dívida tem caído como consequência das taxas de juros menores.

Contudo, o aumento da participação dos títulos com remuneração flutuante na composição da DPF, que em momentos de queda da taxa de juros favorecem os indicadores de custo da dívida, também representa um risco em uma eventual conjuntura desfavorável no ciclo da política monetária. A continuidade da agenda de reformas fiscais mostra-se essencial para uma melhora da composição da DPF, ao criar o cenário macroeconômico favorável ao aumento da participação de títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços na dívida.

É com esses desafios em mente que divulgamos o RAD 2019 e reafirmamos o compromisso do Tesouro Nacional com sua missão de zelar pelo equilíbrio fiscal e pela qualidade do gasto público, com a busca de um balanço adequado entre custos e riscos da dívida pública e com a adoção de boas práticas na administração dessa dívida.

Equipe do Tesouro Nacional

Mensagem do Tesouro Nacional

Detalhe da Araraçanga, ano 1990



1

Evolução da Economia Internacional e Brasileira em 2019

Tucano-toco, ramphastos toco

A economia internacional em 2019 foi marcada por tensões comerciais, especialmente entre Estados Unidos (EUA) e China, e, em menor grau, entre Reino Unido e União Europeia (*Brexit*). Esses elementos contribuíram para provocar uma desaceleração em nível global.

Como resposta a esse movimento, os principais bancos centrais adotaram uma postura de afrouxamento monetário, tanto em economias maduras quanto em emergentes. Em particular, o *Federal Reserve - FED* inverteu o ciclo e passou a reduzir as taxas de juros. A reação conjunta e tempestiva foi fundamental para atenuar a desaceleração em curso.

Outro evento internacional que afetou negativamente a economia brasileira foi a crise na Argentina. Com graves problemas fiscais e de balanço de pagamentos, a crise no país vizinho se intensificou após o resultado das eleições primárias em agosto, sinalizando drástica mudança na agenda econômica. Houve fuga de capitais, reestruturação da dívida pública e recessão econômica, o que impactou diretamente a economia brasileira, dada a relação comercial entre os dois países.

No cenário doméstico, o ano de 2019 foi marcado pelo aprofundamento da agenda de reformas estruturais. Em particular, foi aprovada uma robusta reforma da previdência, dando alívio ao quadro fiscal de médio e longo prazo. No curto prazo, o risco fiscal foi mitigado com a conclusão do acordo entre o Governo Federal e a Petrobras acerca da cessão onerosa, possibilitando a realização do leilão do excedente de petróleo, que deve gerar uma receita líquida extraordinária de R\$ 23,7 bilhões para o Tesouro Nacional. O déficit primário em 2019 foi consideravelmente abaixo da meta de R\$ 139 bilhões para o Governo Central.

Em relação ao nível de atividade, o crescimento do PIB do ano passado tende a ser pouco superior a 1%. A frustração em relação às expectativas iniciais, de 2,5%, deve-se ao cenário externo conturbado e às incertezas relacionadas ao andamento das reformas estruturais, sobretudo durante o primeiro semestre. Um fator que contribuiu para atenuar os efeitos da crise na Argentina e da guerra comercial entre EUA e China sobre a economia brasileira foi a liberação de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS e do Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público



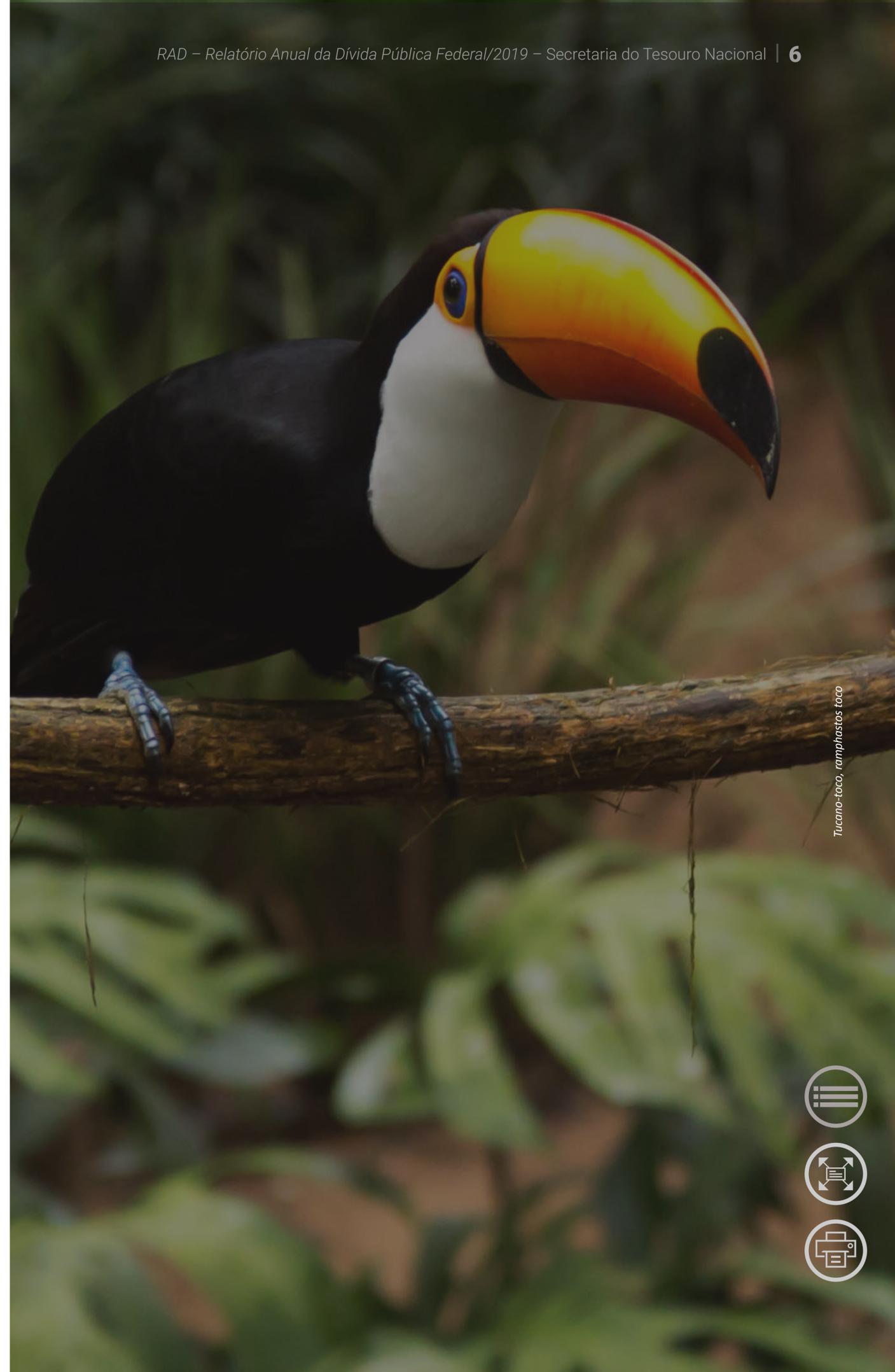
- PIS/PASEP no valor de R\$ 30 bilhões em 2019 (e de R\$ 12 bilhões para 2020), que impactou positivamente a demanda agregada.

Com ritmo de crescimento moderado, a inflação permaneceu abaixo do centro da meta durante a maior parte do ano, permitindo ao Banco Central do Brasil - BCB intensificar o ritmo de afrouxamento monetário, o que levou a taxa Selic para o menor nível da história. Destaca-se que as taxas de juros internacionais em níveis mais baixos e, sobretudo, a melhora no quadro fiscal contribuíram para a redução não apenas da taxa Selic, mas de toda a estrutura a termo da taxa de juros. Como consequência, houve significativa redução no custo da dívida pública, contribuindo para a sua estabilização em relação ao ano anterior.

Os avanços no quadro fiscal de curto prazo não se limitaram, contudo, às contas primárias. Alguns eventos de natureza não recorrente contribuíram para reduzir a Dívida Bruta do Governo Geral - DBGG. Em particular, houve continuidade da redução de ativos da União com bancos públicos, com a realização de pagamento antecipado ao Tesouro Nacional de contratos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES no valor de R\$ 100 bilhões, além do pagamento de Instrumentos Elegíveis a Capital Principal (IECP) pela Caixa Econômica Federal (R\$ 11,3 bilhões) e pelo Banco do Nordeste (R\$ 250 milhões).

As mudanças na atuação do BCB no mercado de câmbio também resultaram na redução da DBGG. Ao vender dólares no mercado à vista, o Banco Central reduz o excesso de liquidez do sistema, refletindo em menor DBGG. Apesar da venda de reservas internacionais, seu estoque permanece em patamares confortáveis (US\$ 356,9 bilhões, em dezembro/19), garantindo estabilidade às contas externas do país, com um balanço de pagamentos caracterizado por reduzidos déficits em conta corrente, plenamente financiados por Investimentos Diretos no País - IDP, em um regime de câmbio flutuante.

A combinação entre juros menores, antecipação de pagamentos de bancos públicos e venda de dólares no mercado à vista melhorou as expectativas quanto à trajetória da razão DBGG/PIB. Para mais detalhes, consulte o [Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública](#).



2

Estratégia de
Financiamento em 2019

Beija-flor-violeta, colibri caruscans

Esta seção discorre sobre a estratégia de captação adotada, à luz da necessidade de financiamento.

2.1 Necessidade de financiamento

A necessidade bruta de financiamento é composta por vencimentos da DPF, despesas primárias a serem pagas com emissão de títulos públicos e honras de garantias dos entes subnacionais. Já a necessidade líquida corresponde ao resultado bruto menos o montante dos recursos orçamentários não captados por meio da colocação de títulos públicos e destinados ao pagamento da DPF.

A Figura 1 traz uma comparação entre a necessidade de financiamento estimada no Plano Anual de Financiamento - PAF 2019 e a que efetivamente foi realizada nesse exercício. Há uma sutil diferença entre essas duas visões. O enfoque *ex ante* do PAF está nos fluxos do próprio exercício, permitindo interpretar a necessidade líquida como o montante que o Tesouro Nacional deve emitir para pagar dívida, sem alterar o caixa disponível. Já a abordagem *ex post* inclui o superávit financeiro (receitas não oriundas de emissão que ingressaram em exercícios passados)¹ efetivamente utilizado no ano, de forma

¹ 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.

que o resultado líquido indica o montante de despesas pagas com recursos de emissões, independentemente da variação do caixa².

As duas visões, contudo, podem ser consideradas como conservadoras. A necessidade *ex ante* tem o risco mitigado pelo caixa disponível, incluindo o superávit financeiro de exercícios passados, pois a estratégia do Tesouro é se antecipar aos vencimentos de sua dívida. O indicador *ex post*, por sua vez, não captura o efeito de recursos não oriundos de emissão que ingressaram no ano e não foram utilizados e que, portanto, incrementaram o caixa.

A necessidade líquida de financiamento efetiva de R\$ 896,8 bilhões no ano foi R\$ 117,1 bilhões maior que a prevista no PAF. Do lado das receitas, a diferença se explica principalmente pela menor disponibilidade financeira de recursos orçamentários relacionados a fontes livres, que foi compensada parcialmente pela maior utilização de fontes exclusivas, como receitas referentes à ante-

² Não significa que se emitiu exatamente o valor atribuído à necessidade líquida de financiamento. O caixa do Tesouro Nacional conta com recursos de emissões realizadas em anos anteriores. Assim, parte da necessidade pode ser atendida por redução dessas disponibilidades. Alternativamente, o Tesouro poderia emitir além da necessidade líquida para reforçar o seu caixa e, assim, contribuir para reduzir o excesso de liquidez do sistema bancário. Em qualquer caso, não haveria variação da DBGG, nem da Dívida Líquida do Setor Público - DLSP, devido apenas à variação do caixa, pois o movimento da DPF resultaria em movimento na direção contrária das operações compromissadas do BCB.



cipação de pagamentos do BNDES de contratos com o Tesouro Nacional (no valor de R\$ 30 bilhões).

Do lado da despesa, os vencimentos da DPF ficaram acima da visão *ex ante* devido, principalmente, aos resgates antecipados do Programa Tesouro Direto, no valor de R\$ 21,3 bilhões, às compras de títulos, no montante de R\$ 13,9 bilhões, e às emissões da dívida interna que geraram pagamentos no próprio exercício, no valor de R\$ 17,7 bilhões³.



Relatório Especial sobre o Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central

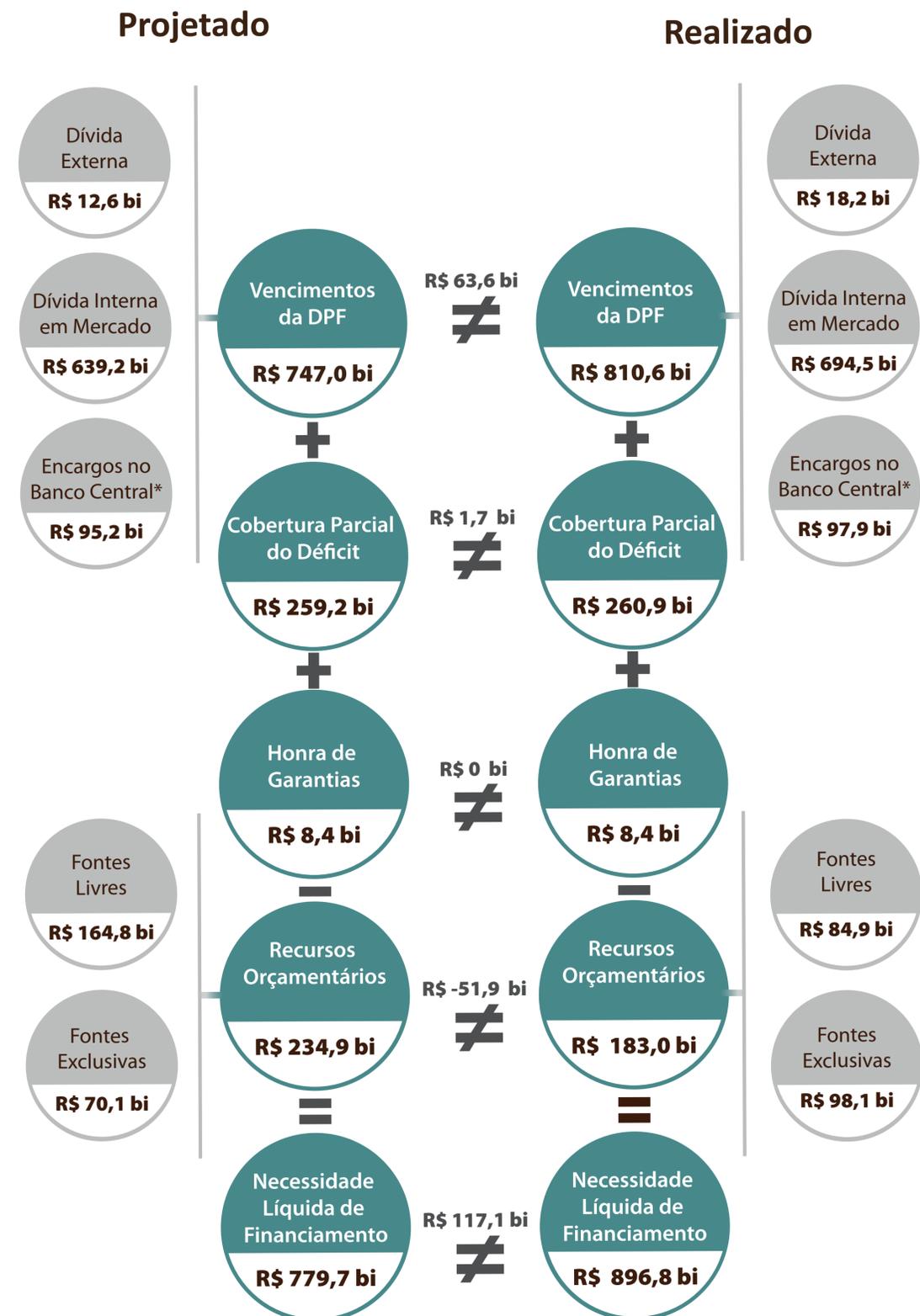
Em maio/2019, logo após a publicação da Lei nº 13.820/2019, que dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o BCB, foi divulgado relatório apresentando a série histórica de várias estatísticas sobre o relacionamento entre o TN e o BCB (2001-2018). São elas: reservas internacionais; fluxos de resultados do BCB; refinanciamento e pagamento do principal da carteira de títulos do BCB; composição da carteira de títulos públicos do BCB; pagamentos correntes de encargos da carteira de títulos do BCB; emissões para recomposição de carteira livre (aporte) e cobertura de resultado negativo; evolução da carteira de títulos públicos do BCB, Dívida Bruta do Governo Geral e Carteira de Títulos Livres do BCB em % do PIB; evolução do saldo da conta única do Tesouro e suas subcontas em % do PIB.

Benefícios da Lei 13.820/2019:

- Maior transparência;
- Disseminação de conhecimento;
- Uniformização dos dados; e
- Simplificação e clareza na forma de disponibilização das informações sobre o relacionamento entre as duas instituições.

³ Por definição, a necessidade de financiamento *ex ante* não inclui os vencimentos da dívida oriundos de futuras emissões - nem o efeito das potenciais colocações de títulos de curtíssimo prazo (por exemplo, LTN com maturação no próprio exercício). O indicador *ex ante*, portanto, só considera as projeções de fluxos derivados de dívida já emitida até a posição de 31/12/2019. Emissões ocorridas após essa data podem aumentar os vencimentos dentro do próprio exercício de 2020, mas também resultam no ingresso de recursos para atender à necessidade de financiamento.

Figura 1 – 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 não podem ser refinanciados por meio de pagamentos com títulos do Tesouro diretamente ao BCB.

Fonte: Tesouro Nacional



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

Desde 2015, o BNDES vem antecipando os pagamentos dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional em anos anteriores. Assim, entre 2015 e 2019, retornaram cerca de R\$ 409 bilhões. Em 2019, particularmente, a antecipação foi de R\$ 100 bilhões, em três parcelas liquidadas integralmente em dinheiro. A primeira parte foi efetivada em 31 de maio e totalizou R\$ 30 bilhões; a segunda parcela, no montante de R\$ 40 bilhões, ocorreu em 19 de setembro; a terceira, por fim, foi no valor de R\$ 30 bilhões e ocorreu em 11 de dezembro.

Tabela 1 – Impacto já realizado dos pagamentos pelo BNDES na DBGG/PIB

Ano	Pagamentos Adicionais (R\$ milhões)		Pagamentos Adicionais Acumulados (% do PIB)		Efeito de carregamento acumulado (% do PIB) (c)*	Pagamentos Adicionais Acumulados (% do PIB)	
	Antecipações	Encurtamento dos prazos	Antecipações (a)	Encurtamento dos prazos (b)		Só antecipações (a+b)	Antecipações + Encurtamentos (a+b+c)
2015	15.766	0	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3
2016	113.221	0	2,1	0,0	0,0	2,1	2,1
2017	50.000	0	2,8	0,0	0,1	3,0	3,0
2018	130.000	0	4,7	0,0	0,3	5,0	5,0
2019	100.000	23.000	6,1	0,3	0,4	6,5	6,9

* Os valores acumulados são maiores do que a soma dos impactos anuais porque os valores passados são atualizados no tempo conforme a evolução do custo médio da dívida. O efeito de carregamento referente aos fluxos devido ao encurtamento dos contratos em 2019 ainda não se mostraram relevantes.

Fonte: Tesouro Nacional

A antecipação desses R\$ 100 bilhões representou 32,57% do passivo de R\$ 307 bilhões do BNDES junto ao Tesouro, em valores do dia 31 de dezembro de 2018. Do montante total, apenas R\$ 30 bilhões já foram utilizados no pagamento da dívida pública, em outubro de 2019. Os restantes R\$ 70 bilhões foram mantidos em caixa e serão utilizados exclusivamente para o pagamento de dívida pública.

Adicionalmente, em 2019 o BNDES pagou cerca de R\$ 23 bilhões em serviço contratual, já se considerando a repactuação dos contratos realizada em 2018, que encurtou o prazo dos empréstimos em relação ao fluxo original.

Os pagamentos do BNDES reduzem a DBGG em montante equivalente e de maneira imediata, independentemente de a liquidação ocorrer em títulos ou em dinheiro. Quando a liquidação se dá por meio de títulos públicos, o seu cancelamento afeta diretamente a DPF. Por outro lado, quando a liquidação ocorre em dinheiro, o impacto ocorre por meio da liquidez do sistema e, conseqüentemente, do volume de operações compromissadas do Banco Central. Em ambos os casos, há redução da DBGG.

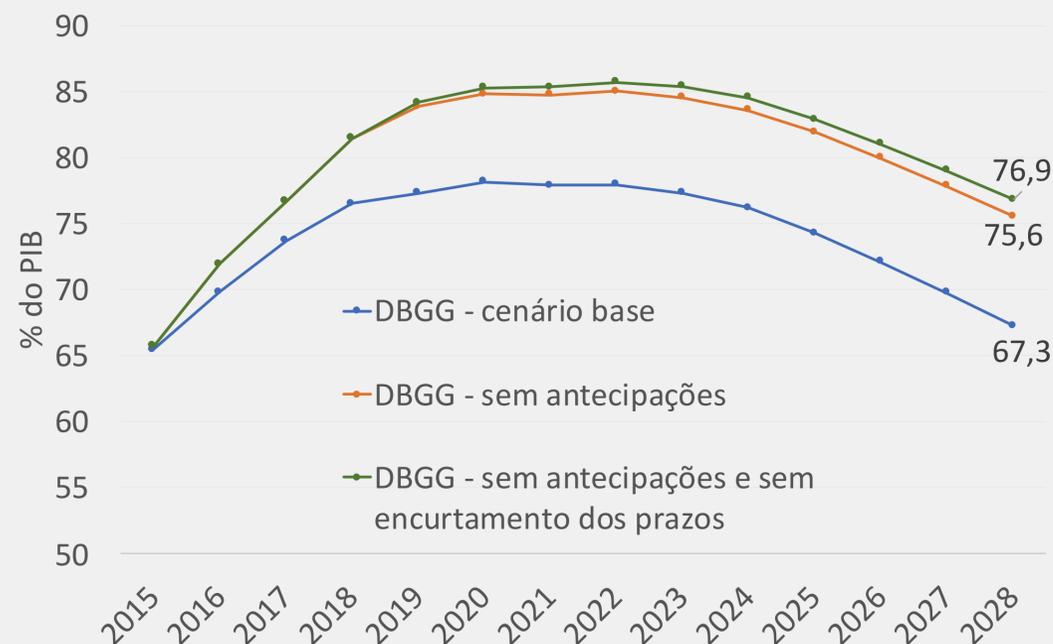
Os efeitos de carregamento das antecipações de pagamentos já ocorridas sobre o nível da DBGG se propagam para os anos seguintes. Somados, estima-se que os impactos relativos representam aproximadamente 9,5% do PIB até 2028. O exercício apresentado na Figura 2 reflete os impactos dos pagamentos antecipados na razão DBGG/ PIB.

(Continua) ►

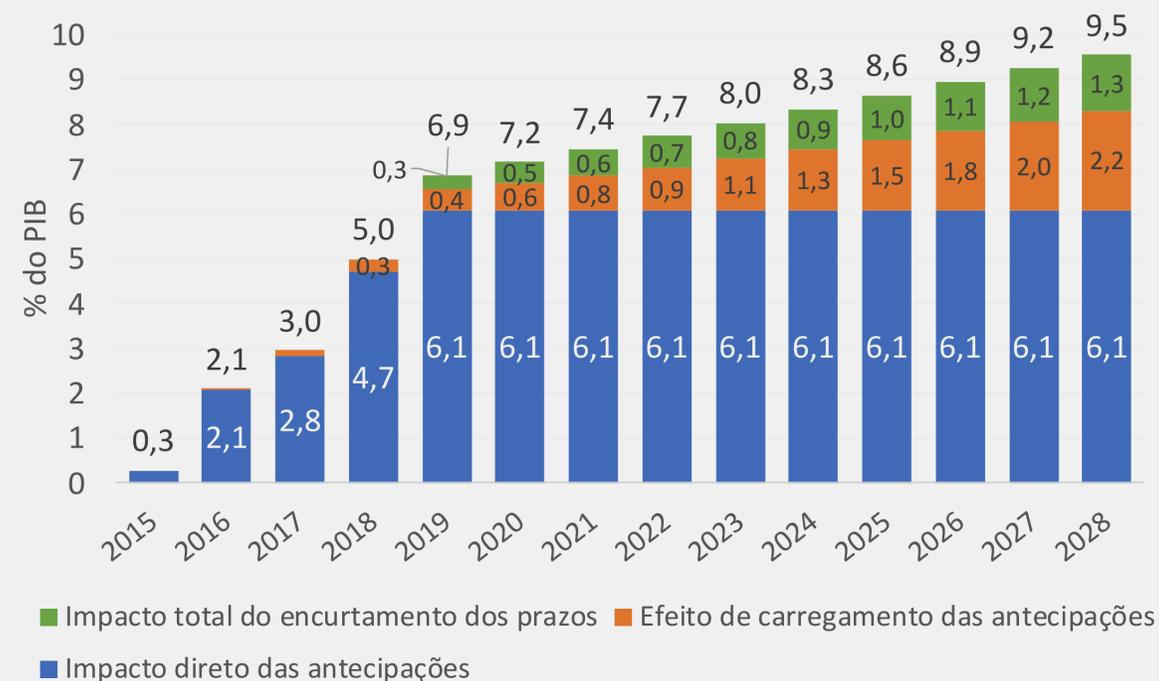


► (Cont) Box 1 – Antecipação de pagamentos do BNDES à Secretaria do Tesouro Nacional

Figura 2 – Impacto dos pagamentos do BNDES na DBGG/PIB no médio prazo



Fonte: Tesouro Nacional



2.2 Execução da estratégia

A gestão da dívida foi beneficiada por um contexto macroeconômico caracterizado por inflação controlada, juros baixos (nas mínimas históricas) e avanços de reformas estruturais relevantes - sobretudo a da previdência.

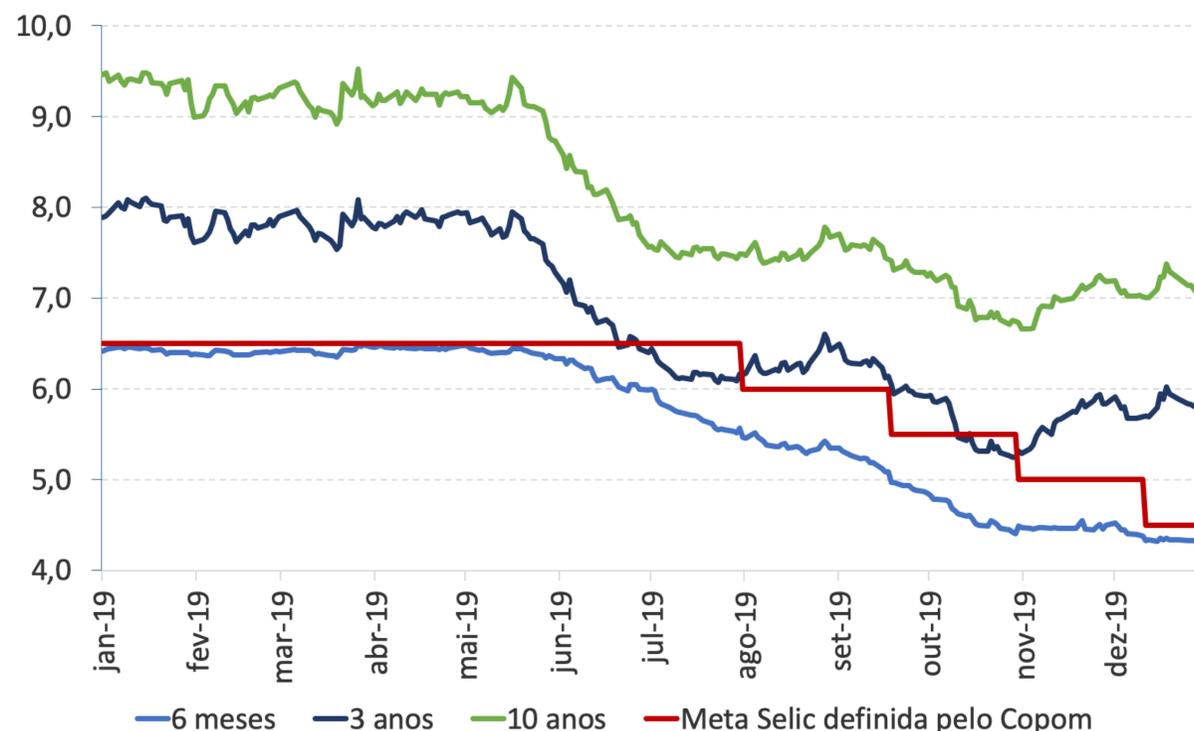
Dívida Interna

A execução da estratégia de financiamento em 2019 se beneficiou do processo de flexibilização monetária. O cenário de juros em níveis estruturalmente

baixos se refletiu em queda ao longo de toda a estrutura a termo, conforme apresentado na Figura 3. Em geral, ao longo do ciclo de afrouxamento monetário, é natural haver demanda maior por títulos prefixados. Por outro lado, o primeiro trimestre do ano foi caracterizado por incertezas relacionadas à aprovação da reforma da previdência, afetando negativamente a demanda por esses títulos. Ressalta-se, ainda, que, durante o ano de 2019, o fluxo de investidores estrangeiros para títulos públicos foi pontual, especialmente nos prazos mais longos da curva de juros.



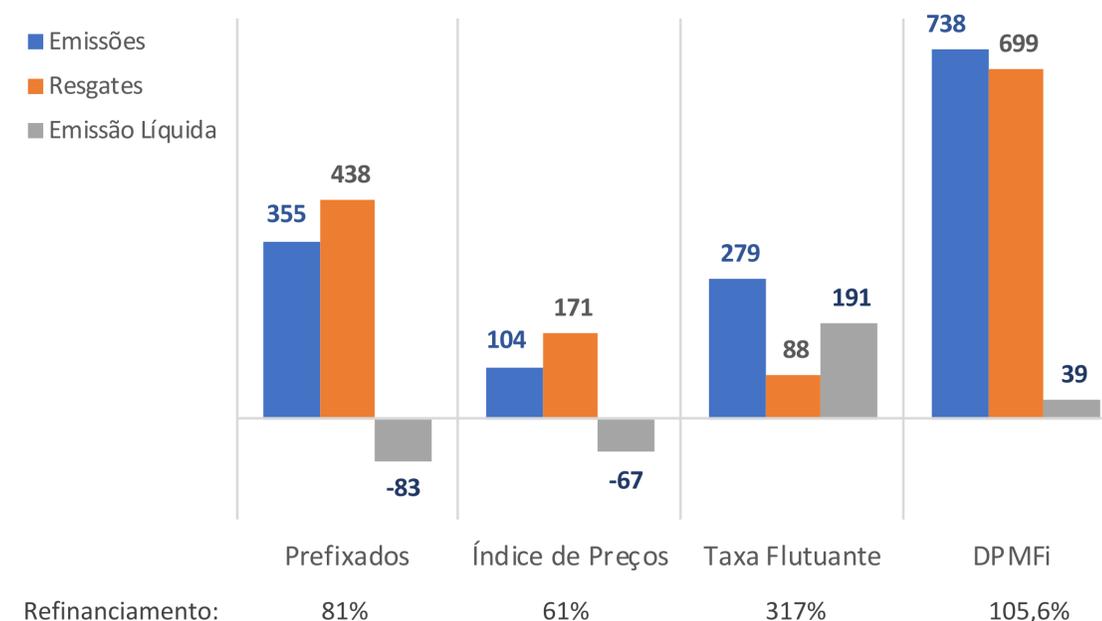
Figura 3 – Taxas de juros para diferentes prazos (% a.a)



Fonte: Tesouro Nacional

Em 2019, a maior parte das emissões compreendeu instrumentos com taxas prefixadas, seguidas por colocações de títulos com taxas flutuantes. Entretanto, o confronto com o perfil de vencimentos do ano mostra que, apenas no caso desses últimos, a taxa de refinanciamento foi maior que 100%. Isso se explica pelo fato de o volume de vencimentos de LFT em 2019 ter sido relativamente baixo. A Figura 4 apresenta os volumes financeiros emitidos e resgatados, assim como a taxa de refinanciamento em 2019.

Figura 4 – Emissão líquida da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi em 2019 (R\$ bilhões)

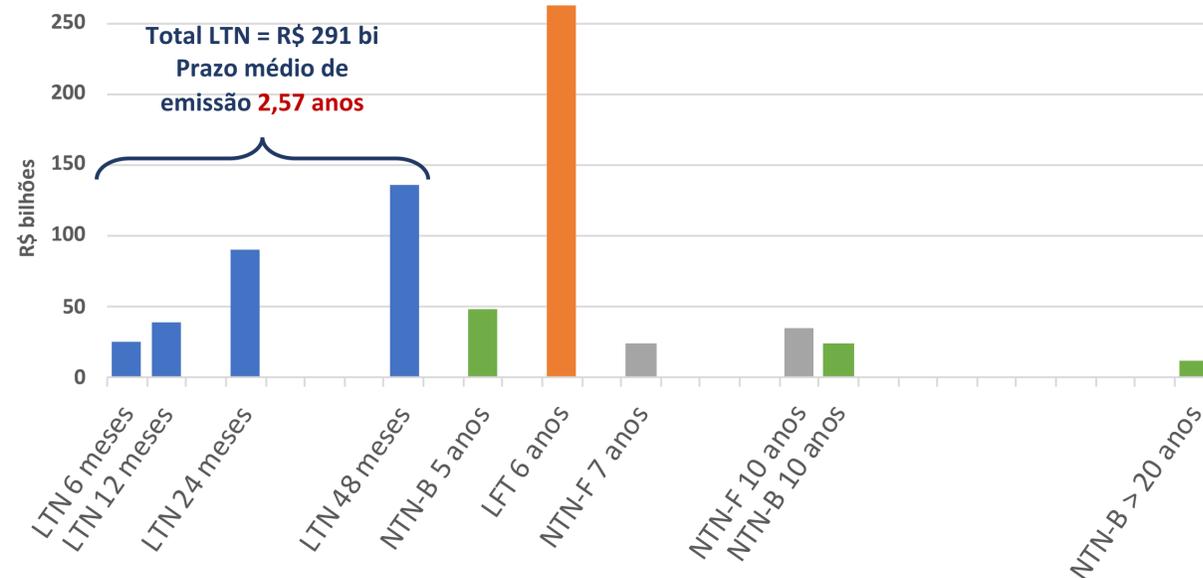


Fonte: Tesouro Nacional

A oferta de títulos prefixados contou com quatro prazos de referência para as LTN (curto prazo: 6 e 12 meses; médio prazo: 24 e 48 meses) e dois prazos para as NTN-F (longo prazo: 7 e 10 anos). Na média, a taxa de refinanciamento desses títulos ficou em 81% - superior à de 2018, que registrou 72%. Esse aumento justificou-se, em certa medida, pela tendência de queda das taxas ao longo de toda a curva de juros. Como mostra a Figura 5, ao longo do ano o Tesouro priorizou a emissão do vértice de 48 meses. Em particular, houve forte restrição da oferta dos vértices de 6 e 12 meses, de maneira a minimizar a concentração de vencimentos no curto prazo.



Figura 5 – Total de emissões em 2019 - DPMFi R\$ (bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional

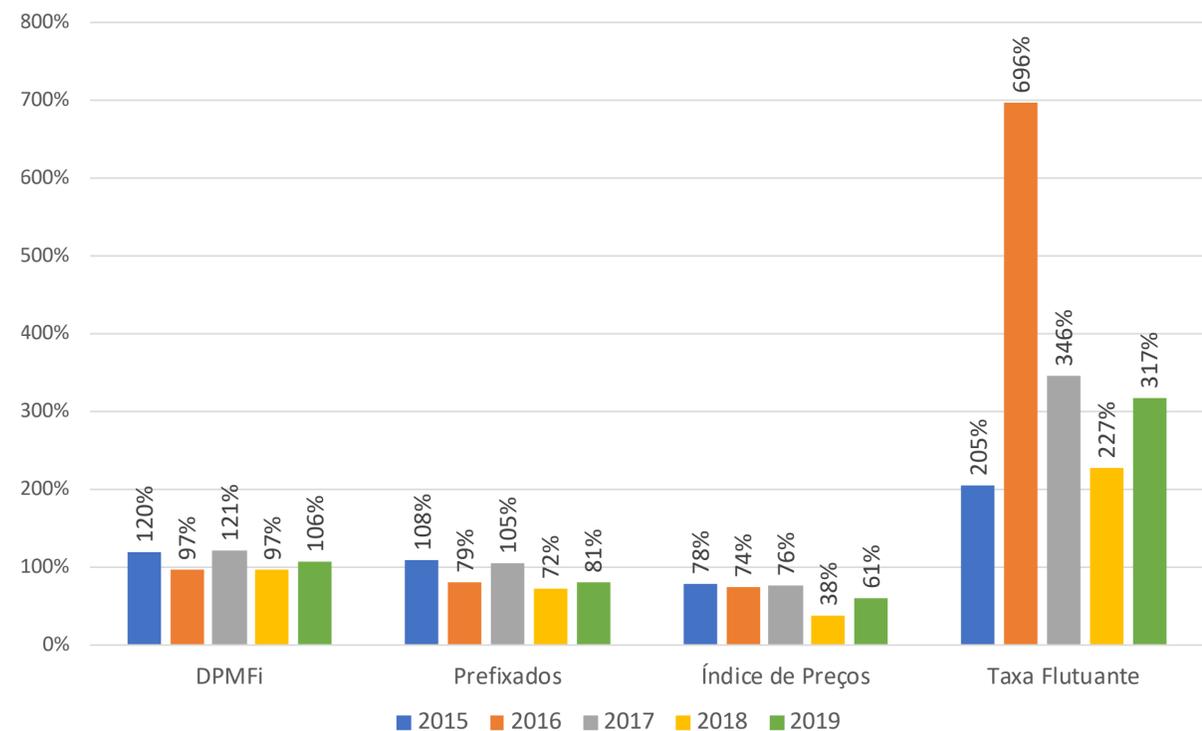
Os títulos remunerados por índices de preços, por sua vez, tiveram em 2019 *benchmarks* organizados em dois grupos. Os vértices do Grupo I compreenderam as NTN-B com vencimentos em agosto de 2024 e agosto de 2028, enquanto os do Grupo II corresponderam às NTN-B com vencimentos em maio de 2035 e maio de 2055. De maneira geral, as colocações desses títulos vêm observando uma tendência decrescente em sua demanda, em especial no Grupo II.

A taxa de refinanciamento⁴ da DPMFi atingiu 106% em 2019, ante 97% no ano anterior. O volume de emissões superou o refinanciamento integral dos vencimentos de principal e juros do período, contribuindo para manter a reserva de liquidez (colchão da dívida) em níveis confortáveis e, ao mesmo tempo, ampliar a participação da DPF na DBGG. Desde 2015, a estratégia da dívida vem mantendo a taxa de refinanciamento próxima ou superior a 100%, com o objetivo de fortalecer a reserva de liquidez e fazer frente aos sucessivos déficits primários. A Figura 6 apresenta a taxa de refinanciamento por título e

⁴ Por taxa ou percentual de refinanciamento (rolagem) denomina-se a razão entre emissões e resgates (juros e principal).

no agregado da DPMFi, de 2015 a 2019.

Figura 6 – Evolução do percentual de refinanciamento da DPMFi



Fonte: Tesouro Nacional

Além da taxa de refinanciamento global da DPF, convém analisar a taxa de refinanciamento por tipo de título, o que sinaliza mudanças na composição da dívida ao longo do tempo. Conforme apresentado na Figura 6, a taxa de refinanciamento da LFT foi bem superior aos demais títulos, em decorrência sobretudo do baixo volume de resgates de LFT em relação aos outros títulos. Tal comportamento está em linha com o que vem sendo observado desde 2015. O crescimento da participação de LFT na DPF tem ajudado na redução mais acentuada dos custos da dívida, principalmente em um contexto de taxas de juros em mínimas históricas. O aprofundamento do processo de consolidação fiscal, por meio de reformas estruturais, é fundamental para a criação das condições macroeconômicas que possibilitem ao Tesouro alcançar uma composição da DPF que mitigue a exposição da dívida aos movimentos da



política monetária e lhe permita utilizar mecanismos para suavizar o aumento do custo da dívida, caso a taxa de juros de curto prazo (Selic) aumente.

A estratégia de gestão da dívida pública contempla não apenas o seu financiamento, mas também o desenvolvimento do mercado de renda fixa. Neste contexto, o estoque de títulos públicos em mercado, com regras de colocações estáveis, favorece a liquidez e a descoberta de preços. As Figuras 7a e 7b ilustram os estoques, por vencimento, dos títulos prefixados e indexados a índices de preços ao final de 2019, assim como as estruturas a termo das taxas de juros nominal e real :

Figura 7a – **Estoque e Taxas dos Títulos Públicos Prefixados**

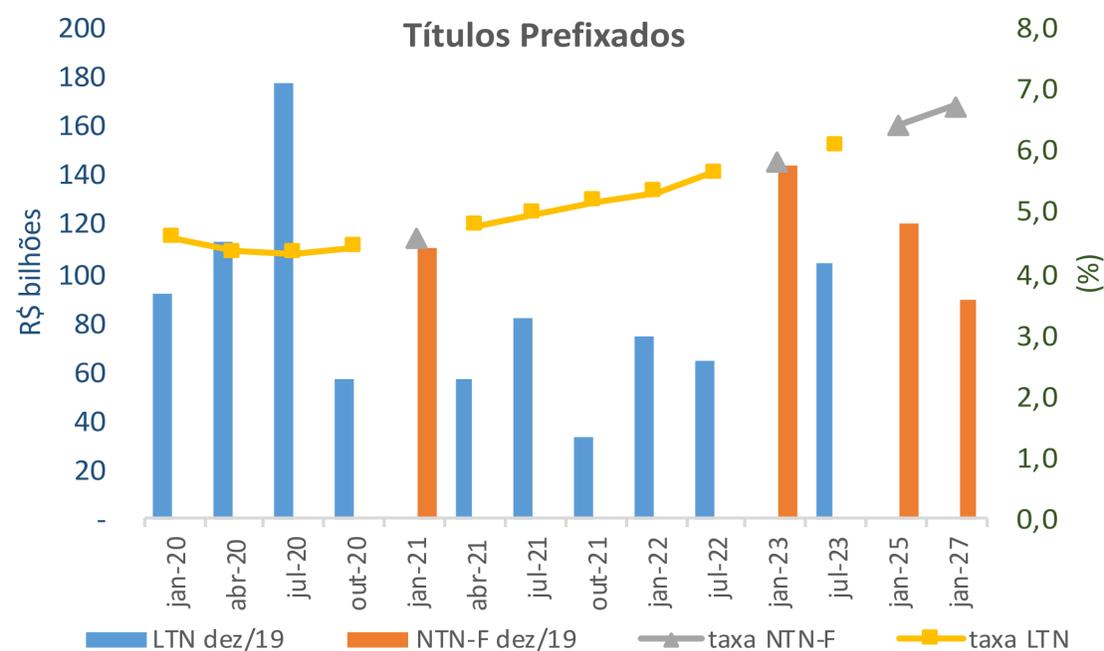
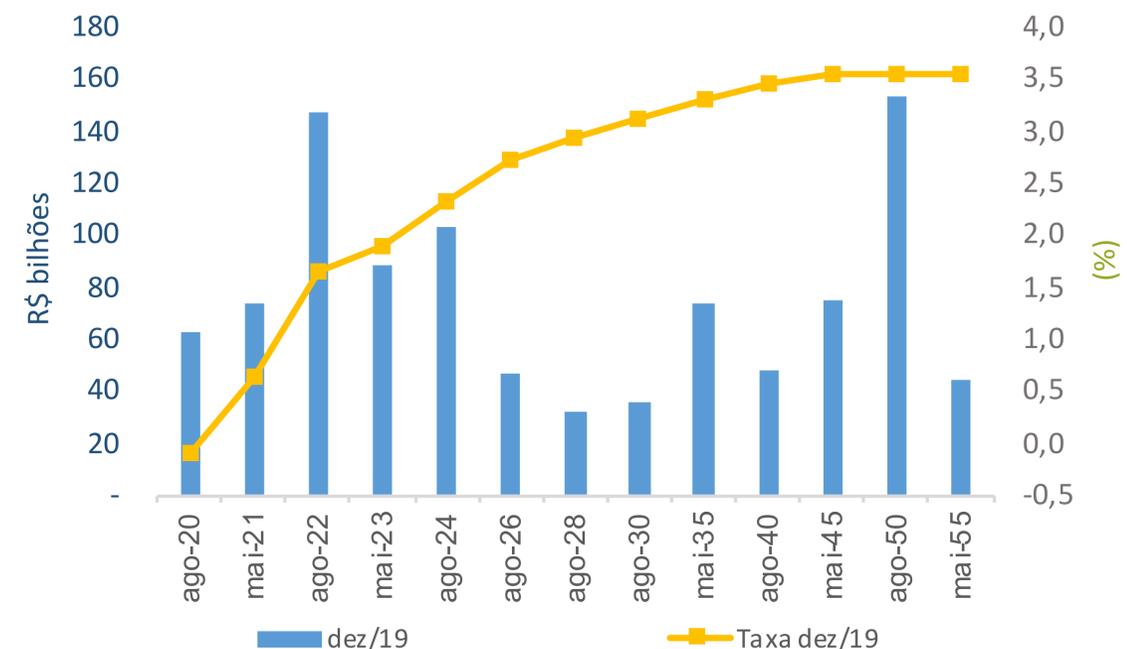


Figura 7b – **Estoque e Taxas dos Títulos Públicos Atrelados a Índices de Preços**



Fonte: Tesouro Nacional e Anbima

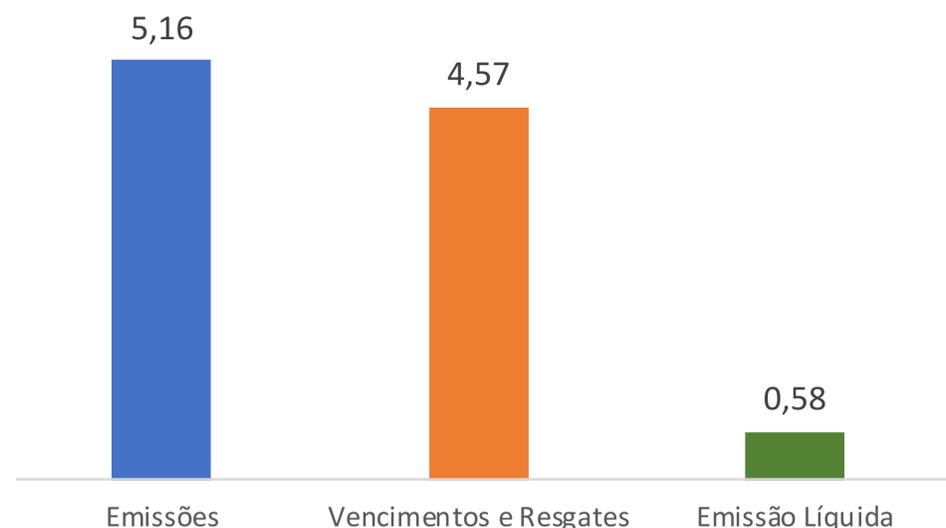
Além das operações tradicionais de oferta pública, o Tesouro Nacional realizou leilões trimestrais de troca de NTN-B, com o objetivo de alongar e favorecer o perfil de maturação da dívida. Tais leilões apresentaram baixo interesse pelos participantes do mercado, demonstrando boa profundidade do mercado secundário desses papéis.

Dívida Externa

Em que pese a significativa redução da dívida externa ao longo dos últimos anos, as colocações de títulos no mercado internacional representam importante instrumento de diversificação de base de investidores, de referência de preços adequadas para o setor corporativo e de alongamento da dívida pública. De fato, a estratégia adotada há mais de uma década consiste na colocação de *benchmarks*, buscando o aperfeiçoamento da curva de juros externa, por meio de atuações qualitativas. Ao longo do ano de 2019, foram emitidos US\$ 5,16 bilhões, enquanto os vencimentos e resgates totalizaram US\$ 4,57 bilhões (Figura 8), aproximadamente.



Figura 8 – Emissão Líquida da DPFe* em 2019 (em US\$)

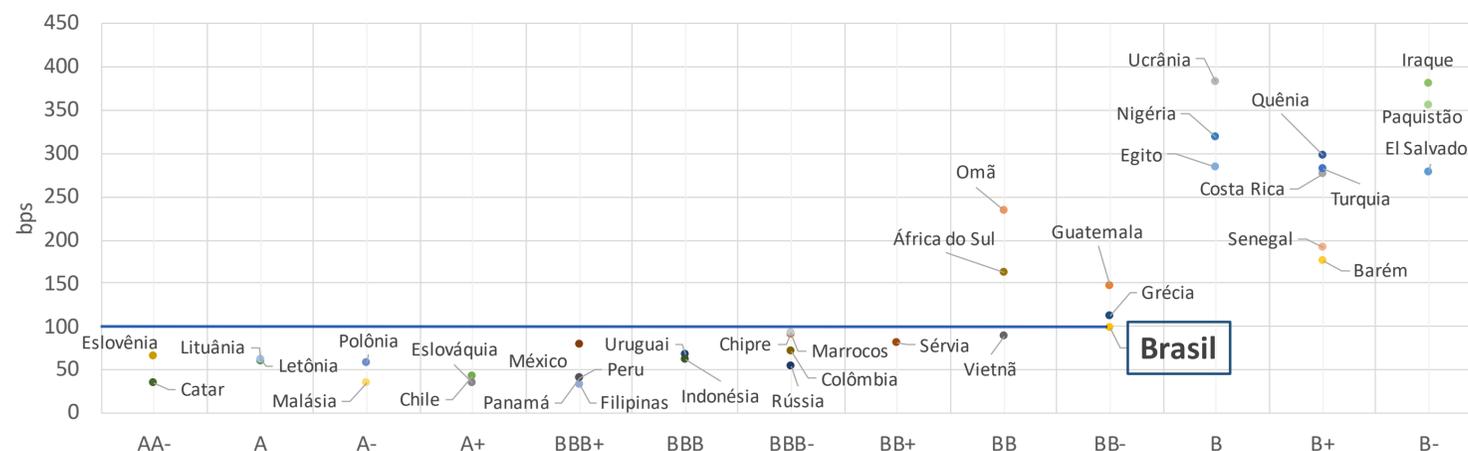


*Dívida Pública Federal Externa (mobiliária e contratual).

Fonte: Tesouro Nacional

O Tesouro Nacional aproveitou a elevada liquidez internacional e a melhora do sentimento dos investidores em relação ao país para estabelecer novos *benchmarks* de 10 e 30 anos. As boas condições se refletiram na tendência observada no *Credit Default Swap (CDS)* ao longo do ano, que renovou mínimas desde a perda do grau de investimento em 2015 (Figura 9), permitindo à República realizar duas operações no mercado internacional.

Figura 9 – CDS 5 anos (em pontos-base) versus Rating



Fonte: Bloomberg

Em 21 de março de 2019, foi emitido um novo *benchmark* de 10 anos, o bônus Global 2029, com taxa de retorno para o investidor de 4,700% a.a. e prêmio (*spread*) em relação ao título do Tesouro americano de 215,8 pontos-base. Essa operação captou o montante de US\$ 1,5 bilhão.

A segunda operação ocorreu em 4 de novembro de 2019. Nessa oportunidade, o Tesouro Nacional realizou a sua primeira emissão *dual tranche* no mercado internacional, emitindo um novo *benchmark* de 30 anos (Global 2050) e reabrindo o Global 2029. Concomitantemente à operação, foi anunciada a recompra de parte dos títulos externos em mercado.

O Global 2050 resultou na captação de US\$ 2,5 bilhões, com taxa de retorno para o investidor de 4,914% a.a., que corresponde a um prêmio de 265 pontos-base acima do título do tesouro americano de prazo similar. Já a reabertura do Global 2029 se deu no montante de US\$ 500 milhões, com taxa de retorno para o investidor de 3,809% a.a., reduzindo em torno de 89 pontos-base em relação à sua emissão inicial em março, o que reflete uma melhora nas condições de financiamento para o Brasil ao longo do ano. O prêmio em relação ao título americano ficou em 203 pontos-base.



[Acesse o Informe Global 2029](#)

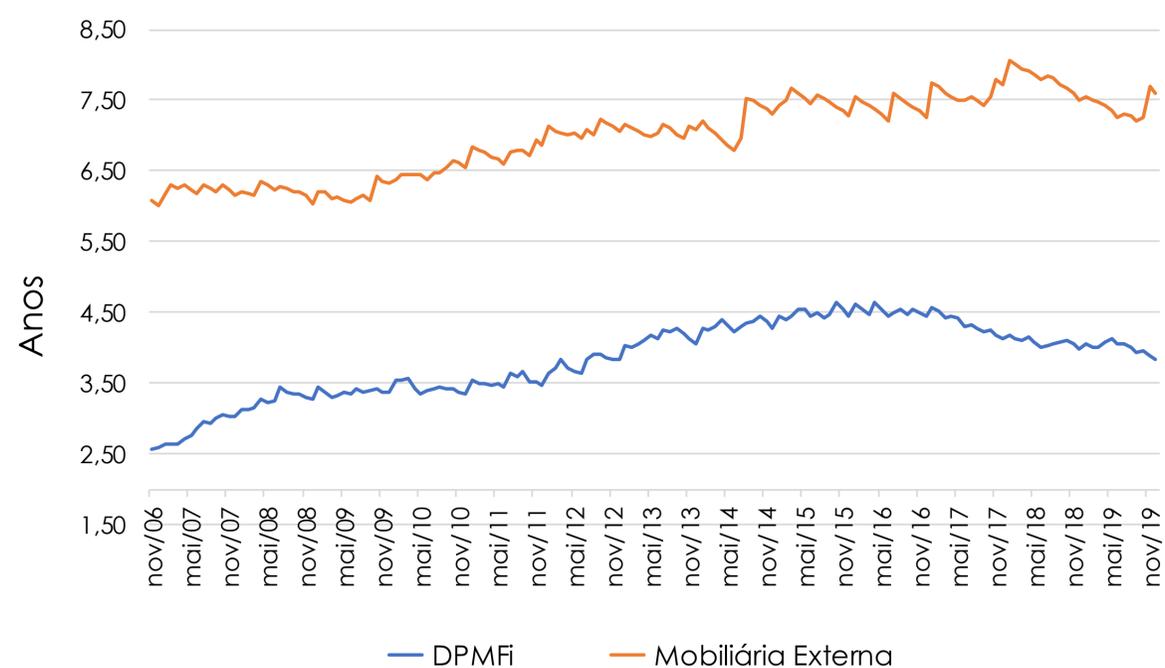


[Acesse o Informe Dual Tranche](#)

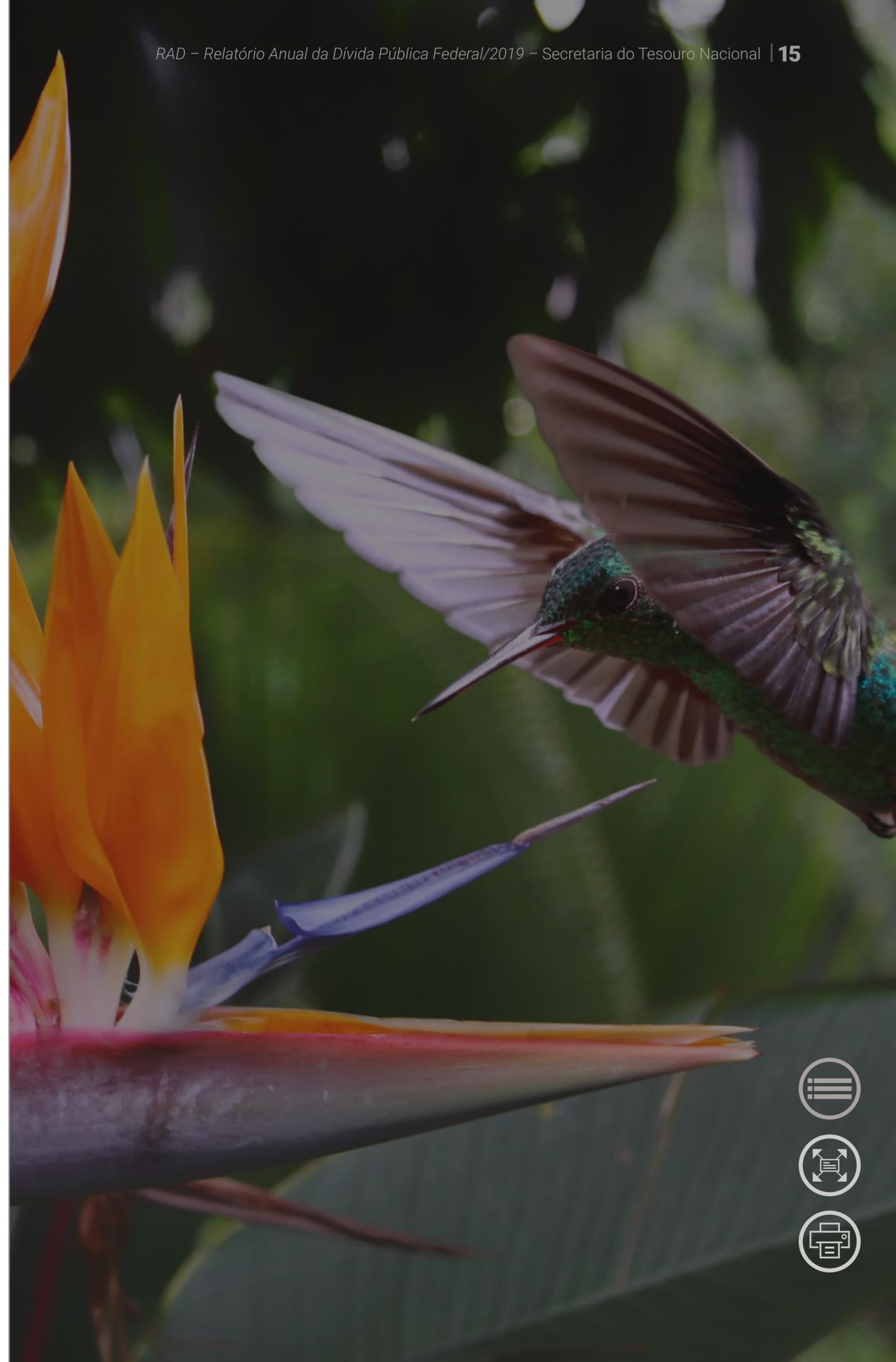


Do total de US\$ 2,5 bilhões dos recursos captados com a emissão do Global 2050, aproximadamente US\$ 1,04 bilhão foi utilizado na recompra de títulos em mercado, formando a ponta de gerenciamento do passivo externo da operação. Os títulos recomprados pagavam encargos entre 5,000% e 12,250%, em contraposição ao Global 2050, com cupom de 4,750%, custo este mais aderente às condições atuais de financiamento. Além da economia de custo, a recompra contribuiu para o alongamento de prazo da DPFe (Figura 10).

Figura 10 – **Prazo Médio** (em anos)



Fonte: Tesouro Nacional



3

Resultados Alcançados

Saíra-preciosa, tangara preciosa

A gestão da dívida em 2019 apresentou resultados aderentes às expectativas constituídas no PAF 2019, destacando-se o incremento da participação de títulos remunerados por juros flutuantes na DPF, decorrente sobretudo dos baixos vencimentos de LFT e da adoção de estratégia visando ao refinanciamento acima de 100% dos vencimentos de principal e juros no ano. Outro destaque foi a redução do custo médio da dívida, que acompanhou a evolução da taxa Selic e o movimento de toda a curva de juros doméstica.

3.1. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

A Tabela 2 mostra que os principais indicadores de estoque, composição e estrutura de vencimentos situaram-se dentro dos limites de referência definidos no PAF 2019.

Tabela 2 – Principais resultados para a Dívida Pública Federal

Indicadores	dez/18	dez/19	Limites para 2019	
			Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	3.877,1	4.248,9	4.100,0	4.300,0
Composição (%)				
Prefixados	33,0	31,0	29,0	33,0
Índice de Preços	27,5	26,0	24,0	28,0
Taxa Flutuante	35,5	38,9	38,0	42,0
Câmbio	4,0	4,1	3,0	7,0
Composição (%)				
% Vencendo em 12 meses	16,3	18,7	17,0	20,0
Prazo Médio (anos)	4,1	4,0	3,9	4,1

Fonte: Tesouro Nacional



Estoque

Em 2019, o estoque da DPF cresceu R\$ 371,8 bilhões, ou seja, cerca de 10% em relação ao ano anterior. A variação incorporou, principalmente, a apropriação de juros no valor de R\$ 330,7 bilhões, como aponta a Tabela 3. Ademais, as emissões líquidas do período contribuíram para que a taxa de crescimento fosse superior ao custo médio dessa dívida (que será visto mais adiante). No caso da DPFe, a apropriação de juros contempla o efeito de oscilações cambiais sobre seu estoque.

Tabela 3 – **Fatores de variação da DPF (R\$ bilhões)**

Indicadores	Estoque		Variação	Fatores de Variação			
	2018	2019		Emissões (a)	Resgates (b)	Emissões Líquidas (a-b)	Juros Apropriados (c)
DPF	3.877,1	4.248,9	371,8	759,2	718,1	41,1	330,7
DPMFi	3.728,9	4.083,2	354,4	738,1	699,9*	38,2	316,2
DPFe	148,2	165,7	17,5	21,1	18,2	2,9	14,5

* Inclui operação de transferência de carteira entre mercado e BCB no valor de R\$ 1.068 milhões, conforme explicitado na planilha 2.9 do anexo RMD/dez/19.

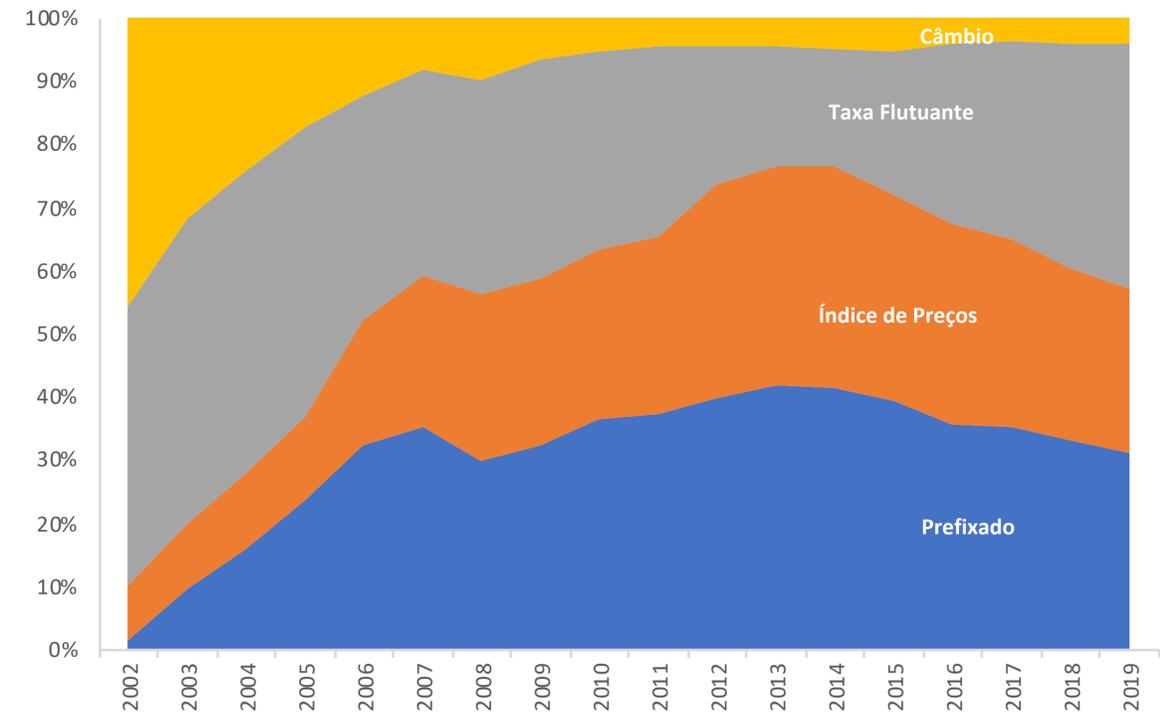
Fonte: Tesouro Nacional

Composição da DPF e risco de mercado

A tendência iniciada em 2015 de elevação na participação de títulos remunerados a taxas flutuantes continuou em 2019. Tais títulos apresentaram um incremento de 3,4 pontos percentuais com relação ao final de 2018, passando de 35,5% para 38,9%. Por outro lado, os prefixados e os remunerados por índices de preço registraram uma queda na participação - de 33% para 31%, e de 27,5% para 26%, respectivamente. A composição da DPF ao longo do tempo é apresentada na Figura 11. As mudanças ocorridas em 2019 refletem emissão líquida de títulos flutuantes e resgate líquido de títulos prefixados e remunerados por índices de preço.

Como a parcela de títulos flutuantes aumentou em 2019, o risco de mercado da DPF foi acentuado.

Figura 11 – **Composição por indexadores da DPF**



Fonte: Tesouro Nacional

Ao longo da última década, houve um aumento significativo do endividamento público. Alterações nos indicadores da DPF, principalmente na composição, refletem o novo patamar da dívida. A LFT é o instrumento que permite ao Tesouro Nacional incrementar a captação de recursos financeiros, sem pressionar a curva de juros e sem concentrar os vencimentos no curto prazo. Uma das alternativas a essa estratégia de financiamento seria aumentar a emissão de LTN de 6 e 12 meses, o que tenderia a incrementar o custo e o risco de refinanciamento de curto prazo.

Dessa forma, a estratégia adotada desde 2015 tem sido vantajosa, especialmente considerando a redução de custo decorrente do novo patamar de taxas de juros. No entanto, cabe ponderar que o crescimento da proporção de LFT aumenta a exposição da dívida a oscilações nas taxas de juros de curto prazo, o que teria impactos negativos em um ciclo de aperto mais acentuado da política monetária e das condições gerais de financiamento.



Apesar das mudanças na composição da DPF em anos recentes, o Tesouro Nacional mantém sua diretriz de longo prazo no sentido de substituir, gradualmente, títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índice de preços. Há de se reconhecer, contudo, que o alcance da composição ótima está condicionado ao progresso da agenda de reformas estruturais, de maneira a completar o processo de consolidação fiscal e viabilizar a plena recuperação da economia.

Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

O risco de refinanciamento da DPF está diretamente relacionado à sua estrutura de vencimentos e seus principais indicadores são o percentual vincendo em doze meses, que é um termômetro de concentração de dívida no curto prazo, e o prazo médio do estoque, que reflete a média de tempo restante para os pagamentos de dívida. Como explicitam as Figuras 12a e 12b, o percentual vincendo em 12 meses aumentou de 16,3% em 2018 para 18,7% em 2019. O prazo médio, por sua vez, reduziu-se de 4,1 para 4 anos.

Figura 12a – **Estrutura de vencimentos da DPF**

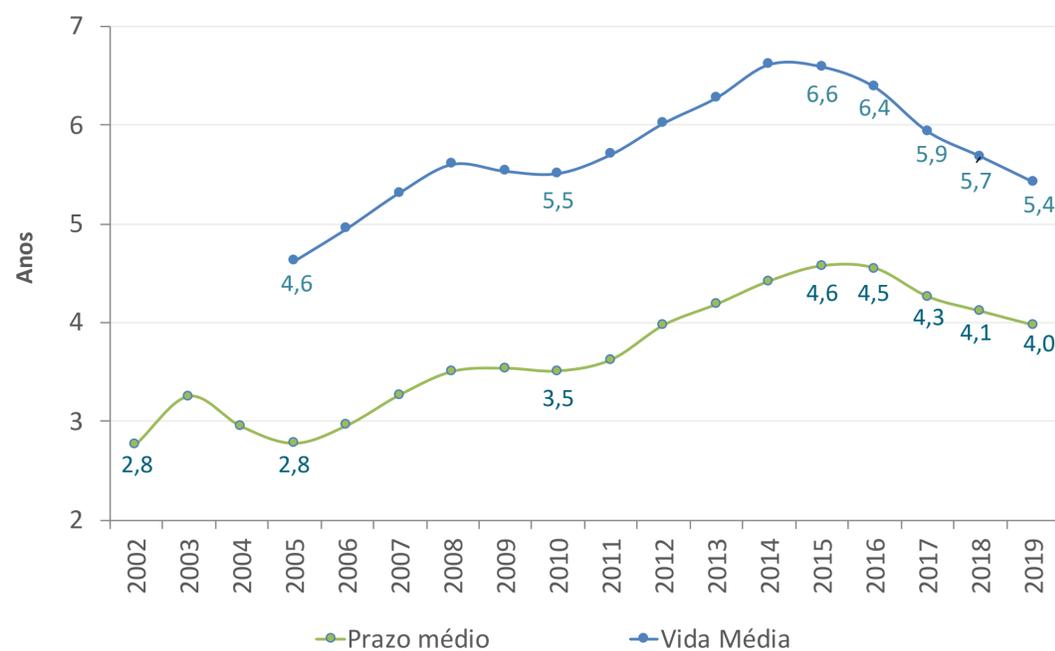
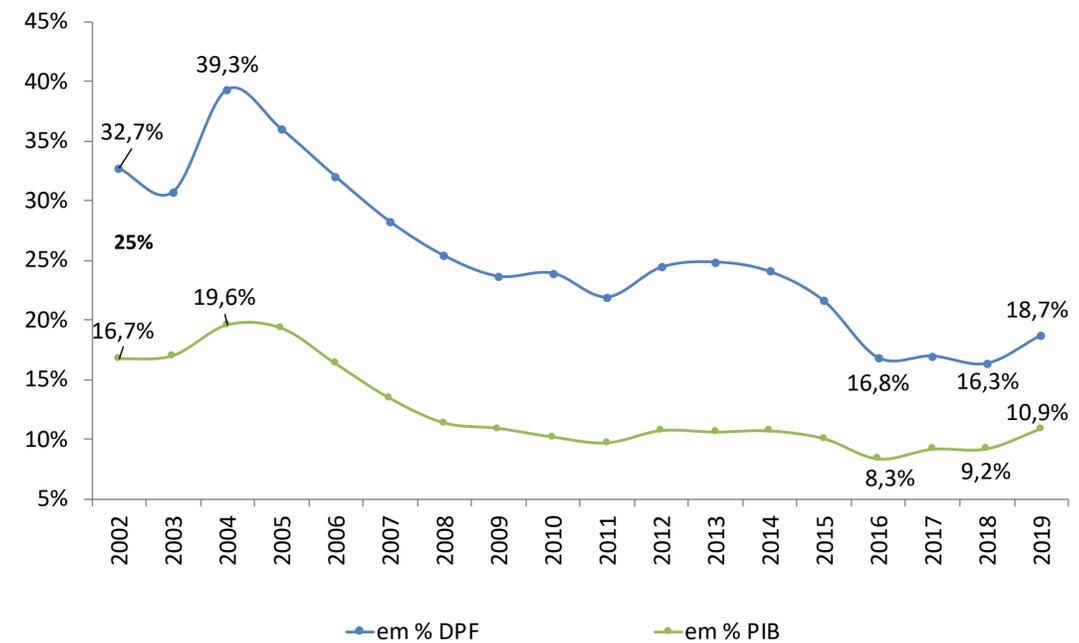


Figura 12b – **Estrutura de vencimentos da DPF**



Fonte: Tesouro Nacional

A estratégia de financiamento é definida de maneira a otimizar as emissões de títulos, sujeita às restrições de mercado. A estratégia adotada pelo Tesouro de reduzir a oferta de LTN de 6 e 12 meses, por exemplo, vem contribuindo para a manutenção do percentual vincendo em doze meses em patamares inferiores a 20% da DPF - nível historicamente baixo para o Brasil. Entretanto, o aumento da necessidade de financiamento desde 2014 teve como consequência um maior volume de vencimentos em 2020, o que explica a elevação no percentual vincendo em 12 meses.

A redução no prazo médio, por sua vez, é explicada sobretudo por restrições de demanda. Os principais instrumentos de alongamento de prazo da DPMFi são a NTN-F, cujos principais demandantes são investidores não-residentes, e a NTN-B do Grupo II, cujos principais demandantes são fundos de pensão. A demanda por esses instrumentos tem se mantido estável ao longo dos últimos anos, em que pese o maior patamar de endividamento. A redução no prazo médio decorre da menor participação relativa de instrumentos de longo prazo nas colocações de títulos públicos.



Ressalte-se que, apesar do comportamento recente dos indicadores de prazo, o risco de refinanciamento se mantém plenamente mitigado por meio da manutenção da reserva de liquidez em níveis historicamente elevados.



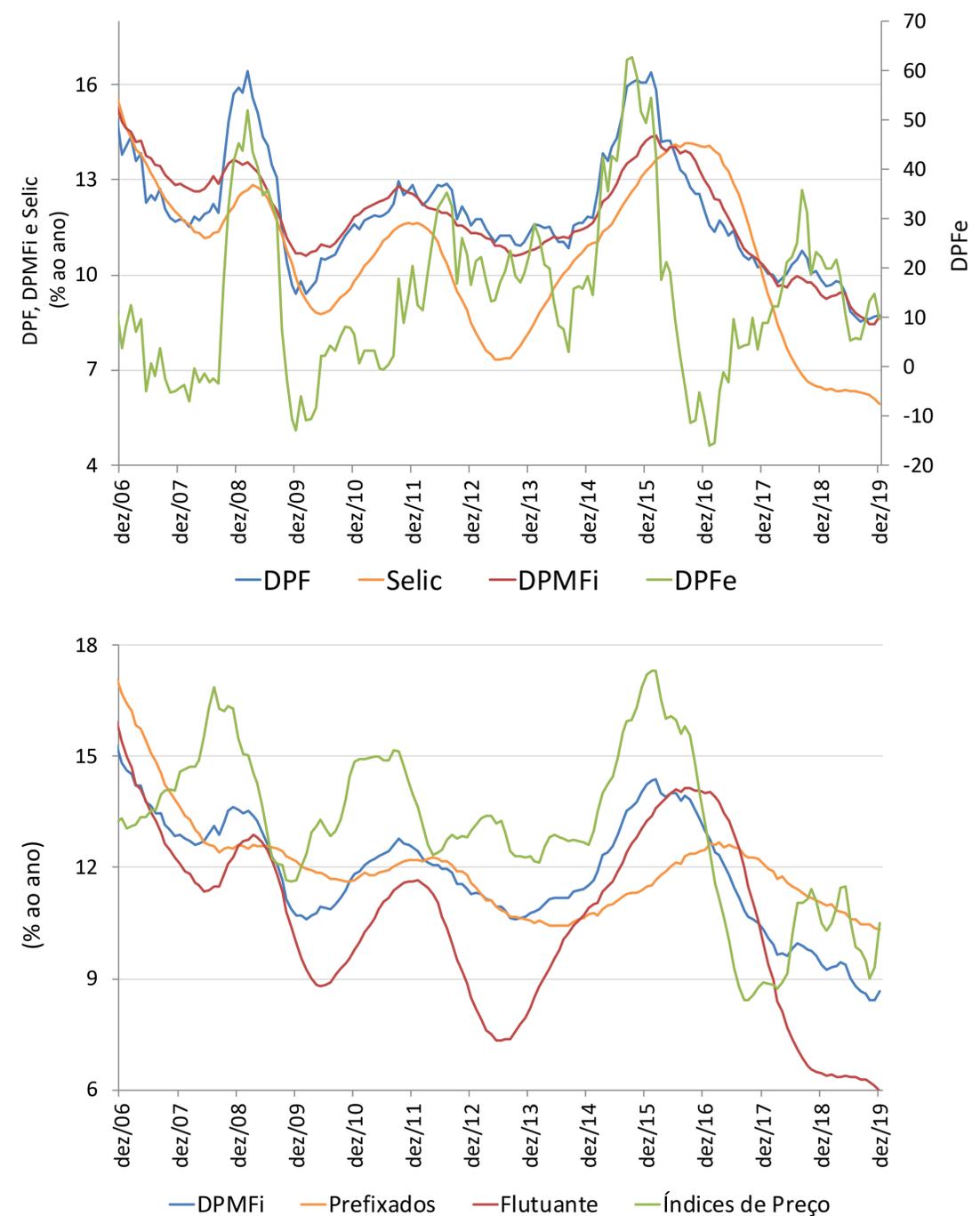
Vida média da DPF

Além do prazo médio, o Tesouro Nacional divulga regularmente a vida média (ATM, do inglês “average term to maturity”) da DPF, indicador ideal para comparações internacionais, uma vez que muitos países utilizam essa métrica para calcular a maturidade de suas dívidas - não o conceito de prazo médio⁵. As informações de vida média da DPF podem ser encontradas no link ao lado.

Custo da Dívida Pública

O atual ciclo de flexibilização da política monetária impactou o custo da dívida, que manteve trajetória de queda em 2019, conforme ilustra a Figura 13. O custo médio acumulado em 12 meses do estoque da DPMFi reduziu-se de 9,37% a.a. em dezembro de 2018 para 8,66% a.a. em dezembro de 2019. Essa queda foi parcialmente suavizada pelo efeito das variações cambiais sobre o custo médio da dívida externa (DPFe), que apresentou valor mais alto no acumulado em 12 meses, de 9,65% a.a., que a DPMFi.

Figura 13 – **Custo médio da DPF (taxa acumulada em 12 meses)**



Fonte: Tesouro Nacional

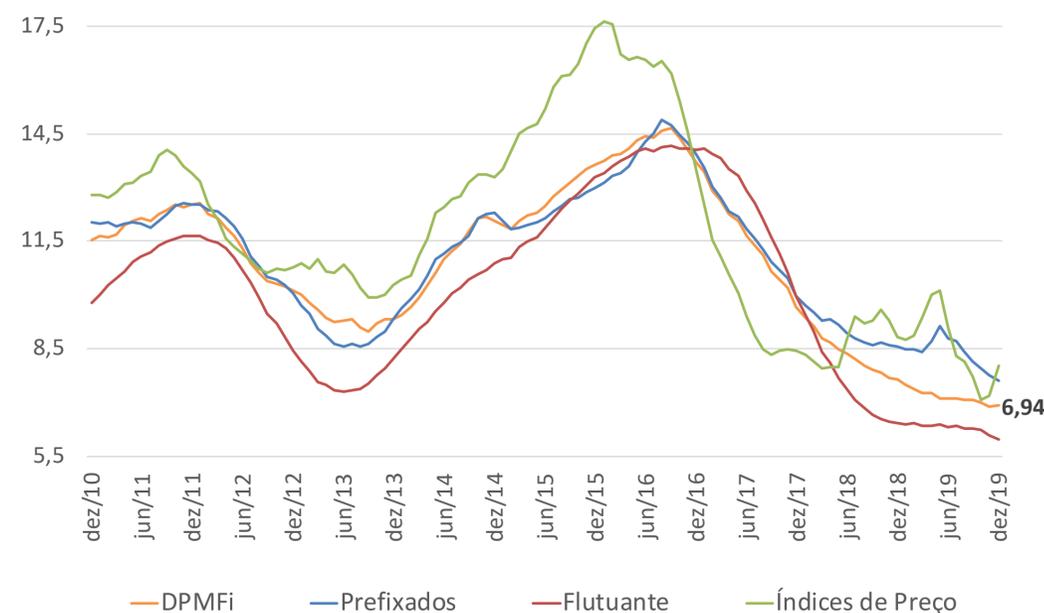
O custo médio de emissão da DPMFi, que mede as condições de acesso ao mercado nos últimos doze meses, também apresentou redução ao longo de 2019. O indicador encerrou o ano em 6,94% a.a., contra 7,64% a.a. em dezembro de 2018. A análise por tipo de indexador mostra queda no custo médio de emissão em todos os títulos.

⁵ 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 limitações, motivo do menor destaque dado a esse indicador nas estatísticas da DPF, fazem com que ele apresente valores bastante superiores ao prazo médio. Apesar disso, 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 custo médio de emissão reflete as taxas de financiamento da dívida em captações mais recentes, razão pela qual esse indicador tende a acompanhar a evolução da taxa de juros básica da economia. O custo médio do estoque, por outro lado, tende a ser mais estável, levando mais tempo 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 14 – **Custo de emissão da DPMFi (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)**



Fonte: Tesouro Nacional

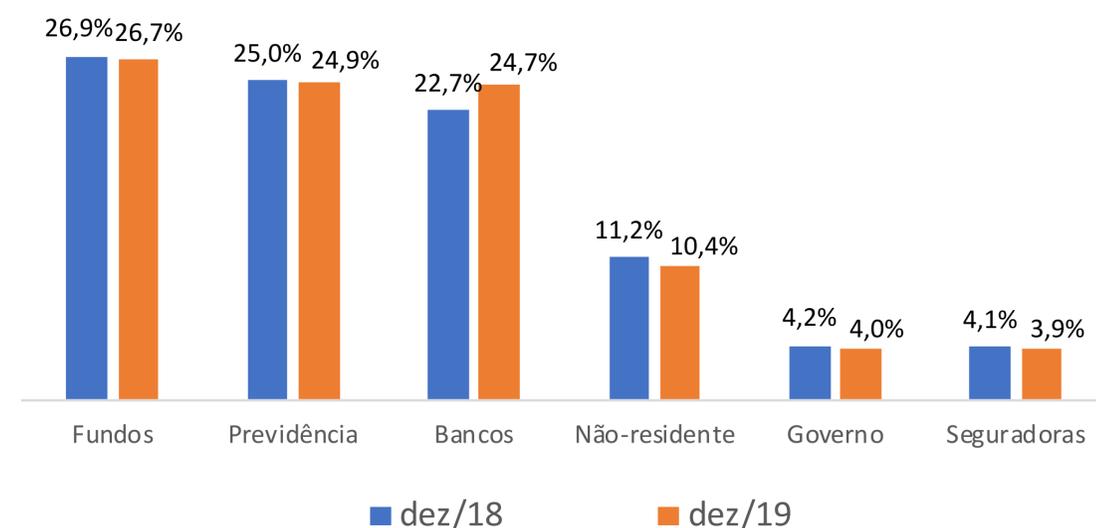
A atual composição da DPF, com aproximadamente 40% de títulos indexados à taxa Selic, incorpora rapidamente aos indicadores de custo da DPF a queda da taxa de juros do atual ciclo de flexibilização da política monetária. Por conseguinte, uma reversão desse ciclo, com aumento da taxa de juros de curto prazo (Selic), tem o potencial de impactar os indicadores de custo com a mesma magnitude e tempestividade. Isso demonstra a necessidade premente de uma consolidação fiscal que crie condições macroeconômicas favoráveis à implementação das diretrizes da DPF, no sentido de aumentar a parcela de títulos prefixados e atrelados a índice de preços.

3.2 Base de Investidores

Uma das diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF e contribuem para que a sua gestão seja mais eficiente é a ampliação e a diversificação da base de investidores. A existência de diferentes perfis de risco e de horizontes de investimento minimiza os efeitos do comportamento de determinado grupo sobre preços dos títulos públicos e mitiga riscos da dívida na medida em que contribui para ampliar a liquidez dos títulos no mercado secundário e reduzir sua volatilidade.

Em 2019, os Fundos de Investimento permaneceram como o principal grupo de detentores, encerrando o ano com participação 26,7%, próxima à estabilidade. Em seguida, vem o grupo Previdência, com participação de 25,0%, número também semelhante ao do ano anterior. Conforme explicitado na Figura 15, a base de investidores da DPMFi manteve-se diversificada, sem alterações expressivas, o que corrobora a sua relevância para a gestão de riscos da dívida.

Figura 15 – **Evolução da Base de Detentores da DPMFi (% da DPMFi)**



Fonte: Tesouro Nacional e Selic



Em comparação a 2018, a variação do estoque do grupo de não-residentes apresentou um crescimento de R\$ 7,4 bilhões em 2019, o que contribuiu para que houvesse uma redução da participação relativa desse grupo na DPMFi, saindo de 11,2% para 10,4% (Figura 15). Espera-se que, com a retomada do crescimento da economia, à medida que a implementação de reformas estruturais progrida, a entrada desse grupo seja ainda mais expressiva.

Figura 16 – **Variação da carteira de não-residentes (R\$ bilhões)**

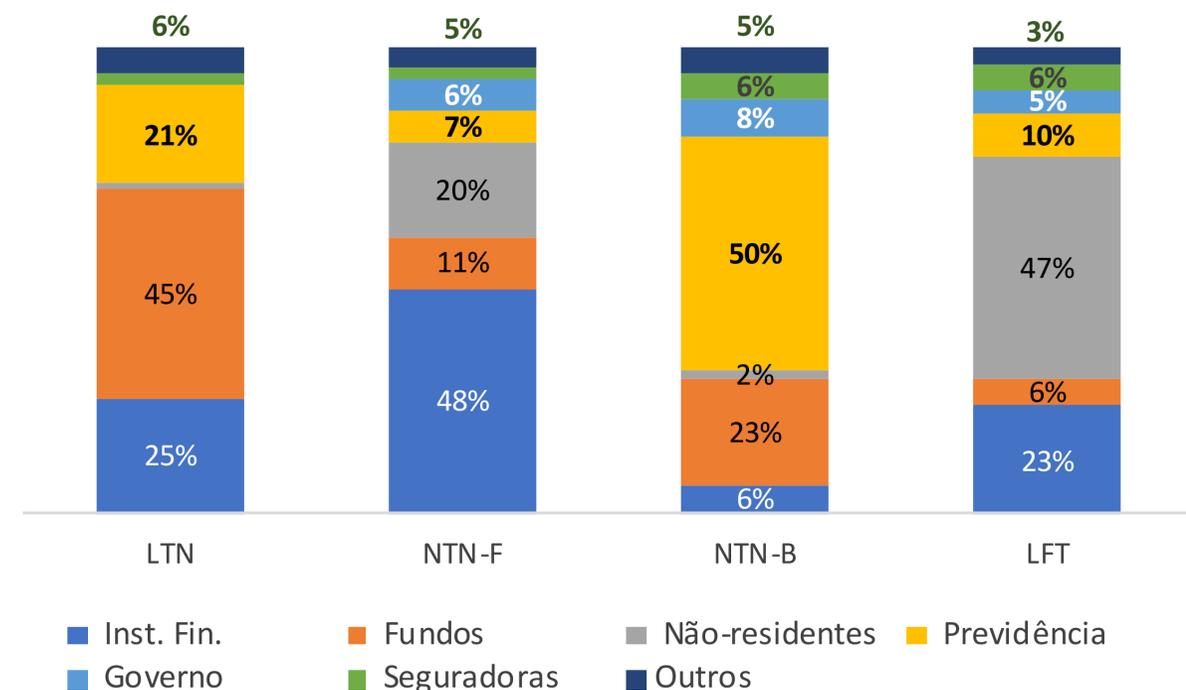


Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

Independentemente da variação percentual, todos os grupos apresentaram um incremento no estoque em 2019: Instituições Financeiras (em R\$ 160 bilhões), Previdência (em R\$ 85,3 bilhões) e Fundos de Investimento (em R\$ 85,9 bilhões) foram os grupos com as variações mais significativas.

A Figura 17, referente à participação dos detentores por título, explicita algumas especificidades: o grupo Previdência detém 50% do total de NTN-B em mercado; os não-residentes possuem 47% da NTN-F; 48% da LTN está na carteira de Instituições Financeiras; e 45% do estoque de LFT encontra-se com Fundos de Investimento.

Figura 17 – **Participação de detentores por títulos**

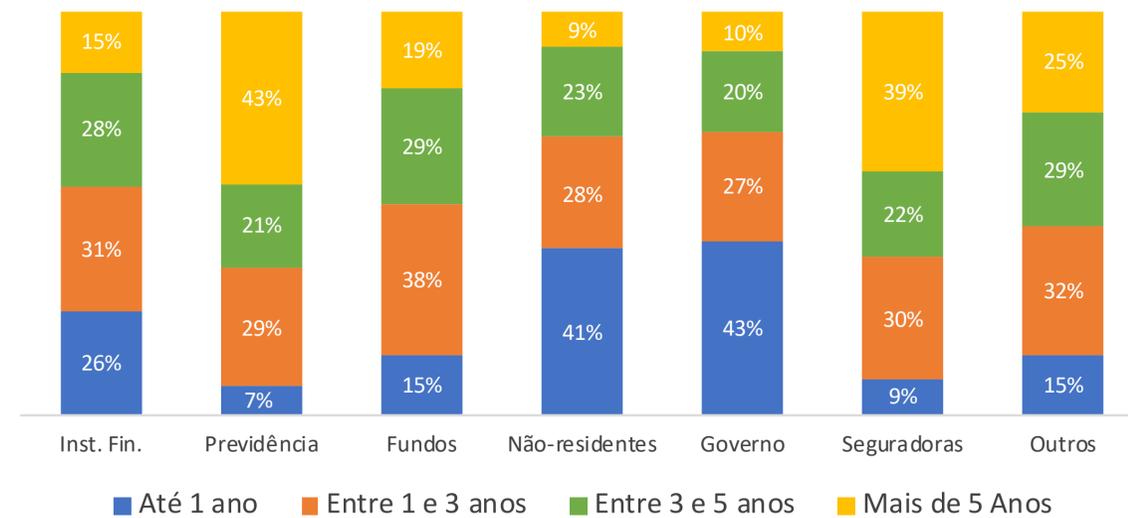


Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

A composição da carteira dos principais grupos de detentores e a distribuição por prazo de vencimento são apresentadas nas Figuras 18 e 19. Entre outros pontos, tais figuras evidenciam que 91% das aplicações de não-residentes em títulos públicos é direcionada a prefixados e 43% da carteira de Previdência tem prazo superior a cinco anos.

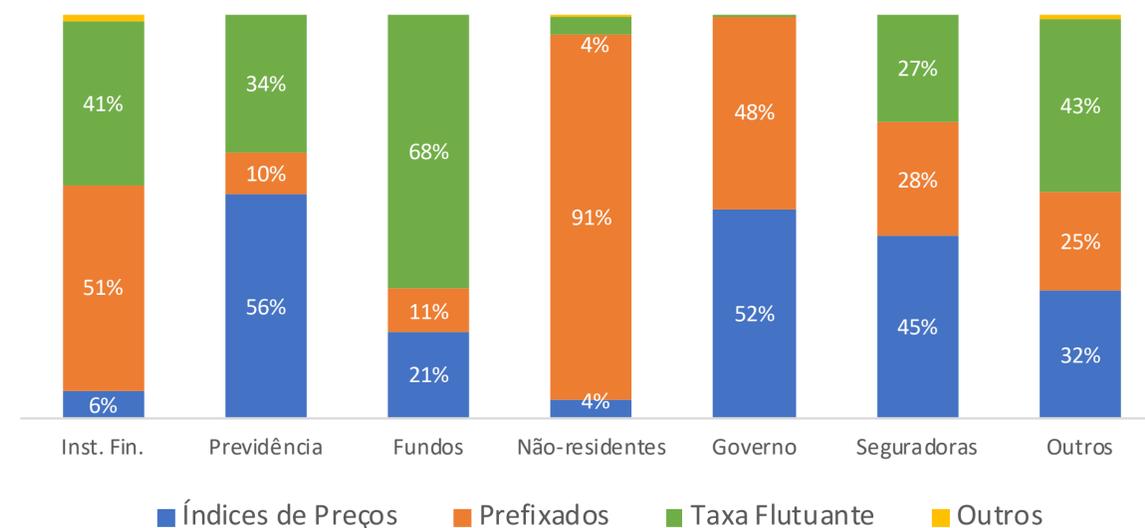


Figura 18 - **Distribuição por prazo de vencimento**



Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

Figura 19 - **Composição da carteira de detentores**



Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

Box 2 – ETF apoiado pelo Tesouro Nacional

Ao longo da sua história, o Tesouro Nacional vem desenvolvendo iniciativas que contribuem para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, em especial com o mercado primário e secundário de títulos públicos federais. Um mercado financeiro mais eficiente, líquido e transparente tem o potencial de melhorar as condições de financiamento do país, com benefícios para toda a sociedade.

Em maio de 2019, o Tesouro Nacional voltou a celebrar a conclusão de mais uma iniciativa: o lançamento do IT NOW ID ETF IMA-B (IMAB11) – um Exchange-Traded Fund (ETF) de renda fixa referenciado no índice IMA-B de títulos públicos, concebido no âmbito do Projeto ID ETF do Banco Mundial, que escolheu o Brasil para implementá-lo de forma pioneira.

Atento ao potencial de externalidades positivas do ETF, o Tesouro trabalhou para a construção de estruturas regulatórias, arcabouço tributário e sistemas necessários ao desenvolvimento da indústria de ETF de renda fixa. Como resultado, o IMAB11 representou o primeiro ETF de renda fixa referenciado em índice de títulos públicos no país, sendo observadas novas ofertas de ETFs dessa classe de ativos na esteira do seu lançamento.

O número de investidores de ETF no Brasil vem aumentando expressivamente nos últimos anos. Atualmente existem 20 ETFs listados na bolsa brasileira, sendo responsáveis pela gestão de aproximadamente R\$ 22 bilhões em ativos – R\$ 18 bilhões do segmento de renda variável e R\$ 4 bilhões do segmento de renda fixa. O Tesouro Nacional acredita no enorme potencial de crescimento de forma autônoma desse mercado, com diversidade de gestores e de investidores, aspectos que devem fortalecer ainda mais o mercado de capitais do Brasil.

Informações detalhadas sobre o projeto ID ETF podem ser obtidas [no site do Tesouro Nacional](#).



3.3. Tesouro Direto

Em 2019, o Programa Tesouro Direto (TD), que tem por objetivos democratizar o acesso aos títulos públicos como uma opção de investimento e fomentar a educação financeira da sociedade brasileira, alcançou mais uma série de recordes na sua trajetória de crescimento.

Esse ano registrou o acréscimo de 414.863 investidores ativos, que representam aqueles que efetivamente possuem aplicações, o maior crescimento da série histórica. Com esse resultado, o TD alcançou a marca de 1.201.181 investidores com posição, um número 52,8% maior que o verificado ao final de 2018.

Lançamento do novo site do Programa Tesouro Direto

Em setembro, foi disponibilizado o novo site do TD, que não somente contém um layout mais moderno e amigável, como também oferece funcionalidades que facilitam a experiência dos investidores.

Benefícios:

- Acesso mais rápido às principais informações do Programa;
- Nova área transacional para as operações de investimento e resgate;
- Versão atualizada do simulador, que facilita as comparações com os outros produtos de renda fixa; e
- Histórico de preços e taxas.



Outro indicador que ajuda a corroborar a democratização do programa é o número de operações de investimento até R\$ 1 mil. Em 2019, 65% de todas as operações de investimento no Programa envolveram valores até R\$ 1 mil. Esse resultado demonstra uma tendência de aumento da participação de pequenos investidores, em especial, quando comparamos com os percentuais

dessa faixa de investimento em 2017 (51,3%) e 2018 (60,2%). No Tesouro Direto, é possível investir com aproximadamente R\$ 30,00, ou seja, trata-se de uma excelente oportunidade de investimento para pequenos investidores que buscam uma opção segura, transparente e com boa rentabilidade.

Para mais informações, acesse o [site do Programa](#).

Redução do spread do Tesouro Selic

Em abril/2019, houve uma redução no spread do Tesouro Selic do Programa Tesouro Direto, de 4 bps para 1 bp.

Benefícios:

- Melhora da competitividade do Tesouro Selic em um cenário de juros estruturalmente baixos;
- Maior rentabilidade para o investidor.



3.4. Sistema de Dealers e Mercado Secundário de Títulos

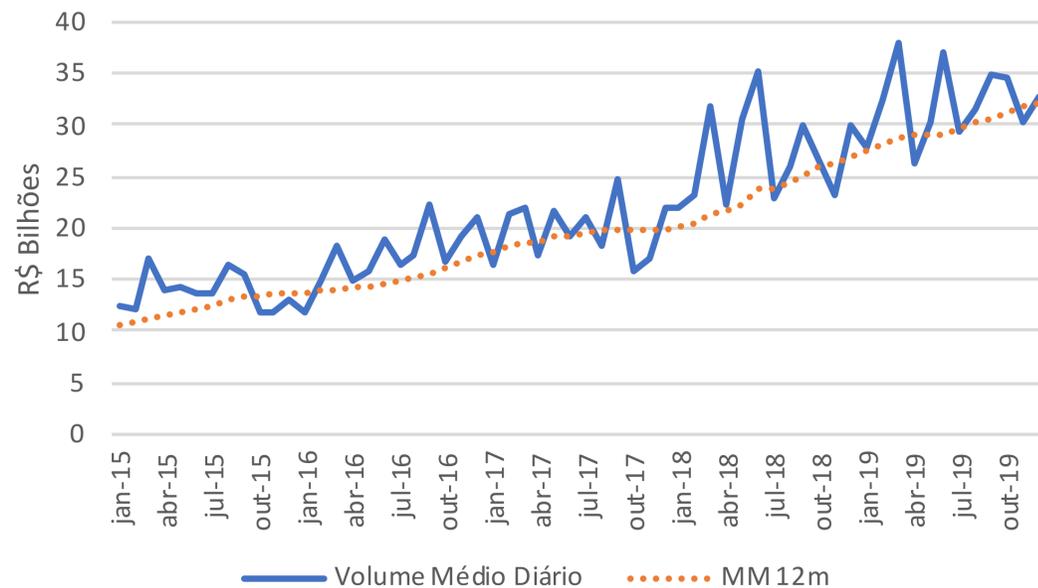
O Tesouro Nacional credencia instituições financeiras com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Conhecidas como *dealers*, essas instituições atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais, nas quais o Tesouro exige delas uma participação mínima nas ofertas públicas, 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.



Com o objetivo de aperfeiçoar o Sistema de *Dealers*, o Tesouro Nacional publicou a Portaria STN nº 534, de 09 de agosto de 2019, que terá efeito a partir de 10 de fevereiro de 2020. A principal novidade do documento foi revisar os pesos atribuídos às operações no mercado secundário de títulos públicos federais, de modo a aumentar os incentivos para as transações envolvendo papéis de maior prazo.

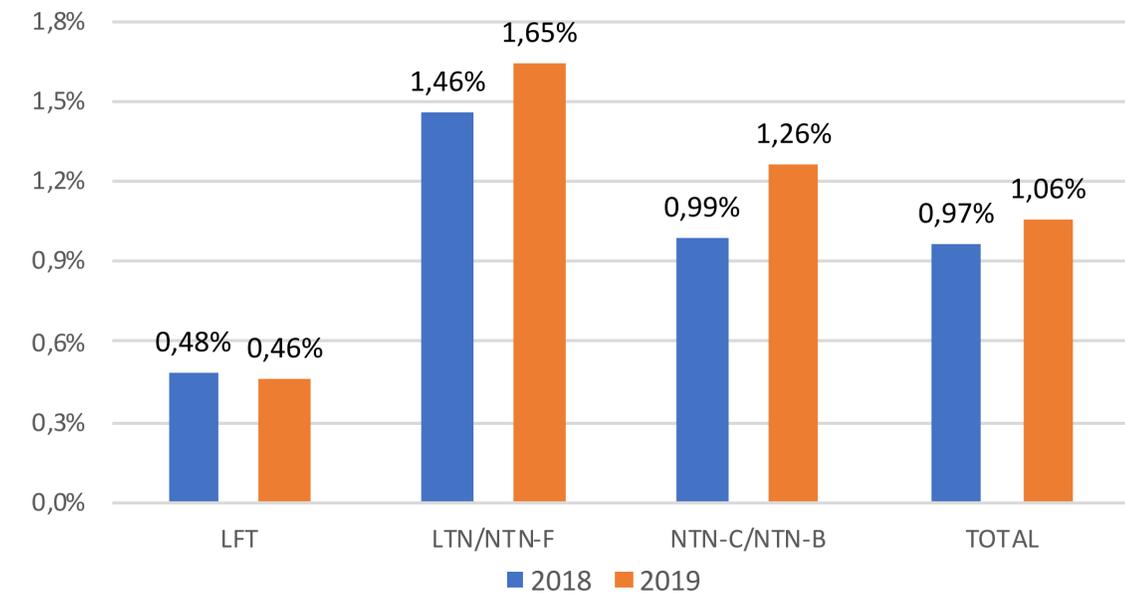
Os dados na Figura 20 ilustram a tendência de crescimento do volume negociado no mercado secundário desde a separação do Sistema de *Dealers* do Banco Central e do Tesouro Nacional em 2015. O volume médio diário, que era de aproximadamente R\$ 12 bilhões em janeiro de 2015, alcançou R\$ 32 bilhões em dezembro de 2019, considerando o conceito extragrupo (negociações entre instituições de diferentes conglomerados financeiros). Em particular, em 2019 houve evolução no volume negociado em relação ao estoque dos respectivos títulos, métrica importante de liquidez (Figura 21).

Figura 20 – **Volumes Negociados no Mercado Secundário de Títulos Públicos**



Fonte: Tesouro Nacional

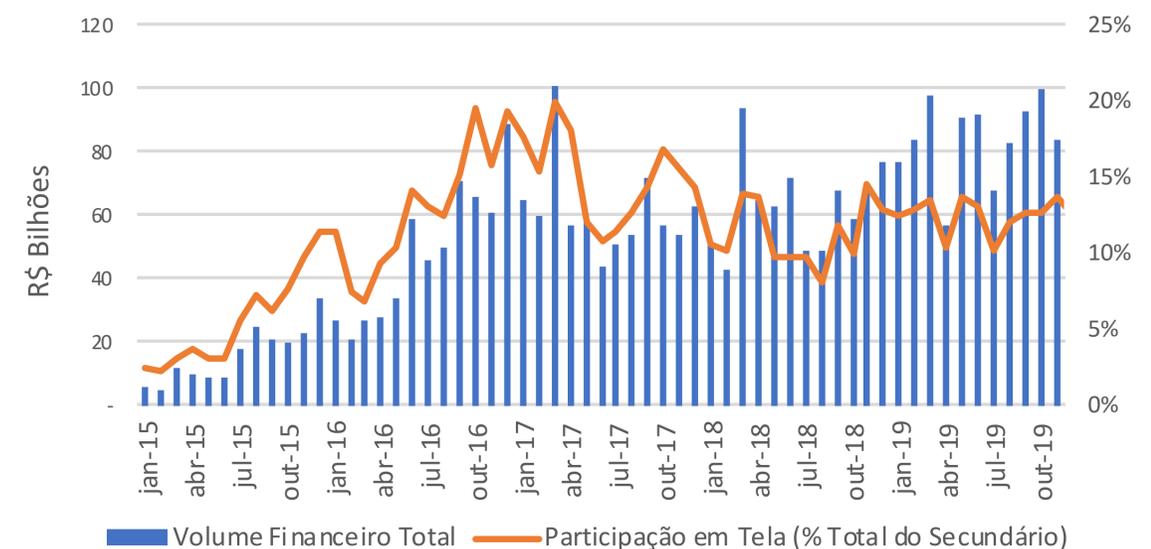
Figura 21 – **Volume médio diário em relação ao estoque**



Fonte: Tesouro Nacional

Outro segmento que o Tesouro Nacional 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\$ 6 bilhões de volume negociado em plataformas eletrônicas em janeiro de 2015 para cerca de R\$ 85 bilhões em dezembro de 2019.

Figura 22 – **Mercado Secundário em Plataformas Eletrônicas**



Fonte: Tesouro Nacional



4

Garantias



A União concede garantias às operações de crédito dos entes subnacionais, entidades controladas estaduais, bancos e estatais federais visando reduzir o risco de crédito dos tomadores de recursos, ao possibilitar a captação a custos menores do que na ausência dessas garantias.

A dívida garantida constitui um passivo contingente da União, de modo que o acompanhamento do saldo dessa dívida, assim como a execução das garantias, é relevante para a gestão da dívida pública, tendo ganhado importância com a atual crise financeira dos estados, quando passou a incorporar as necessidades orçamentárias e financeiras do governo federal. Como mostra a Tabela 4, ao final de 2019, o saldo devedor de garantias concedidas a operações de crédito sob responsabilidade do Tesouro Nacional totalizou R\$ 255,9 bilhões, sendo R\$ 109,3 bilhões em operações internas e R\$ 146,6 bilhões em operações externas.

Tabela 4 – **Total de garantias e honras em operações de crédito (R\$ bilhões)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Garantias Internas	22,6	52,7	80,6	112,3	111,1	115,5	114,3	109,3
Estados	13,2	39,9	61,9	81,8	81,3	84,7	91,4	90,9
Outros	9,4	12,8	18,7	30,5	29,8	26,8	22,9	18,4
Garantias Externas	48,6	56,1	70,2	110,6	103,8	121,8	143,9	146,6
Estados	29,2	35,7	47,7	77,8	75,5	91,2	107,7	109,6
Outros	19,4	20,4	22,5	32,8	28,3	30,6	36,3	37,0
Total de Garantias	71,2	108,8	150,8	222,9	214,9	233,3	258,2	255,9
Total Honras de Garantias	0	0	0	0	2,4	4,1	4,8	8,3

Fonte: Tesouro Nacional

O montante de garantias honradas alcançou R\$ 8,3 bilhões em 2019, o que representou um aumento de 73% em relação ao valor honrado em 2018, no montante de R\$ 4,8 bilhões. As honras de aval pagas em 2019 são referentes às inadimplências dos Estados do Rio de Janeiro (R\$ 4,0 bilhões), Minas Gerais (R\$ 3,3 bilhões), Goiás (R\$ 770 milhões), Rio Grande do Norte (R\$ 139 milhões) e Amapá (R\$ 90 milhões), e dos Municípios de Belford Roxo/RJ e Cachoeirinha/RS (R\$ 3,4 milhões).

A União está impedida de recuperar as contragarantias referentes às honras de aval executadas do Estado do Rio de Janeiro, que se encontra sob o Regime de Recuperação Fiscal (RRF) - instituído pela Lei Complementar nº 159/2017. A execução das contragarantias dos estados



de Goiás, Minas Gerais, Rio Grande do Norte e Amapá também está suspensa, uma vez que esses entes obtiveram liminares no Supremo Tribunal Federal (STF) ao longo de 2019 que impedem a União de executar as referidas contragarantias.

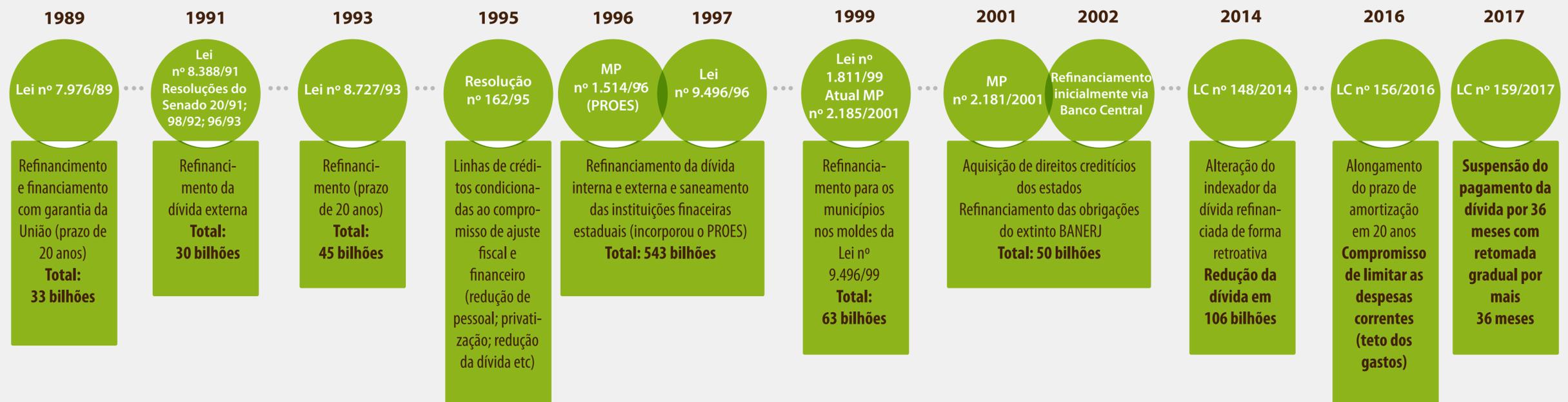
O aumento de honras de garantia sem a correspondente recuperação das contragarantias tem como efeito final o aumento da DPF, uma vez que essas despesas são pagas com recursos de emissão de dívida. Dessa forma, a inadimplência de alguns entes tem o reflexo de aumentar as despesas financeiras do governo, onerando a sociedade como um todo.

O Tesouro Nacional divulga quadrimestralmente o [Relatório Quadrimestral de Operações de Créditos Garantidas](#), que traz um detalhamento da situação das dívidas garantidas de todos os estados, bem como uma visão global desse passivo contingente ao qual a União está exposta.

Box 3 – Assunção e reestruturação das dívidas dos entes subnacionais

A assunção e reestruturação das dívidas dos entes subnacionais pela União impacta diretamente a necessidade de financiamento da DPF. Geralmente, os pagamentos realizados pelos entes ao Governo Federal (GF) são inferiores aos montantes assumidos pela União, o que significa a concessão de subsídios. Isso ocorre também quando há troca de indexadores que resultam em condições mais favoráveis aos entes, o que ocasiona perda de receita para o GF fazer frente aos débitos assumidos. A Figura 23 descreve o histórico de renegociações nos últimos 30 anos.

Figura 23 – **Histórico de reestruturações e assunções de dívidas dos entes subnacionais pelo Governo Federal (em R\$)**



Valores correspondentes aos montantes inicialmente contratados, atualizados pelos respectivos indexadores. Posição dezembro de 2018.

(Continua) ▶



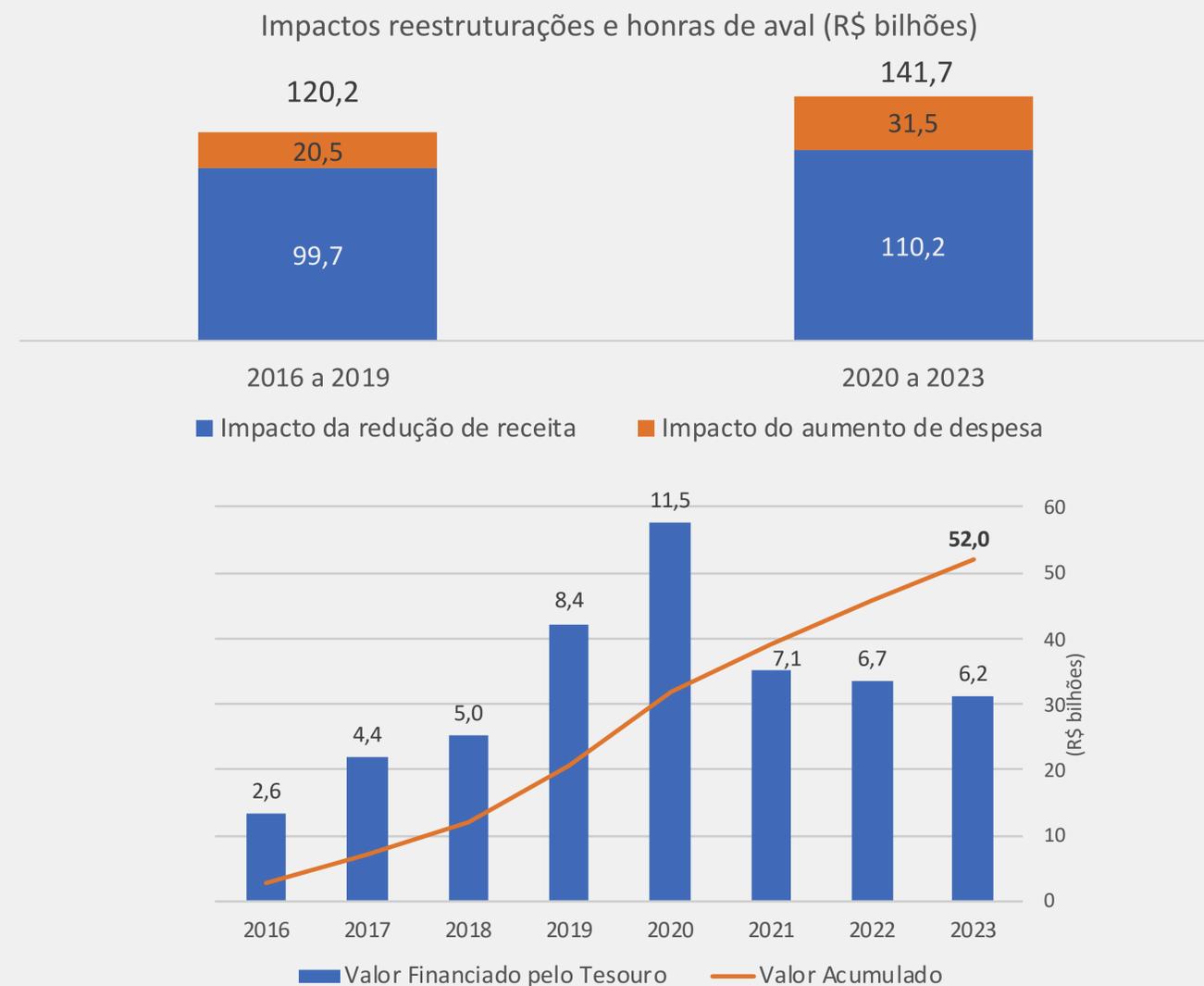
Em 1997, a União realizou uma das mais relevantes reestruturações de dívida dos entes subnacionais. Por meio da Lei nº 9496/1997, o Tesouro Nacional assumiu, consolidou e refinanciou a dívida mobiliária dos entes, que passaram a ter obrigações diretamente com o GF, mas em condições de custos e prazos favoráveis. As dívidas estaduais foram consolidadas à taxa nominal equivalente ao Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) acrescido, em geral, de juros de 6% a.a., que corresponderam, em 1995, a 21,67% a.a., contra um custo de captação da União de 53,09% a.a..

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 se reduziram em relação aos contratos originais oriundos da Lei nº 9496/1997. Além disso, as receitas do GF vêm caindo devido aos impactos relacionados ao RRF e às liminares judiciais que possibilitam a alguns estados devedores a suspensão do pagamento de suas dívidas. Além dessa perda de receitas, o RRF e as decisões judiciais expedidas pelo STF aumentam as despesas da União devido à necessidade de honrar garantias em contratos dos entes junto a diversos credores, sem a possibilidade de acessar suas contragarantias.

A perda total devido às operações de reestruturações ocorridas após 2014, incluindo perda de receitas e o aumento de despesas de honras de garantias, encontra-se nas Figuras 24 e 25. Destaca-se o valor pago pelo Tesouro Nacional em honras de garantias no âmbito do RRF e de liminares judiciais, desde 2016, incluindo projeções até 2023.

O impacto total em 2019 foi de R\$ 34,91 bilhões, dos quais R\$ 26,47 bilhões correspondem a receitas frustradas e R\$ 8,44 bilhões, despesas com honras de aval (trazidos a valor presente – 31/12/19). Esse impacto representa um aumento de igual proporção na necessidade de financiamento do Governo Federal no ano passado.

Figuras 24 e 25 – **Impacto acumulado das medidas de reestruturação de dívida e honras de garantias**



Fonte: Tesouro Nacional. Valores corrigidos pelo IPCA, posição 31/12/2019

Em suma, a assunção e reestruturação de dívidas dos entes subnacionais pelo Tesouro transfere o custo do descontrole fiscal de alguns entes para toda a sociedade brasileira, uma vez que a União precisa recorrer ao mercado para financiar essa dívida.

Para mais informações sobre as garantias concedidas pela União a operações de crédito de entes subnacionais, acesse os [Relatórios Quadrimestrais de Operações de Crédito Garantidas](#) divulgados pelo Tesouro.



5

Conclusão

Nesta 17ª edição do RAD, buscou-se apresentar os principais resultados relacionados à gestão da DPF, à luz do PAF elaborado para o respectivo ano e do cenário macroeconômico de 2019.

O atual ambiente de implementação de reformas fiscais no país trouxe elementos que auxiliaram a gestão da DPF em 2019. Medidas fiscais, como a aprovação da reforma da previdência, a busca pela diminuição do papel do Estado como indutor do crescimento econômico por meio de bancos públicos, o compromisso com o cumprimento das regras fiscais, entre outros, criaram o contexto necessário para a redução dos níveis de taxas de juros, o que resultou na queda dos indicadores de custo da DPF aos menores patamares da série histórica.

Em que pesem os ganhos significativos desse cenário de reformas, é importante destacar a relevância da continuidade da aprovação das reformas fiscais, não somente das que já foram enviadas ao Congresso Nacional, como das que ainda serão encaminhadas ao longo de 2020, para a consolidação de um ambiente favorável à reversão da deterioração da composição da DPF. Nos últimos anos, a pequena parcela de vencimento de títulos flutuantes e a necessidade de emissões líquidas positivas para financiar os recorrentes déficits primários do Governo Central fizeram com que a participação desses títulos aumentasse na composição da DPF. Se, por um lado, essa composição foi favorável à queda dos indicadores de custo da DPF diante da redução da taxa Selic, por outro, ela traz riscos significativos à gestão da DPF em ciclos de aperto monetário.

Nesse contexto, a STN dará continuidade ao seu papel na discussão sobre os impactos que as medidas fiscais trazem para os indicadores da DPF, e, conseqüentemente, para a gestão da dívida. Ao fomentar essa discussão, o Tesouro promove a transparência do assunto para a sociedade brasileira, auxiliando a tomada de decisão dos formuladores de políticas públicas.

