



TESOURO NACIONAL

2022
RAD

Divulgado em
26/01/2023

Ministério da Fazenda
Secretaria do Tesouro Nacional

Relatório Anual da **Dívida Pública Federal**

Ministério da Fazenda

Fernando Haddad

Secretaria Executiva do Ministério da Fazenda

Gabriel Muricca Galípolo

Secretaria do Tesouro Nacional

Rogério Ceron de Oliveira

Secretaria Adjunta do Tesouro Nacional

Viviane Aparecida da Silva Varga

Subsecretaria de Gestão Fiscal (SUGEF)

Adriano Pereira de Paula

Subsecretaria de Planejamento Estratégico da Política Fiscal (SUPEF)

David Rebelo Athayde

Subsecretaria de Contabilidade Pública (SUCON)

Heriberto Henrique Vilela do Nascimento

Subsecretaria de Administração Financeira Federal (SUAFI)

Marcelo Pereira de Amorim

Subsecretaria de Assuntos Corporativos (SUCOP)

Paula Bicudo de Castro Magalhães

Subsecretaria de Relações Financeiras Intergovernamentais (SURIN) - Substituto

Renato da Motta Andrade Neto

Subsecretário da Dívida Pública

Otavio Ladeira de Medeiros

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

Leonardo Martins Canuto Rocha

Equipe Técnica

Adonias Evaristo da Costa Filho

Alison de Oliveira Barcelos

Amanda Giordani Pereira

Ana Carolina Kanemaru Fetter

André Duarte Veras

Andresa Costa Biason

Carlos Roberto de Carvalho Júnior

Cassio Sobocinski Castro

Cinthia de Fátima Rocha

Claudio Araujo de Freitas Gago

Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva

Daniel Cardoso Leal

Daniel Mário Alves de Paula

Diogo Martins Esteves

Diogo Osti Coscrato

Emerson Luiz Gazzoli

Fabio dos Santos Barbosa

Fabrício Merola Leão Lima

Felipe Marinho da Rocha

Fernando Cesar de Oliveira Leite

Flavia Fontoura Valle May

Frederico Hartmann de Souza

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Guilherme Barbosa Pelegrini

Gustavo Matte Russomanno

Helio Henrique Fonseca Miranda

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Juan Guillermo Valdivia Murillo

Julia Cavalcante Fontes

Leandro de Lima Galvão*

Leandro Henrique Pereira Espino

Leandro Pereira Monteiro

Lívia Farias Ferreira de Oliveira

Luiz Paulo da Silva Lima

Marcelo de Alencar Soares Viana

Marcelo Rodrigues Calil

Marcia Fernanda de Oliveira Tapajos

Marcio Rodrigo Vieira de Araujo

Marcos Pires de Campos

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrao de Lamonica Freire

Nucilene Lima de Freitas França

Paulo de Oliveira Leitao Neto

Paulo Ernesto Monteiro Gomes

Paulo Moreira Marques*

Pedro Erik Arruda Carneiro

Petronio de Oliveira Castanheira

Plínio Portela de Oliveira

Poliana de Carvalho Pereira

Rafael Mesquita Camargo

Ricardo Machado Miranda Filho

Rosa Isabel Cavalcanti

Victor Valdivino Caetano de Almeida

** Coordenação Técnica*

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2022.

1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2023, número 20.

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****E-mail:** ascom@tesouro.gov.br**Disponível em:** gov.br/tesouronacional**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

Fotos: Pexels e EBC

Última alteração: 26/01/2023

Sumário

■	Mensagem do Tesouro Nacional	3
1	Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2022	4
	1.1 Contexto Macroeconômico	4
	1.2 Mercado Financeiro em 2022	6
	1.3 Necessidade de Financiamento	8
	1.4 Reserva de Liquidez	10
2	Estratégia de Financiamento em 2022	14
	2.1 Dívida Interna	14
	2.2 Dívida Externa	17
3	Resultados Alcançados	20
	3.1 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos	20
	3.2 Riscos da DPF	21
	3.3 Custo da Dívida Pública	28
	3.4 Base de investidores	31
	3.5 Tesouro Direto	33
	3.6 Sistema de Dealers e mercado secundário	36
4	Garantias	39
5	Conclusão	42

O Tesouro Nacional apresenta aqui o Relatório Anual da Dívida (RAD), que traz os principais eventos relacionados à gestão da Dívida Pública Federal (DPF) em 2022.

Ao longo de 2022, além da alta inflação global, com recuperação das principais economias e aumento de suas taxas básicas de juros, o cenário internacional se manteve desafiador, com a eclosão da guerra entre Rússia e Ucrânia, o que contribuiu para a alta volatilidade no mercado externo e a necessidade de ajustes nas emissões do Tesouro.

No cenário doméstico, o aperto monetário, a turbulência política de um ano eleitoral, a consolidação de uma melhor perspectiva de crescimento econômico para 2022 e a evolução dos resultados fiscais foram elementos importantes às colocações de títulos no mercado ao longo do ano. No aspecto fiscal a receita surpreendeu positivamente de maneira consistente ao longo de todo período, o que permitiu alterar a previsão do resultado primário do governo central de 2022 de déficit primário de R\$ 76,3 bilhões, conforme orçamento aprovado, para superávit de R\$ 34,1 bilhões (Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias – RARDP, extemporâneo de dezembro).

Esse resultado, somado ao bom desempenho fiscal dos entes subnacionais, e o crescimento do PIB nominal favoreceram a queda da razão entre Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e PIB, que finalizou o ano de 2022 com estimativas próximas a 73,3%, patamar abaixo do nível pré-pandemia, de 74,4% do PIB (2019), mas ainda elevado quando comparado à média dos países emergentes com grau de investimento, de 61% do PIB, o que reforça a importância de medidas de controle do gasto público e de melhora na arrecadação tributária.

No primeiro semestre, em momentos nos quais as condições de mercado levaram a frustrações de demanda por títulos mais longos, o Tesouro Nacional ampliou as emissões de títulos remunerados por juros flutuantes, com redução daqueles com taxas prefixadas de curto prazo. Já no segundo semestre, entre os meses de agosto a outubro, o Tesouro encontrou condições mais favoráveis para aumentar as colocações de prefixados mais longos e títulos referenciados em índice de preços. Essa estratégia ao longo do ano contribuiu para a melhora de indicadores da dívida pública no período e manutenção da reserva de liquidez em níveis confortáveis.

Em 2022, o ciclo de restrição da política monetária impôs desafios adicionais à gestão da dívida, como um maior custo de emissão da DPMFi, que saiu de 8,49% ao final de 2021 para 12,08% em dezembro, um crescimento significativo, mas ainda menor que o da taxa básica de juros Selic, dada a composição da DPF.

É neste contexto que apresentamos o RAD 2022, com uma avaliação da execução da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional e o desempenho dos indicadores da DPF nesse ano. Apesar dos momentos de volatilidade ao longo do exercício que resultaram em menores colocações e, conseqüentemente, em um estoque abaixo do limite inferior previamente definido, os resultados alcançados se mostraram aderentes às expectativas iniciais, com indicadores de composição e estrutura de vencimentos da DPF dentro dos intervalos pré-estabelecidos no Plano Anual de Financiamento (PAF) 2022.

Mensagem do Tesouro Nacional



1

Contexto

Macroeconômico e Financeiro em 2022

1.1 Contexto Macroeconômico

O ano de 2022 se iniciou com a economia global ainda se recuperando dos efeitos causados pelas interrupções nas cadeias de fornecimento provocadas pela pandemia, com a inflação global acelerando e em meio a um novo surto provocado pela variante Ômicron do coronavírus. Havia a expectativa de que os efeitos negativos da pandemia seriam mitigados com o avanço da imunidade da população - o que se verificou na maior parte do mundo, com a exceção da China. Havia ainda expectativa de aperto monetário pelos bancos centrais mundiais, que acabou sendo maior do que o previsto no início do ano, em função da resistência do processo inflacionário.

O início da guerra entre Rússia e Ucrânia, no final de fevereiro, se somou ao contexto já desfavorável da pandemia e de pressões inflacionárias. Além das consequências humanitárias e geopolíticas, a guerra pressionou ainda mais os preços de alimentos e de energia, inclusive devido às sanções internacionais aplicadas à Rússia pelos Estados Unidos, União Europeia e outros países.

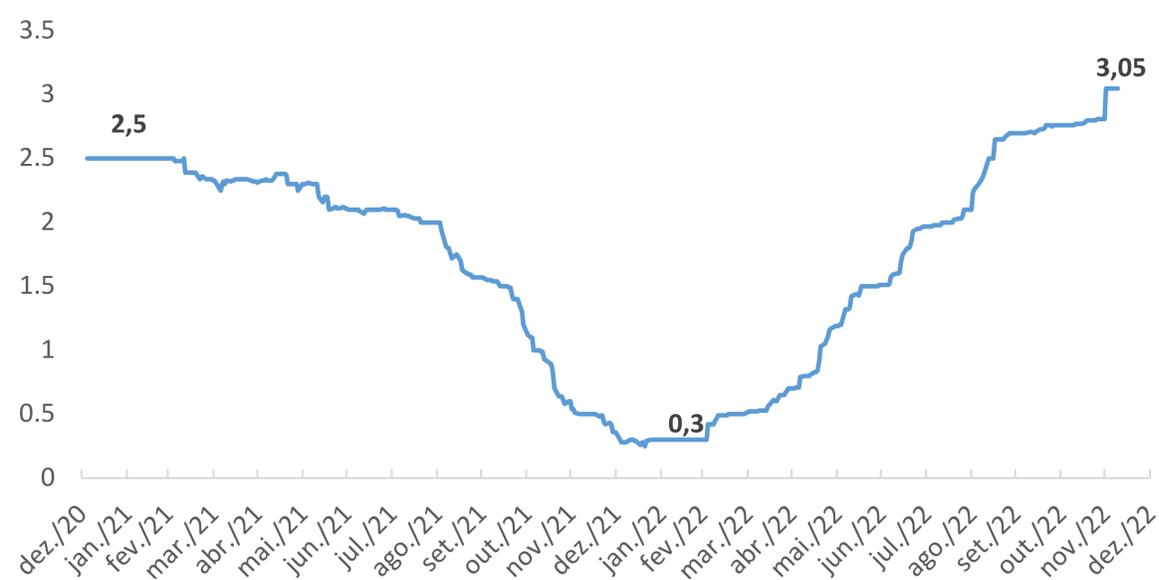
A reação das autoridades monetárias à inflação, em meio à preocupação quanto ao desaquecimento da atividade econômica, acendeu alertas de que a economia global poderia estar caminhando em direção a uma recessão. O *Federal Reserve* dos EUA iniciou o seu ciclo de aperto monetário em março,

elevando a taxa básica de juros da economia americana do intervalo de 0% a 0,25% em janeiro para o atual 4,25% - 4,50%, o seu maior nível desde a grande crise financeira de 2008. Já o Banco Central Europeu fez movimento semelhante a partir de julho, retirando suas taxas do território negativo para os atuais 2,00% (taxa de depósito). Apesar dos esforços, os níveis de inflação nos EUA e na Zona do Euro permaneceram elevados ao longo de todo o ano. Já na China, o principal foco foi a taxa de crescimento abaixo do esperado no início do ano, a qual terminou 2022 em 3,2%, ante a meta de 5,5%.

No Brasil, o início de 2022 viu o recrudescimento da pandemia e a continuidade da deterioração das expectativas de crescimento para o ano, que caíram continuamente de 2,5%, no início do ano anterior para 0,3% em fevereiro de 2022.¹ No entanto, a partir de março, os dados de atividade econômica surpreenderam positivamente e de maneira persistente, com dinamismo amparado no setor de serviços. Ao final de setembro, a mediana das expectativas Focus de crescimento para 2022 já superava o patamar do início de 2021 (Figura 1).

¹ Boletim Focus (Banco Central).

Figura 1 – Mediana das expectativas Focus* de crescimento do PIB em 2022



(*) Mediana das expectativas informadas nos últimos 30 dias úteis.

Fonte: Boletim Focus (Banco Central).

Em março de 2021, com o IPCA registrando variação de 5,2% nos 12 meses findos em fevereiro, o Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom) iniciou o aperto monetário que levaria a meta da taxa Selic de 2% para 13,75% em agosto de 2022. Apesar do ajuste promovido pelo Copom, a robustez da atividade econômica doméstica manteve a inflação pressionada nos primeiros meses do ano, somando-se a novos choques internacionais de preços de energia e alimentos. A adoção de medidas de desoneração tributária, com incidência concentrada em preços de combustíveis, promoveu uma queda da inflação acumulada em 12 meses a partir de julho, com uma sequência de três variações mensais negativas.

À medida que a desoneração tributária atuava no sentido de reduzir a inflação cheia, com efeitos em grande parte vistos como temporários, as métricas de inflação subjacente, como a inflação de serviços e os núcleos de inflação, registravam desinflação mais moderada, refletindo a resiliência da demanda agregada. Nesse contexto, as expectativas de inflação para 2022 e 2023 passaram por sucessivas revisões ao longo do ano, mas permaneceram em patamares incompatíveis com o cumprimento da meta de inflação.

No âmbito fiscal, 2022 mostrou resultado fiscal melhor do que se esperava ao início do ano. Em que pese o aumento das despesas devido principalmente aos maiores gastos com programas sociais, sendo o Auxílio Brasil o principal deles, a receita surpreendeu positivamente, refletindo (i) a retomada da economia doméstica, (ii) a alta de preços de commodities, (iii) a alta de receitas de concessões e permissões, e (iv) as receitas de dividendos. Porém, boa parte desse desempenho da receita é explicada por eventos não recorrentes, como receitas de dividendos da Petrobras e concessões decorrentes da privatização da Eletrobras, ou arrecadações associadas a um ciclo favorável de *commodities*.

Como consequência, elevou-se a previsão do resultado primário do governo central para o ano – partindo da previsão de déficit primário de R\$ 76,3 bilhões, na Lei Orçamentária Anual (LOA), para um superávit de R\$ 34,1 bilhões, no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) extemporâneo de dezembro. Por sua vez, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) finalizou o ano de 2022 em torno de 73% do PIB, registrando queda em relação a 2021 (78,3% do PIB), devido principalmente ao crescimento do PIB nominal e aos bons resultados fiscais alcançados. Também contribuíram para redução da DBGG as devoluções antecipadas de recursos alocados no BNDES ao Tesouro Nacional, que somaram R\$ 72,3 bilhões em 2022. Com esse resultado, a DBGG ficou abaixo do patamar pré-pandemia de COVID-19, de 74,4% do PIB (2019).

O resultado fiscal benigno observado em 2022 não foi suficiente para afastar as incertezas fiscais de médio prazo. Ao contrário, houve crescente preocupação dos agentes econômicos acerca da trajetória fiscal de médio prazo do país, a partir das discussões e aprovação no Congresso Nacional de medidas com incremento nas despesas primárias.

Com destaque, a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) 01/2022, que foi aprovada e resultou na Emenda Constitucional (EC) nº 123/2022, criou e ampliou benefícios em ano eleitoral, com um custo superior a R\$ 40,0 bilhões para as contas públicas. No mesmo contexto, mas adicionalmente à EC, houve ainda a adoção de um conjunto de desonerações tributárias, também com efeitos fiscais no curto prazo.

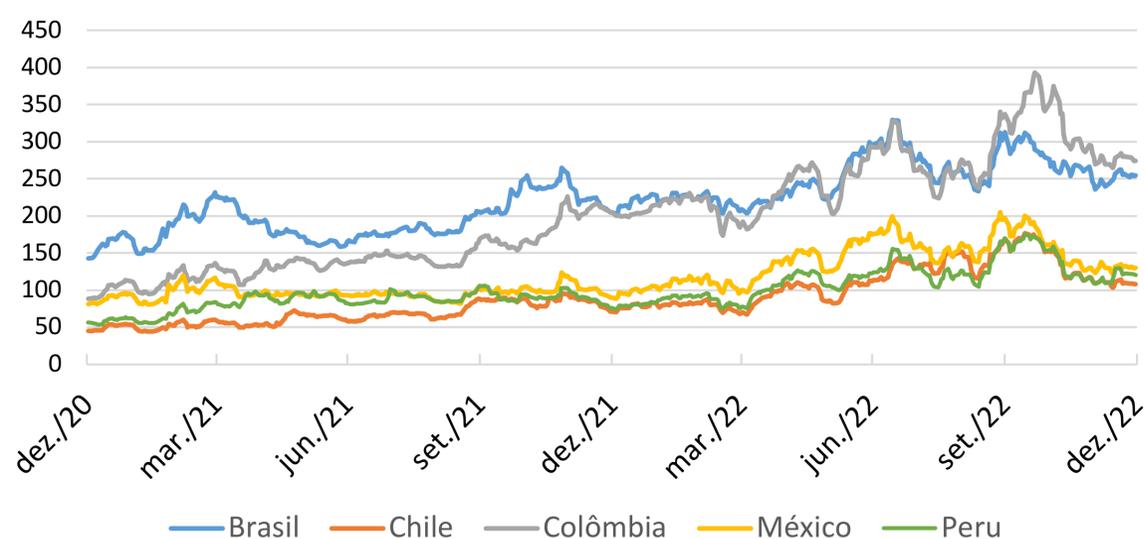
Posteriormente, as condições econômicas e financeiras foram impactadas negativamente pelas discussões em torno da PEC nº 32/2022, que culminou na EC

nº 126/2022, ampliando o teto de gastos em R\$ 145,0 bilhões para o exercício de 2023, de forma a permitir a ampliação de determinadas políticas públicas, em especial o Bolsa Família. Nesse sentido, o aumento das incertezas em torno da trajetória das despesas e do teto de gastos tiveram impacto relevante nas expectativas, se refletindo notadamente nas curvas de juros futuros e na estratégia de financiamento da dívida, como comentaremos mais à frente.

1.2 Mercado Financeiro em 2022

O cenário de persistência da inflação global e conflitos geopolíticos trouxeram incertezas e volatilidade para o mercado financeiro em 2022, mostrando-se particularmente desafiador para economias emergentes, em especial diante de um contexto de maior aperto monetário pelos principais bancos centrais e maiores riscos de recessão global. Na Figura 2, por meio da evolução do *Credit Default Swap*² (CDS – 5 anos), pode-se observar um aumento da percepção de risco dos países da América Latina, que também se refletiu nas curvas de juros domésticas. Com exceção da Colômbia, o Brasil teve desempenho inferior aos pares, muito influenciado não apenas pelo contexto externo, mas principalmente pela percepção de riscos relacionados à trajetória fiscal doméstica.

Figura 2 – *Credit Default Swap (CDS) 5 anos – países selecionados (pontos base)*

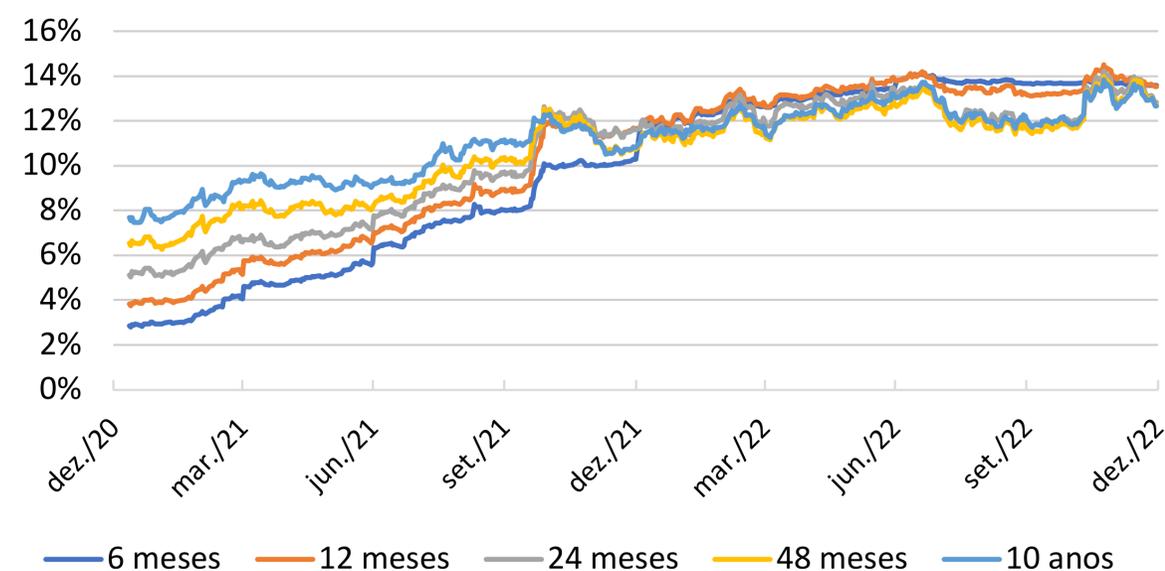


Fonte: Bloomberg

² O CDS (*Credit Default Swap*) é um contrato de swap que remunera o investidor quando ocorre default da instituição especificada no contrato. Logo, o CDS está relacionado com a probabilidade de uma instituição ou país cumprir com suas obrigações. Neste relatório, utilizamos como referência os contratos de CDS com prazo de 5 anos.

No cenário nacional, preocupações em virtude da inflação no primeiro trimestre e das incertezas quanto à trajetória fiscal no médio prazo, como mencionado na seção 1.1, pressionaram as taxas de juros domésticas no ano. No início do segundo semestre, o cenário de inflação mais benigno – indicativo de ponto de inflexão nas expectativas – assim como da política monetária contracionista, resultaram em uma demanda crescente por títulos mais longos do Tesouro Nacional, o que impactou o perfil das emissões. Contudo, as discussões sobre as revisões do arcabouço fiscal e da proposta orçamentária de 2023 reverteram o movimento de queda nas taxas desse período, notadamente nas taxas de juros de longo prazo, conforme observado na Figura 3. As expectativas fiscais se mostraram desancoradas, criando ruídos para as taxas de juros de curto e longo prazos, especialmente no contexto das discussões da PEC nº 01/2022, que antecedeu o período eleitoral, e da PEC nº 32/2022, após as eleições.

Figura 3 – *Evolução das taxas de juros dos títulos com 6, 12, 24 e 48 meses e 10 anos de maturação (% a.a.)*



Fonte: Anbima

Assim, é possível perceber, a partir da Figura 3, uma mudança da curva de juros para patamares mais elevados em 2022. Por exemplo, a taxa de juros dos instrumentos de 10 anos alcançou níveis próximos a 14% ao ano, tendo-se observado um movimento de aumento na maior parte do ano. Esse aumento

ao longo de toda a curva de juros impactou a estratégia de financiamento do Tesouro Nacional, que precisou adotar cautela em seus leilões em momentos de maior volatilidade, zelando pelo bom funcionamento do mercado de títulos públicos. Como resultado, houve uma redução no ritmo de emissões de títulos públicos pelo Tesouro Nacional durante boa parte do segundo semestre do ano.

Além disso, esse aumento das taxas de juros impactou negativamente os indicadores de custos da DPF, conforme serão apresentados nas próximas seções deste documento. Mais uma vez, reforça-se necessidade de uma redução das incertezas fiscais nos próximos anos como elemento crítico para um movimento de queda das taxas de juros, redução do custo da DPF e melhora do ambiente de emissão de títulos pelo Tesouro.

1.3 Necessidade de Financiamento

A necessidade líquida de financiamento da Dívida Pública Federal verificada em 2022 foi de R\$ 1.186,3 bilhões, R\$ 48,3 bilhões abaixo da previsão no início do ano, diferença que pode ser explicada pelos desvios de suas componentes conforme mostra a Figura 4.

Do lado das despesas, os vencimentos da dívida foram R\$ 57,0 bilhões acima do projetado devido, principalmente, às emissões de títulos que tiveram fluxo de pagamento no próprio exercício (R\$ 18,4 bilhões) e aos resgates antecipados do Programa Tesouro Direto (R\$ 24,4 bilhões). Por definição, a previsão da necessidade de financiamento, considera apenas o cronograma de vencimentos da dívida em estoque na data da projeção. Por esse motivo, esses valores foram capturados nesta análise apenas na apuração *ex post* dos vencimentos do ano.

Figura 4 – Necessidade de financiamento do Tesouro Nacional

	Projetada	Realizada	Diferença
Vencimentos da DPF	R\$ 1.310,5 bi	R\$ 1.367,5 bi	R\$ -57,0 bi
Dívida Externa	R\$ 16,9 bi	R\$ 16,5 bi	R\$ 0,4 bi
Dívida Interna em Mercado	R\$ 1.205,2 bi	R\$ 1.262,8 bi	R\$ -57,6 bi
Encargos do Banco Central*	R\$ 88,4 bi	R\$ 88,3 bi	R\$ 0,1 bi
+ Despesas Primárias	R\$ 149,3 bi	R\$ 37,3 bi	R\$112,0 bi
+ Honra de Garantias	R\$ 10,0 bi	R\$ 9,8 bi	R\$ 0,2 bi
= Recursos Orçamentários	R\$ 235,2 bi	R\$ 228,4 bi	R\$ 6,8 bi
Fontes livres	R\$ 108,2 bi	R\$ 13,8 bi	R\$ 94,4 bi
Fontes Exclusivas	R\$ 127,0 bi	R\$ 167,9 bi	R\$ -40,9 bi
Desvinculação de Fundos	--	R\$ 46,7 bi	R\$ -46,7 bi
= Necessidade Líquida de Financiamento	R\$ 1.234,6 bi	R\$ 1.186,3	R\$ 48,3 bi

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

Fonte: Tesouro Nacional

As despesas primárias cobertas com recursos da dívida ficaram R\$ 112,0 bilhões abaixo do previsto. A LOA 2022 continha despesas correntes primárias a serem liquidadas com recursos oriundos de operações de crédito, de forma condicionada à aprovação de crédito suplementar (previsto no dispositivo constitucional da regra de ouro), totalizando R\$ 149,3 bilhões. No entanto, após a apuração do superávit financeiro do exercício anterior, foi possível efetuar o remanejamento de fontes relacionadas às despesas originalmente condicionadas (Portaria SOF/ME nº 1.523, de 18/02/2022), reduzindo a necessidade de financiamento do governo neste montante.

Em outra direção, houve pagamento de despesas associadas com Restos a Pagar, no total de R\$ 11,0 bilhões, compensando parcialmente o efeito do remanejamento de fontes supracitado sobre o valor das despesas primárias cobertas com receitas de emissão de títulos.

Por último, as honras de garantia, que são mais exploradas na seção 4 deste RAD, tiveram valor total em linha com o projetado para o ano.

Do lado das receitas, os recursos orçamentários não oriundos de operações de crédito destinados à dívida (R\$ 253,2 bilhões) tiveram um valor total próximo ao da previsão inicial (R\$ 228,4 bilhões). Entretanto, houve mudanças expressivas em sua composição, com redução das fontes livres (de R\$ 108,2 bilhões para R\$ 13,8 bilhões), enquanto as fontes exclusivas para pagamento de dívida aumentaram (de R\$ 127,0 bilhões para R\$ 167,9 bilhões). Além disso, houve desvinculação de recursos de fundos públicos, autorizada pela EC 109/21, destinando-os ao pagamento da dívida e reduzindo efetivamente a necessidade de operações de crédito em R\$ 46,7 bilhões em 2022.

A redução na alocação de fontes livres para pagar dívida foi resultado dos remanejamentos ocorridos no início de 2022 para otimização do uso dos recursos orçamentários, incluindo os esforços para a redução da cobertura mencionada acima de despesas correntes primárias com recursos de operações de crédito previstas na LOA de forma condicionada, sendo acompanhada da disponibilização de superávit financeiro do exercício anterior para a dívida.

O aumento na execução de fontes exclusivas para pagar dívida, por sua vez, foi resultado da maior disponibilidade de recursos dessa natureza ao longo do ano, tanto a partir das disponibilidades transferidas de exercícios anteriores (superávit financeiro), quanto de novos ingressos no exercício de 2022. Nesse grupo, os recursos efetivamente utilizados em 2022 reduziram a necessidade líquida apresentada nesse RAD e estão computados na Figura 4. A parcela ainda não executada reforça a reserva de liquidez da dívida, que será explorada na seção 1.4, a seguir (vide, em particular, a Tabela 1).

Com destaque, houve ingresso de resultado positivo do Banco Central do Brasil (R\$ 72,8 bilhões) referente ao exercício de 2021, o pagamento antecipado pelo BNDES de créditos da União (R\$ R\$ 72,3 bilhões)³ e o recebimento de dividendos pela União (R\$ 87,0 bilhões). Esses valores não estavam previstos no Plano Anual de Financiamento-PAF 2022 e contribuíram para fortalecer a reserva de liquidez da dívida.

1.4 Reserva de Liquidez

Os desafios enfrentados pelo Tesouro ao longo da pandemia e o contexto das recentes turbulências no mercado financeiro reforçam a importância da manutenção de disponibilidades em caixa para pagamento da dívida, a chamada reserva de liquidez (ou colchão da dívida). Essa reserva assegura graus de liberdade ao Tesouro para emissões de títulos, sobretudo em momentos de maior volatilidade, permitindo adequar sua oferta em função das condições de mercado.

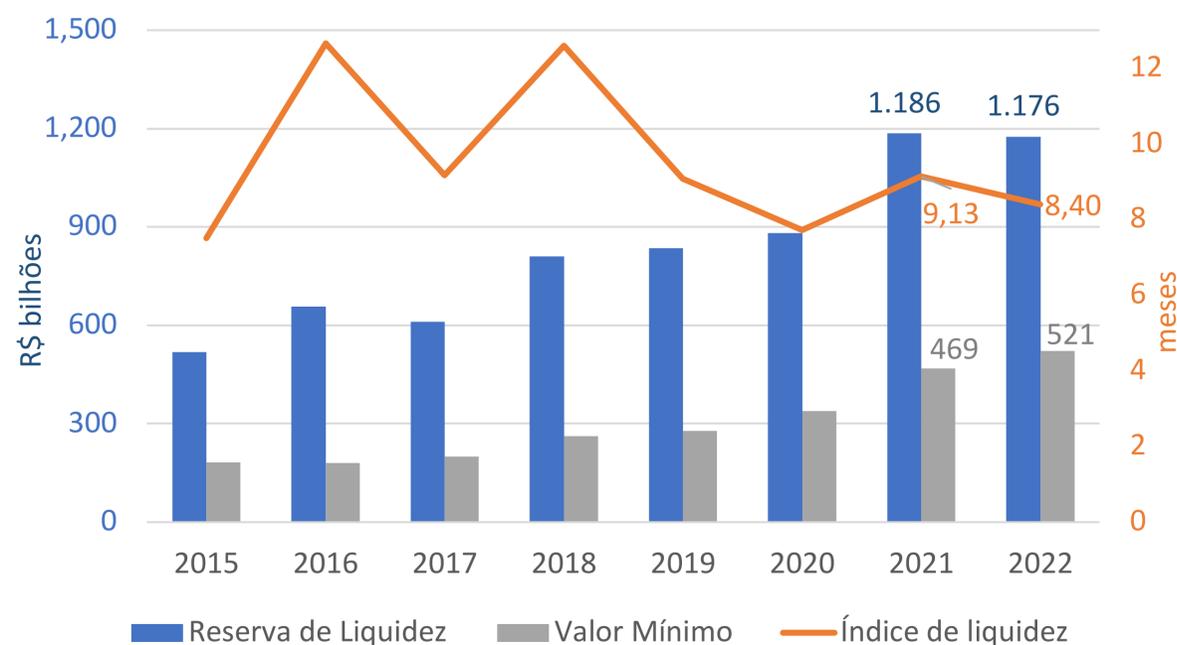
O colchão da dívida encerrou 2022 com disponibilidades de R\$ 1,18 trilhão, montante equivalente a cerca de 8,4 meses de vencimentos da dívida em

³ Em 2022 foram recebidos do BNDES R\$ 83,3 bilhões, dos quais, R\$ 10,9 bilhões referentes ao fluxo ordinário de pagamentos e R\$ 72,3 bilhões referentes ao pagamento antecipado dos contratos. Outros bancos pagaram R\$11,9 bilhões, cuja maior parte advindos da Caixa e BB com valores de R\$4,3 e R\$3,6 bilhões respectivamente. Os recursos provenientes dos pagamentos antecipados do BNDES são exclusivos para o pagamento da dívida pública. Em 2022, tais recursos não foram utilizados, principalmente em razão da desvinculação de recursos de fundos públicos para pagamento da DPF, conforme já mencionado. Quando esses recursos não são utilizados no exercício de devolução pelo Banco, estes ficam à disposição do Tesouro para pagamento dos vencimentos da DPF em exercícios posteriores. No entanto, mesmo antes da utilização desses recursos, a DBGG diminui quando de seu recebimento.

mercado (Figura 5). Este patamar traz elevada segurança para a gestão da dívida, principalmente se considerarmos que a referência mínima entendida como de segurança equivale a três meses de vencimento. Uma vantagem da sustentação de caixa suficiente para cobrir os vencimentos da DPF por certo período é a possibilidade do gestor da dívida manter-se fora do mercado em momentos de turbulência, períodos em que os custos das emissões se tornam excessivamente altos. É, assim, a principal ferramenta para mitigar o risco de refinanciamento que será discutido nas próximas seções.

Embora não haja um valor definido para a manutenção da reserva de liquidez, o Tesouro busca mantê-la em um nível que o permita preservar a estabilidade no mercado financeiro e atuar de maneira contracíclica em períodos de estresse. A cobertura desta reserva em número de meses de vencimento da dívida ganhou relevância nos últimos anos frente aos desafios decorrentes do maior montante de vencimentos da DPMFi⁴, fruto dos seguidos anos de déficits primários do governo central e, mais recentemente, das emissões para financiar as despesas com a pandemia.

Figura 5 – Evolução da reserva de liquidez da Dívida Pública e meses de cobertura da DPMFi – Posição em dezembro de cada exercício

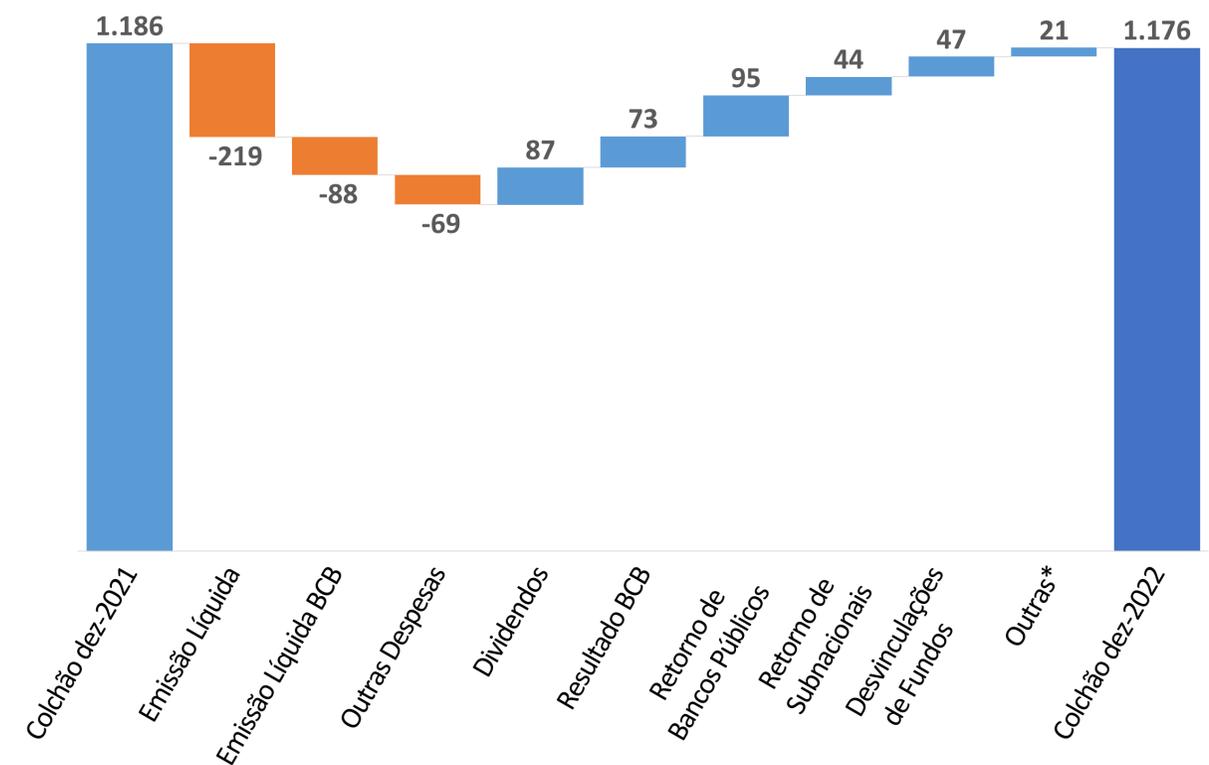


Fonte: Tesouro Nacional

⁴ Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi)

Ao longo do ano as emissões da DPMFi ficaram abaixo dos resgates em R\$ 219,1 bilhões, equivalente a uma taxa de refinanciamento de 83%, conforme apresentado na seção 2.1. Adicionalmente, houve pagamento de encargos sobre vencimentos na carteira de títulos detida pelo BCB, no valor de R\$ 88,3 bilhões, os quais não podem ser refinanciados junto à própria autoridade monetária e aumentam a necessidade de financiamento⁵. Além disso, houve pagamento de outras despesas orçamentárias não relacionadas com os fluxos da dívida, no valor de R\$ 69,3 bilhões, com recursos da emissão de títulos. Esses fatores tiveram efeito de redução nas disponibilidades de caixa da dívida, como mostra a Figura 6.

Figura 6 – Fatores de Variação da Reserva de Liquidez em 2022 (R\$ bilhões)



* Inclui operações de crédito externa, alienação de títulos e valores mobiliários e recursos ordinários

Fonte: Tesouro Nacional

⁵ Como mencionado na seção sobre necessidade de financiamento, por força do artigo 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n.º 101/2000), os juros reais da carteira do Banco Central (BCB) não podem ser refinanciados.

Ainda assim, a reserva de liquidez permaneceu em patamares elevados devido ao ingresso de outras fontes de recursos, entre as quais citamos as desvinculações de fundos (R\$ 46,7 bilhões), o retorno de créditos da União junto a Bancos Públicos (R\$ 95,1 bilhões), dos quais a maior parte refere-se aos pagamentos antecipados de empréstimos do BNDES (R\$ 72,3 bilhões), ao recebimento de créditos junto a entes subnacionais (R\$ 43,5 bilhões), ao resultado do Banco Central (R\$ 72,8 bilhões) e aos dividendos (R\$ 87,0). Além disso, houve alocação de R\$ 21,3 bilhões em fontes livres para pagamento de dívida, reduzindo o impacto dos resgates líquidos no colchão da dívida.

Parte das receitas que ingressaram em 2022 foram utilizadas na execução de despesas no próprio exercício. É o caso dos recursos de fontes livres e das desvinculações de fundos mencionadas acima. Mesmo assim elas contribuíram para reforçar a reserva de liquidez, pois permitiu ao Tesouro Nacional reduzir a necessidade de receitas de emissões de títulos. Esse ponto é particularmente importante em um ano no qual houve momentos de volatilidade, resultando em condições menos favoráveis às emissões e ao refinanciamento integral dos vencimentos da dívida.

Nesse sentido, a Tabela 1 mostra a composição da reserva de liquidez por fontes de recursos ao final do exercício e sua variação em 2022. Por definição, essa reserva é composta apenas por receitas oriundas da emissão de títulos e pelas fontes exclusivas para pagamento de dívida. Para ilustrar como essa composição evoluiu, note que nessa classificação o Tesouro ainda conta com R\$ 209,1 bilhões em recursos provenientes de créditos da União com Bancos Públicos, sendo que R\$ 95,1 bilhões ingressaram em 2022 e R\$ 114,0 bilhões correspondem a exercícios anteriores⁶. A maior parte desse colchão, contudo, compreende recursos de emissões de títulos (R\$ 799,3 bilhões ao fim de 2022, contra R\$ 939,9 bilhões no início do ano).

Tabela 1 – Variação da reserva de liquidez por fontes em 2022 (R\$ bilhões)

Fonte	Saldo inicial	Receita	Despesa	Saldo final
Resultado do Banco Central	76,3	72,8	97,8	51,3
Retorno de créditos junto a bancos públicos	114,0	95,1	0,0	209,1
Retorno de créditos junto a entes subnacionais	11,4	43,5	20,0	34,8
Dividendos	44,3	87,0	50,1	81,2
Recursos de emissões* de títulos públicos	939,9	1.551,6	1.692,2	799,3
Total	1.185,9	1.850,0	1.860,1	1.175,8

* As receitas de emissões incluem o refinanciamento de principal dos títulos que venceram na carteira do Banco Central, além das captações no mercado doméstico.

Fonte: Tesouro Nacional

⁶ Como mencionamos anteriormente, no caso dos pagamentos antecipados pelo BNDES, quando esses recursos não são utilizados no exercício de recebimento dos créditos pela União, estes ficam à disposição do Tesouro para pagamento dos vencimentos da DPF em exercícios posteriores. No entanto, mesmo antes da utilização desses recursos, a DBGG diminui quando de seu recebimento.

2

Estratégia de Financiamento em 2022

O ano de 2022 se iniciou com duas expectativas que impactariam diretamente os mercados globais: (i) o abrandamento da pandemia da COVID-19, à medida que aumentasse a imunização da população; e (ii) o aperto monetário por parte dos bancos centrais mundiais, para frear o crescimento inflacionário iniciado no ambiente pós-pandemia. Ambas as expectativas se confirmaram, influenciando diretamente o comportamento da economia brasileira e, por conseguinte, do planejamento e execução das estratégias relativas à Dívida Pública Federal.

A estratégia estabelecida pelo PAF 2022 considerou um ambiente de incerteza, remanescente de 2021, tendo como pilares a busca pela manutenção de níveis prudentes de recursos de caixa para a cobertura de despesas, a mitigação de risco de refinanciamento da dívida pública e a garantia de funcionalidade do mercado de títulos públicos.

Os primeiros dois meses do ano foram marcados por condições favoráveis à execução da estratégia, em linha com o planejamento do PAF. Fatores como a dinâmica das taxas de juros de curto prazo trouxeram elevada demanda por títulos públicos, em especial pelas Letras Financeiras do Tesouro (LFT). A partir de abril, o Tesouro Nacional optou por interromper as emissões de LFT de curto prazo e antecipar a rolagem da LFT de 6 anos para o vértice com vencimento em setembro de 2028, com vistas ao alongamento do perfil da dívida pública.

No entanto, com o início da guerra na Ucrânia e a confirmação do aperto monetário global, o ambiente nos mercados externos sofreu piora significativa. No âmbito doméstico, a volatilidade e o aumento dos prêmios de risco se intensificaram a partir das preocupações fiscais que emergiram em torno da PEC 01/2022, que culminou na Emenda Constitucional nº 123/2022, criando e ampliando benefícios em ano eleitoral, com um custo superior a R\$ 40,0 bilhões para as contas públicas. Adicionalmente, houve ainda desonerações tributárias, também com efeitos fiscais no curto prazo. Esse contexto teve impactos adversos no mercado doméstico e na demanda por títulos públicos. As condições econômicas negativas reverberaram até o mês de julho, quando o Brasil passou a dar sinais claros de melhor controle inflacionário, em que pese a persistência de índices de preços mais elevados no exterior.

O segundo semestre, em especial no período entre os meses de agosto a outubro, foi definido pela forte demanda de Letras do Tesouro Nacional (LTN) de 48 meses e Notas do Tesouro Nacional - Série B (NTN-B) de 5 anos, o que contribuiu para a melhora de indicadores da dívida pública no período e manutenção do nível elevado da reserva de liquidez. Posteriormente, as condições para financiamento da dívida foram impactadas negativamente pelas discussões em torno da PEC nº 32/2022, que culminou na EC nº 126/2022, ampliando o teto de gastos em R\$ 145,0 bilhões para o exercício de 2023, de forma a permitir a ampliação de determinadas políticas públicas.

Ainda que fatores externos e internos, como incertezas típicas do ano eleitoral e as preocupações fiscais, tenham aumentado a percepção de risco por parte dos agentes, a DPF encerrou o ano com indicadores dentro dos limites indicativos originalmente planejados no PAF 2022, com a exceção do estoque, que ficou abaixo do limite inferior, em razão da realização de emissões em volumes menores do que previsto inicialmente. O Tesouro Nacional contou, contudo, com uma posição confortável de sua reserva de liquidez, como avaliamos na seção 1.4.

2.1 Dívida Interna

Nos leilões de títulos públicos em 2022, as emissões de prefixados seguiram o mesmo padrão do ano anterior para as LTN (curto prazo: 6 e 12 meses; médio prazo: 24 e 48 meses), ao passo que, para as Notas do Tesouro Nacional - Série F (NTN-F), houve a manutenção da estrutura de *benchmarks* vista a partir do segundo semestre de 2021 (referências de 6 e 10 anos).

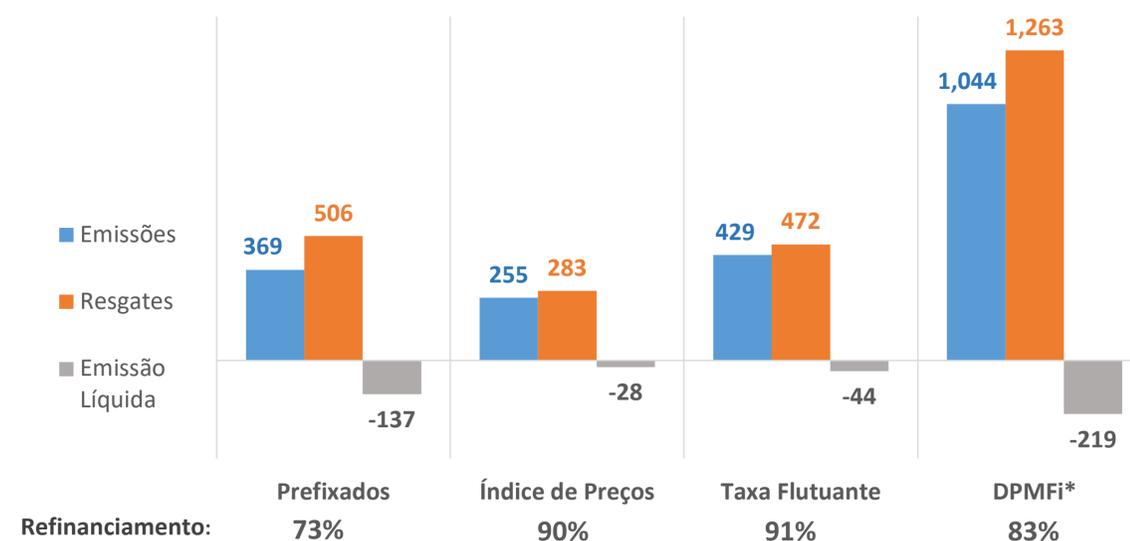
Os títulos remunerados por índices de preços (NTN-B) foram ofertados em 6 prazos, com leilões semanais alternados, sendo uma semana com as referências de 3, 10 e 25 anos (vencimentos em maio de 2025, agosto de 2032 e maio de 2045), e outra para os instrumentos de 5, 15 e 40 anos (vencimentos em maio de 2027, maio de 2035 e agosto de 2060).

Para as emissões de LFT, até o mês de março foram mantidos dois vértices de referência. Um mais curto, (vencimento em maio de 2025), e outro mais longo, com prazo de vencimento de seis anos. A partir de abril, apenas o título longo foi ofertado.

Em 2022, ainda que o ambiente econômico tenha se mantido volátil, o Tesouro Nacional optou por não realizar leilões de troca e de rolagem antecipada. Ao contrário de 2021, o cronograma de vencimentos não trouxe maiores riscos de refinanciamento, além de ter sido possível a manutenção do caixa em níveis prudenciais, por meio do uso de leilões tradicionais e do ingresso de fontes de recursos não programadas.

No resultado consolidado do ano para a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), os resgates superaram as emissões em R\$ 219,1 bilhões, o que corresponde a uma taxa de refinanciamento de 83%, ante 111% do ano anterior. Houve resgate líquido de R\$ 137,3 bilhões para os títulos prefixados, com taxa de refinanciamento de 73%. Os títulos remunerados por índices de preços e os títulos flutuantes tiveram maiores taxas de refinanciamento, com resgate líquido de R\$ 27,7 bilhões e R\$ 43,9 bilhões respectivamente, conforme Figura 7.

Figura 7 – Emissão líquida da DPMFi e percentual de refinanciamento por indicador



* Considera-se apenas as emissões e resgates com impacto na liquidez.

Fonte: Tesouro Nacional.

As captações por meio dos leilões tradicionais de venda de títulos da DPMFi totalizaram cerca de R\$ 1.001,3 bilhões, em 2022, valor inferior ao do ano anterior, de R\$ 1.474,1 bilhões, conforme ilustra a Tabela 2. O principal instrumento de financiamento no ano foi a LFT de 6 anos, que respondeu por 38,2% das emissões tradicionais. Em seguida, os prefixados de 48 meses alcançaram 19,8% das colocações, enquanto o conjunto de prefixados representou 36,3% das colocações totais. Por último, as NTN-B responderam por 24,2% do total, com destaque para os vértices mais curtos, de 3 e 5 anos.

Tabela 2 – Emissão de títulos da DPMFi – Somente leilões tradicionais* de venda

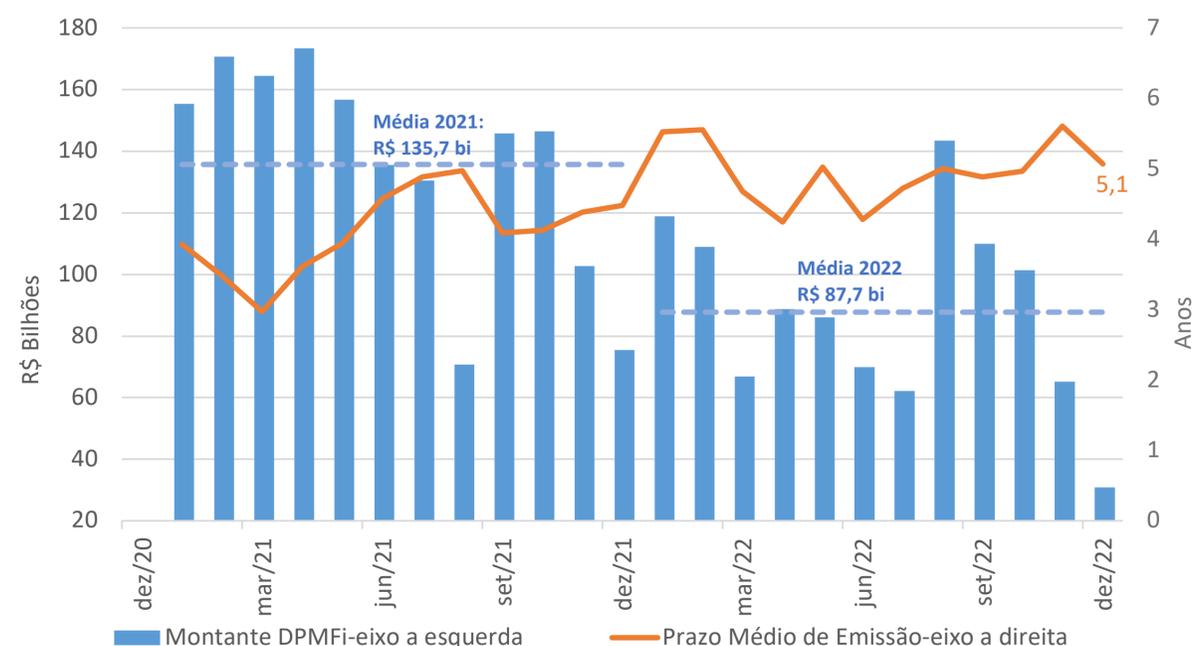
Títulos emitidos	2021		2022	
	Total	%	Total	%
LFT	612,9	41,6%	395,7	39,5%
LFT - 01 ano	116,4	7,9%	-	-
LFT - 02 anos	144,9	9,8%	-	-
LFT - 03 anos	-	-	13,6	1,4%
LFT - 06 anos	351,6	23,9%	382,0	38,2%
LTN	439,1	29,8%	334,5	33,4%
LTN - 06 meses	50,1	3,4%	23,4	2,3%
LTN - 12 meses	77,3	5,2%	21,4	2,1%
LTN - 24 meses	181,9	12,3%	91,0	9,1%
LTN - 48 meses	129,8	8,8%	198,7	19,8%
NTN-F	66,4	4,5%	29,1	2,9%
NTN-F - 06 anos	19,5	1,3%	-	-
NTN-F - 07 anos	-	-	16,2	1,6%
NTN-F - 08 anos	23,1	1,6%	-	-
NTN-F - 10 anos	23,8	1,6%	12,9	1,3%
NTN-B	355,7	24,1%	242,0	24,2%
NTN-B - 03 anos	93,4	6,3%	52,3	5,2%
NTN-B - 04 anos	86,0	5,8%	-	-
NTN-B - 05 anos	54,7	3,7%	83,2	8,3%
NTN-B - 10 anos	52,5	3,6%	35,7	3,6%
NTN-B - 15 anos	-	-	39,0	3,9%
NTN-B - 20 anos	14,1	1,0%	-	-
NTN-B - 25 anos	-	-	10,5	1,0%
NTN-B - 40 anos	55,0	3,7%	21,3	2,1%
Total	1.474,1	100%	1.001,3	100%

*Não foram considerados os leilões de troca extraordinários. Também não foram considerados os títulos emitidos em 2022 que venceram em 2022.

Fonte: Tesouro Nacional.

A média mensal das emissões da DPMFi foi de R\$ 87,7 bilhões, enquanto nos anos de 2021 e 2020 as médias mensais alcançaram R\$ 135,7 bilhões e R\$ 108,0 bilhões, respectivamente. Tal redução foi consequência de um ambiente econômico volátil, que trouxe momentos de dificuldades para emissões, em particular nos meses de junho e julho (quando dos debates da PEC no 01/2022, que antecederam o período eleitoral) e nos meses de novembro e dezembro (quando dos debates da PEC nº 32/2022, após as eleições), como mostra a Figura 8. A existência de caixa em níveis confortáveis mitigou os riscos de refinanciamento e trouxe flexibilidade para administrar o ritmo de emissões às condições de mercado. Embora o volume de emissões tenha se reduzido no cenário pós-pandemia, ele ainda se mantém em patamares superiores aos de 2019, quando a média mensal de captações alcançou o valor de R\$ 61,5 bilhões, refletindo a maior necessidade de financiamento e o nível elevado de endividamento.

Figura 8 – Evolução do montante e do prazo médio das emissões da DPMFi



Fonte: Tesouro Nacional.

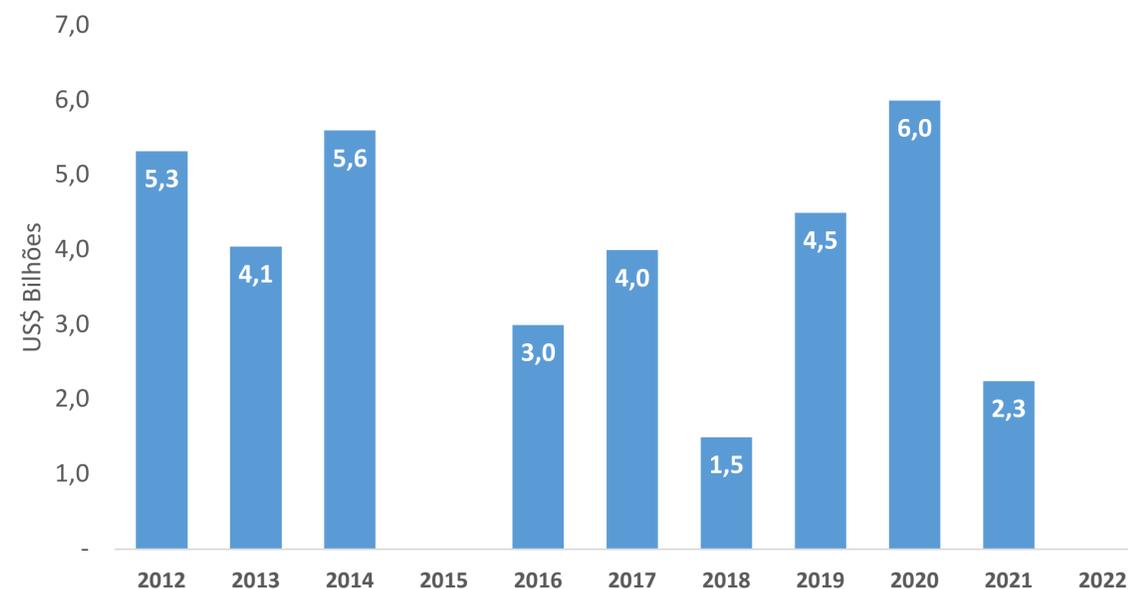
Em comparação com 2021, enquanto as emissões se reduziram, o Tesouro Nacional deu continuidade à busca pela colocação de títulos com maior prazo, embora as condições de mercado do primeiro semestre tenham levado à frustração de demanda por títulos mais longos em alguns momentos. Ainda assim, foi possível elevar a participação de títulos entre 48 e 60 meses na composição da dívida, com destaques para os indexados a preços (NTN-B) de 5 anos e para os prefixados (LTN) de 48 meses. Ao longo do ano, a tendência de redução do prazo médio de emissões, que chegou a 4,3 anos em abril, reverteu-se, alcançando o prazo de 5,1 anos em dezembro, como mostra a Figura 8.

2.2 Dívida Externa

A necessidade de financiamento do Governo Federal é suprida essencialmente por emissões de títulos no mercado local. Dessa forma, a estratégia da Dívida Pública Federal externa (DPFe) se orienta por diretrizes qualitativas, que visam criar e aperfeiçoar benchmarks líquidos e eficientes na estrutura a termo de taxas de juros soberana, que possam servir de referência para o setor corporativo, ampliar e diversificar a base de investidores e contribuir com o alongamento da DPF.

O PAF 2022 contemplava a possibilidade de emissões de títulos benchmarks em dólares. Entretanto, o Tesouro Nacional optou por não emitir títulos no mercado internacional em 2022, tendo em vista as condições vigentes nos ambientes interno e externo ao longo do ano. Destaca-se que o último ano sem emissões externas foi o de 2015 (Figura 9).

Figura 9 – Histórico de emissões títulos mobiliários da Dívida Pública Federal externa – US\$ bilhões, valores correntes



Fonte: Tesouro Nacional

Na gestão da DPFe, o Tesouro Nacional busca adquirir antecipadamente disponibilidades em moeda estrangeira para honrar os pagamentos de juros e principal previstos. Tais recursos podem ser adquiridos por meio de captações no mercado internacional ou por meio da compra de dólares no mercado de câmbio local. Assim, em 2022, o Tesouro começou o período já com recursos para honrar os vencimentos daquele ano e, mesmo na ausência de captações no mercado externo, foi possível adquirir dólares para fazer face à necessidade prevista para 2023.

Ademais, ocorreram, ao longo de 2022, contratações de empréstimos com organismos internacionais, que totalizaram US\$ 997,5 milhões para os empréstimos em dólares e € 350,0 milhões para empréstimos em euros, conforme Tabela 3, a seguir.

Tabela 3 – Operações de dívida contratual externa

Instituição	Valor (milhões)
Banco Mundial (BIRD)	USD 797,4
Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)	USD 200,0
KfW Entwicklungsbank (KfW)	EUR 350,0

Fonte: Tesouro Nacional

Além da reserva de liquidez em reais, o Tesouro Nacional já dispõe de recursos em moeda estrangeira suficientes para fazer frente aos vencimentos de principal e juros da dívida externa previstos para 2023.



3 Resultados Alcançados

A gestão da dívida em 2022 apresentou resultados aderentes às expectativas constituídas no PAF 2022 para os indicadores da composição e da estrutura de vencimentos da DPF. Com destaque, houve aumento da participação de títulos remunerados por juros flutuantes na DPF, com redução daqueles com taxas prefixadas.

A predominância das LFT aumenta a sensibilidade da DPF às mudanças nas taxas de juros de curto prazo (risco de mercado), mas favorece a ampliação de prazos da dívida. Assim, se por um lado, a composição da dívida caminhou na direção contrária das diretrizes de longo prazo da DPF, por outro lado, esta dinâmica possibilitou a convergência dos indicadores de prazo e concentração de dívida no curto prazo (risco de refinanciamento) para patamares mais confortáveis.

Outro destaque do ano foi a manutenção da reserva de liquidez da dívida dentro dos patamares prudenciais, que é uma ferramenta eficaz para mitigar o risco de refinanciamento.

3.1 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

3.1.1 Plano Anual de Financiamento 2022

Os indicadores da DPF encerraram o ano dentro dos limites de referência do PAF 2022, com exceção do estoque, que ficou abaixo do limite inferior, como mostra a Tabela 4. Na composição da dívida, os títulos prefixados ficaram próximos de seu limite superior e os flutuantes do seu limite inferior. Já a participação dos títulos remunerados por índices de preços e da dívida cambial ficaram próximas do centro dos respectivos intervalos. No que se refere aos indicadores de estrutura de vencimentos, o prazo médio ficou próximo de seu limite inferior, enquanto o percentual vencendo em 12 meses do seu limite superior, mostrando a restrição de demanda por títulos mais longos nos últimos anos.

Tabela 4– Principais resultados para a Dívida Pública Federal

Indicadores	dez/21	dez/22	Limites PAF 2022		"Portfólio Benchmark"
			Mínimo	Máximo	
Estoque (R\$ bilhões)					
DPF	5.613,7	5.951,4	6.000	6.400	-
Composição (%)					
Prefixados	28,9	27,0	24	28	40,0 ± 2,0
Índice de Preços	29,3	30,3	27	31	35,0 ± 2,0
Taxa Flutuante	36,8	38,3	38	42	20,0 ± 2,0
Câmbio	5	4,5	3	7	5,0 ± 2,0
Estrutura de vencimentos					
% Vencendo em 12 meses	21	22,1	19	23	20,0 ± 2,0
Prazo Médio (anos)	3,8	3,9	3,8	4,2	5,5 ± 0,5

Fonte: Tesouro Nacional

3.2.1 Estoque

Em 2022, o estoque da DPF cresceu R\$ 337,8 bilhões, ou seja, aproximadamente 6,0% em relação ao ano anterior. Essa variação da DPF se explica pela apropriação de juros no valor de R\$ 556,0 bilhões, compensada parcialmente pelo resgate líquido de R\$ 218,2 bilhões. A maior parte desse resultado é atribuído às variações da DPMFi, como aponta a Tabela 4. No caso da DPFe, a apropriação de juros negativa reflete o efeito da variação cambial sobre o estoque da dívida em moeda estrangeira.

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

Indicadores	Estoque			Fatores de Variação			
	2021	2022	Dif.	Emissões (a)	Resgates* (b)	Emissões líquidas (a-b)	Juros apropriados
DPF	5.613,7	5.951,4	337,8	1.062,0	1.280,2	-218,2	556,0
DPMFi	5.348,9	5.699,0	350,0	1.052,6	1.263,9	-211,3	561,4
DPFe	264,7	252,5	-12,3	9,5	16,3	-6,9	-5,4

* Inclui operações de transferência de carteira entre mercado e BCB no valor líquido de R\$ 1.09 bilhão, conforme explicitado na planilha 2.9 do anexo do Relatório Mensal da Dívida de dezembro de 2022..

Fonte: Tesouro Nacional.

O estoque da dívida em 2022 ficou abaixo do limite inferior do PAF devido, principalmente, ao resgate líquido da DPMFi de R\$ 211,3 bilhões. Esse valor corresponde a uma taxa de refinanciamento (emissões/resgates) da DPMFi de 83,3%, que se deve, principalmente, à realização de emissões em montantes abaixo da média em meses de maior volatilidade do ano, como discutido na seção 2.1.

3.2 Riscos da DPF

3.2.1 Composição da DPF

Em 2022 houve uma redução da proporção de prefixados para 27,0% em dezembro de 2022, contra 28,9% no mesmo mês do ano anterior. É a menor participação dos prefixados para um fechamento de ano desde 2005, como mostra a Figura 10.

Em outra direção, houve aumento na parcela de títulos com juros flutuantes no ano, que passou de 36,8% em 2021 para 38,3% em 2022. É a segunda maior proporção na série anual desde 2005, ficando abaixo, porém próxima, da verificada em 2019, que foi de 38,9%. Além disso, a participação desses instrumentos na DPF apresentou seu menor percentual em 2014 (18,7%) e vem ganhando participação desde então, com exceção de 2020.

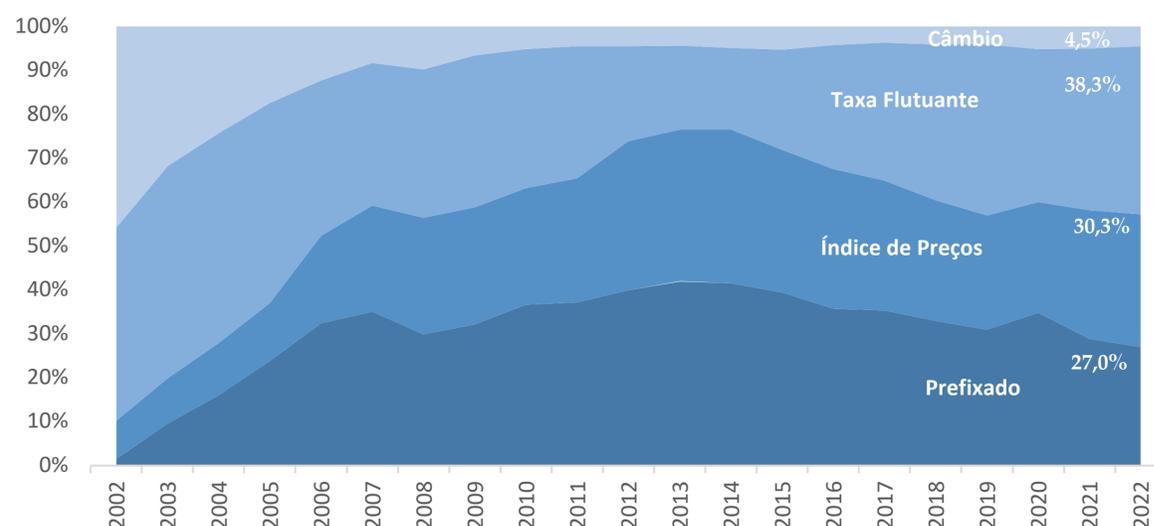
Também houve um acréscimo no percentual de títulos com remuneração atrelada a índices de preços, que alcançou 30,3% em 2022, contra 29,3% em 2021. Cabe ressaltar que a parcela desses instrumentos na DPF estava apresentando tendência de baixa desde 2014, quando atingiu o maior nível de participação, de 34,9%

Como explicitado na seção 2, em 2022 deu-se continuidade à estratégia que prioriza a emissão de instrumentos de prazos mais longos, como LFT e NTN-B, como alternativa à colocação de prefixados de curtíssimo prazo (até 1 ano).

A Figura 10 mostra a evolução histórica da composição da DPF. O crescimento da participação de LFT no estoque da DPF é um movimento que acompanhou a expansão da relação dívida/PIB, diante de persistentes déficits fiscais

nos últimos anos. Para a gestão de riscos da dívida, aumentar a parcela de prefixados na DPF é desejável, desde que não venha concomitante com o aumento da dívida que vence no curto prazo. Com o aumento da necessidade de financiamento e diante da impossibilidade de alongamento do prazo dos prefixados, as LFT ganham espaço na estratégia de financiamento.

Figura 10 – Composição por indexadores da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

A composição da dívida permite avaliar seu risco de mercado. Trata-se do potencial de aumento do custo ou do estoque da dívida decorrente de oscilações nos indexadores que remuneram os títulos públicos, sendo a exposição da dívida a flutuações nas taxas de juros um caso especial. A maior presença de LFT na DPF significa mais risco de mercado. Mas sua mitigação não seria alcançada por meio de incrementos na proporção de prefixados de curtíssimo prazo, pois estes precisam ser refinanciados rapidamente, se tornando igualmente sensíveis a choques nas taxas de juros, além de possuírem custos mais elevados, *ex-ante*.

As alterações nos indexadores de remuneração da dívida tendem a ter impactos reduzidos nos pagamentos da dívida no curto prazo, uma análise de particular interesse para a elaboração de orçamentos. Em geral, esses impactos

são absorvidos na forma de variação do estoque, sendo seus efeitos nos fluxos distribuídos ao longo de vários anos, conforme ocorram os vencimentos da dívida. Nesse sentido, a Tabela 6 mostra como a despesa orçamentária da Dívida Pública Federal (DPF) se alteraria diante de mudanças de um ponto percentual nas taxas de juros e inflação ou de 1% na taxa de câmbio. Como esperado, o choque na taxa de juros é o fator de maior efeito na evolução da despesa orçamentária da dívida, seguido pelo choque na taxa de inflação.

Tabela 6 – Sensibilidade da despesa orçamentária da dívida a choques de 1% nos juros, câmbio e inflação

Indexador	2023		2024		2025	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Inflação	2.951	0,028	3.580	0,032	2.714	0,023
Juros	5.040	0,047	4.070	0,036	4.157	0,035
Câmbio	266	0,003	435	0,004	516	0,004

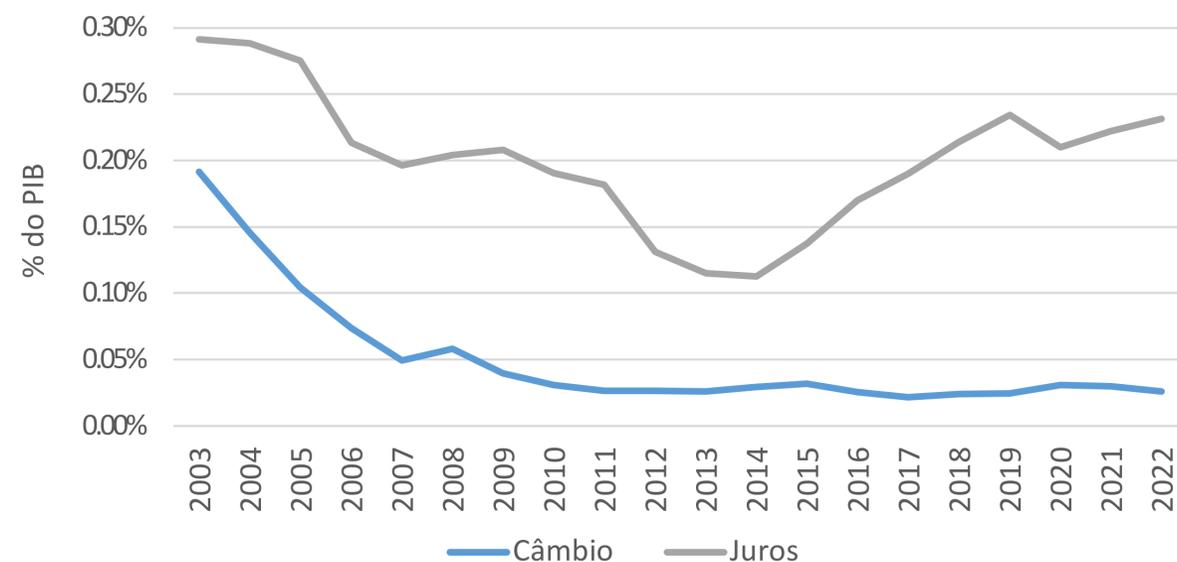
Fonte: Tesouro Nacional

O impacto de choques sobre o estoque da dívida acontece em maior intensidade, sobretudo para alterações nos juros e na taxa de câmbio. Neste sentido, a Figura 11 mostra a sensibilidade da DPF/PIB às mudanças de 1 ponto percentual nas taxas de juros e 1% de variação cambial⁷. Além de estimar o impacto derivado da atual posição da DPF, a análise mostra também como a DPF/PIB se alteraria hoje, na presença dos mesmos choques, se a composição da dívida fosse igual àquelas verificadas em anos anteriores. Infere-se que a composição atual acarreta risco de taxa de juros similar ao que resultaria do perfil da DPF verificado em 2005. O impacto de um choque na taxa de juros sobre o estoque da dívida é menor nos anos em que a participação de LFT na composição da DPF foi reduzida, em especial no período de 2010 a 2014, revertendo o efeito a partir de 2015. Já o risco cambial vem se man-

⁷ Este choque não foi aplicado sobre as parcelas do estoque da DPF remuneradas por índices de preços, uma vez que se trata de uma avaliação do impacto de choques reais (em particular, por utilizar a razão entre a DPF e o PIB como referência). Além disso, embora possa haver sensibilidade da dívida pública à variação na inflação, em termos nominais, as receitas do governo tendem a apresentar correlação positiva com a taxa de inflação, o que reduz a relevância desse fator de risco, uma vez que há um hedge natural da parcela de dívida corrigida por índice de preços, que é capturado indiretamente ao analisar a dívida como proporção do PIB.

tendo estável aproximadamente a partir de 2011, uma vez que a dívida cambial responde por parcela reduzida da DPF desde então⁸.

Figura 11 – Sensibilidade da DPF/PIB a choques nos juros e na taxa de câmbio



Nota: a análise aplica choques de 1 p.p. nas taxas de juros e de 1% na variação cambial. Trata-se de uma análise contrafactual, na qual o choque é aplicado sempre ao estoque atual da DPF/PIB (posição em dezembro de 2022), mas variando-se a composição da DPF conforme os percentuais históricos de participação da dívida remunerada por juros flutuantes e da dívida cambial.

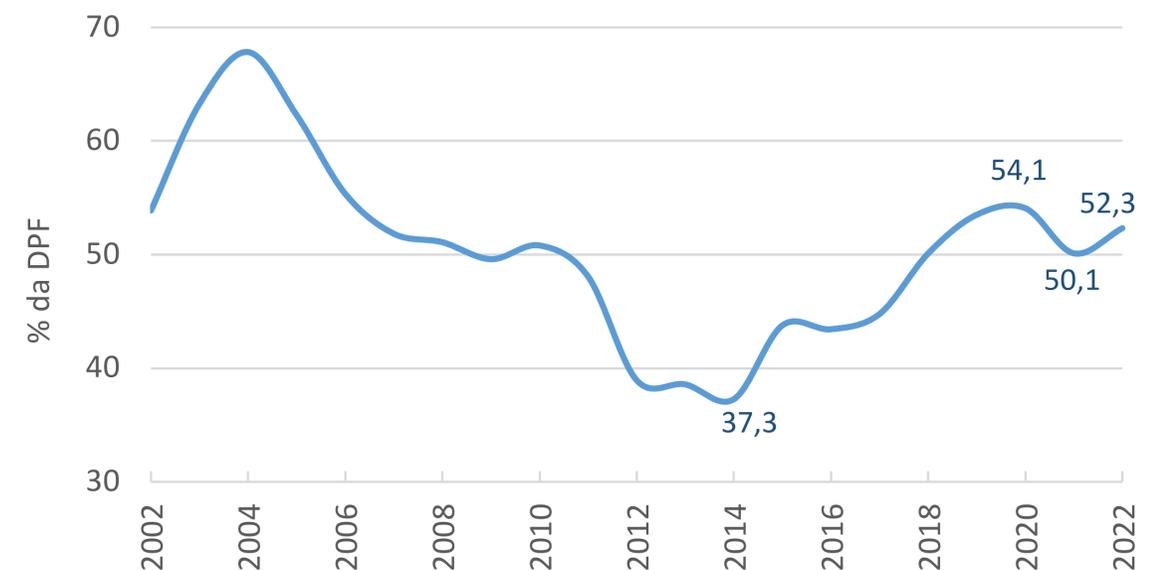
Fonte: Tesouro Nacional

Em uma análise mais ampla, o percentual da dívida sensível a mudanças nas taxas de juros de curto prazo abrange duas parcelas: (a) a DPF que vence em até 12 meses e, portanto, terá seu custo redefinido quando de seu refinanciamento; e (b) a DPF indexada a taxas de juros flutuantes que vence acima de 12 meses. A soma dessas duas parcelas resulta no indicador que se denomina risco de repactuação ou percentual de renovação do custo da DPF em 12 meses. É uma métrica que conjuga os efeitos de mudanças tanto na composição quanto no perfil de vencimentos da dívida. Esse indicador apresentou au-

⁸ O risco associado à variação da taxa de câmbio encontra-se controlado, em decorrência da manutenção de patamares inferiores a 5% da parcela da dívida pública atrelada a moedas estrangeiras desde 2011, o que é aderente à estrutura de dívida proposta pelo portfólio de benchmark. Além disso, o Setor Público conta atualmente com US\$ 324,7 bilhões em reservas internacionais, posição de dezembro de 2022, que representam um hedge para a exposição cambial do endividamento público.

mento, de 50,1% no fechamento do ano anterior para 52,3% ao final de 2022 (Figura 12). Nessa ótica, a substituição de LFT por títulos com taxas prefixadas de curtíssimo prazo não reduziria o risco de taxas de juros da DPF.

Figura 12 – Percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses (% da dívida)



Fonte: Tesouro Nacional

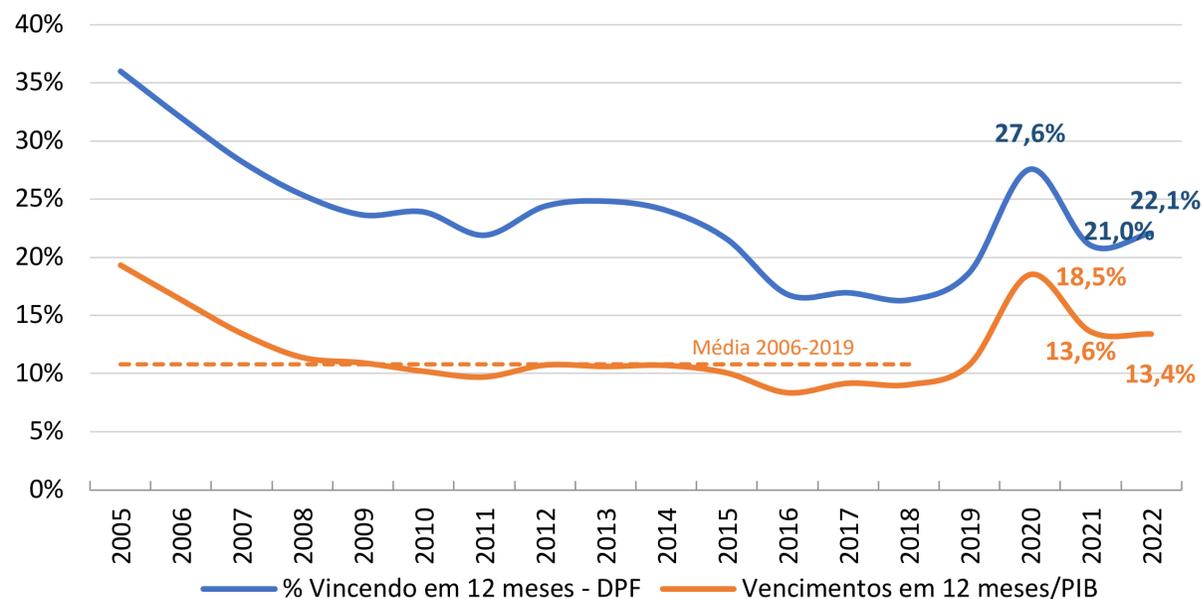
3.2.2 Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

O monitoramento da estrutura de vencimentos da dívida permite avaliar o risco de refinanciamento. Trata-se da possibilidade de o Tesouro Nacional, ao refinanciar sua dívida vincenda, encontrar condições financeiras adversas que causem aumento de seus custos de emissão, ou, no limite, não conseguir levantar recursos para honrar seus pagamentos.

Os principais indicadores de risco de refinanciamento da DPF são o percentual vincendo em 12 meses, que reflete a concentração de dívida no curto prazo, e o prazo médio do estoque, que considera a média de tempo restante para os pagamentos de dívida. Em 2022 a estratégia de emissões de títulos públicos manteve o risco de refinanciamento da dívida próximo da estabilidade.

O percentual vincendo em 12 meses da DPF, encerrou o ano em 22,1% da DPF contra 21,0% da DPF no ano anterior. Por outro lado, considerando o percentual em relação ao PIB, a parcela da dívida que vence em 12 meses caiu de 14,1% do PIB em 2021 para 13,4% do PIB em 2022. Apesar da tendência de queda dos últimos dois anos, o patamar ainda se encontra acima da média histórica registrada entre 2006 e 2019, de 10,8%, como mostra a Figura 13, reflexo do aumento da relação dívida PIB ao longo dos últimos anos.

Figura 13– Percentual de vencimentos em 12 meses e em relação ao PIB

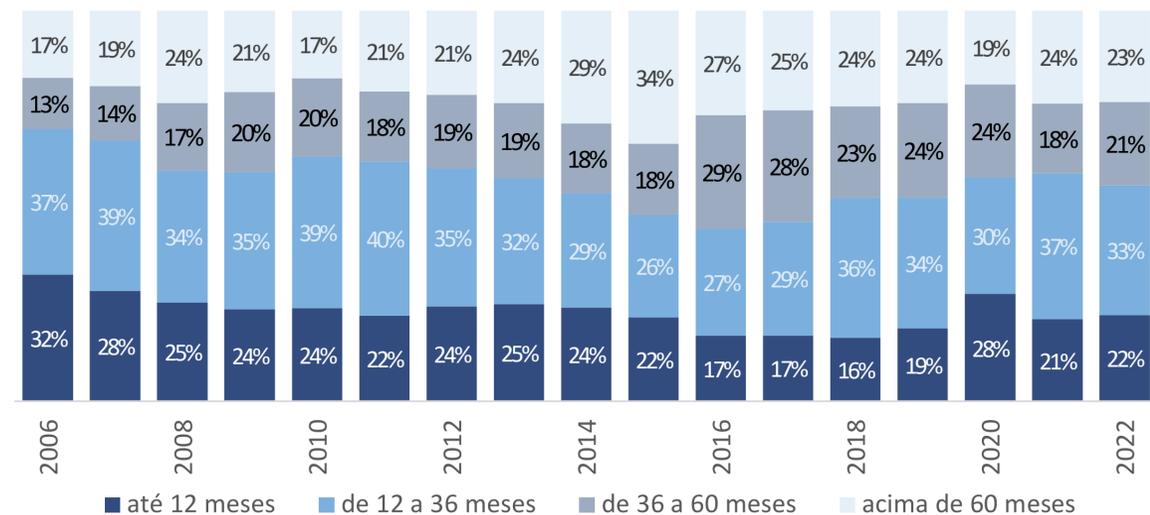


Fonte: Tesouro Nacional

Na Figura 14 observa-se que na composição da DPF, quanto aos prazos de vencimento, há predominância de títulos entre 12 e 36 meses. A redução da participação desses títulos foi interrompida em 2020, ano que ocorreu aumento da emissão de títulos prefixados de curto prazo. Já em 2021 e 2022, a participação dos títulos com vencimentos até 12 meses retornou aos valores de 2015, mas ainda acima da média de 2016 a 2019, período em que houve a menor parcela para esses títulos. Mesmo que a composição de curto prazo tenha sido mais favorável nos últimos 2 anos, ainda há uma concentração de

55% dos vencimentos em títulos de até 3 anos, o que indica a necessidade de priorizar o alongamento dos vencimentos da DPF para alcançar os níveis de 2015, por exemplo, ano no qual a composição apresentou seu melhor perfil, com a predominância de títulos mais longos.

Figura 14– Composição da DPF por prazos de vencimento.

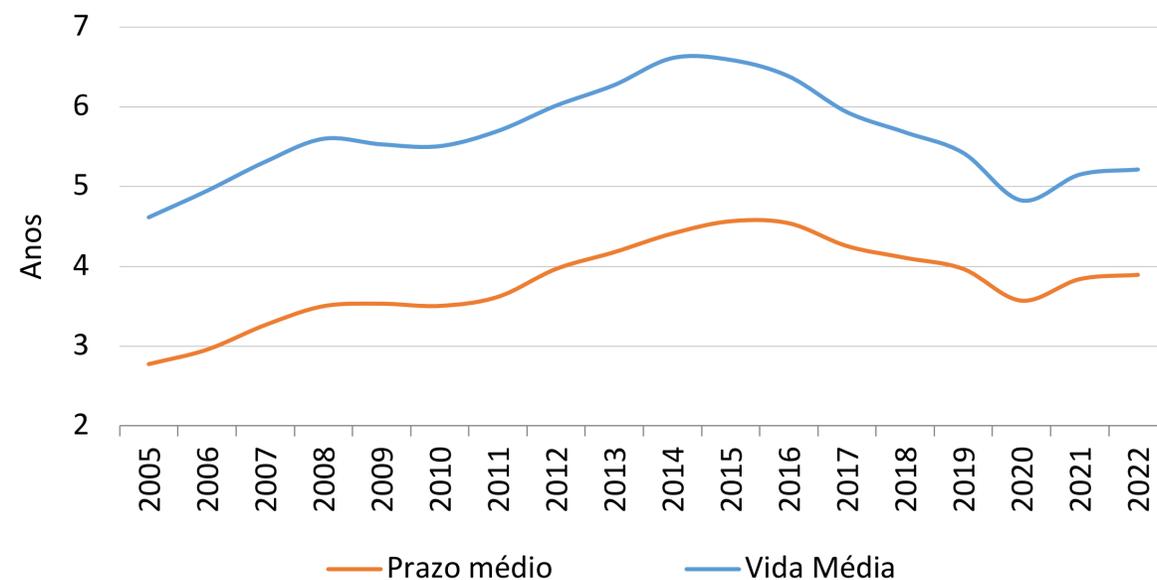


Fonte: Tesouro Nacional.

O prazo médio da DPF, por sua vez, apresentou elevação de 3,8 anos em 2021 para 3,9 em 2022. Embora a emissão de LFT contribua para dilatar os prazos de vencimento em comparação aos títulos prefixados curtos, o prazo médio da LFT é menor do que o referencial de longo prazo para DPF. Assim, o aumento do prazo médio deve priorizar a emissão de títulos com prazos mais longos, preferencialmente acima de 5 anos (Figura 15⁹).

⁹ A figura compara o indicador de prazo médio com o de vida média. O prazo médio representa o tempo médio restante para os resgates, sendo estes ponderados pelos valores presentes dos fluxos de principal e juros e o percentual vincendo em 12 meses indica a concentração de vencimentos de títulos no curto prazo. A vida média não considera os pagamentos de cupons intermediários de juros ou o valor presente dos fluxos de principal. Assim, considera-se mais apropriado, para as estatísticas da Dívida Pública no Brasil, o uso do indicador de prazo médio como medida principal de referência para a estrutura de vencimentos. Para maiores informações a respeito da metodologia do prazo médio consulte Dívida Pública: Experiência Brasileira (2009) em www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes.

Figura 15 – Prazo Médio e Vida Média da DPF

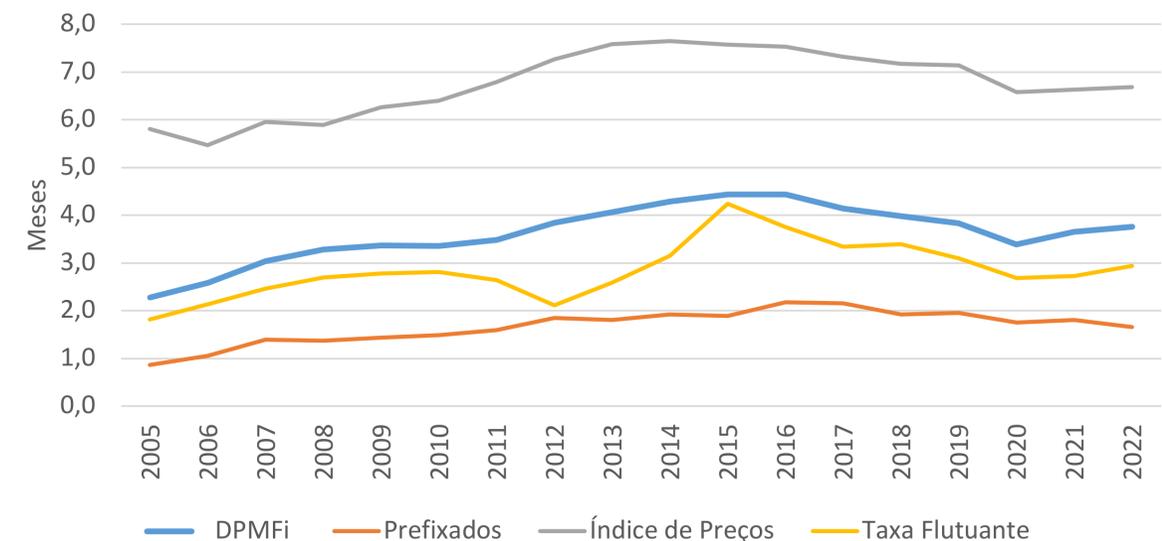


Fonte: Tesouro Nacional

A elevação dos prazos médios da DPF (Figura 15) e da DPMFi (Figura 16) em 2022 é resultado do aumento do prazo do estoque dos títulos com juros flutuantes e dos remunerados por índices de preços. Além disso, os instrumentos prefixados influenciaram tanto pela redução de seu prazo médio quanto pela diminuição de sua participação na composição da DPF, uma vez que esses títulos já se caracterizam por prazos mais curtos na média.

Em suma, a melhora recente da estrutura de vencimentos foi possível por meio da redução da oferta de títulos de curta duração ao longo do ano, em especial as LTN de 6 e 12 meses e a LFT curta. Um dos principais fatores que possibilitou ao Tesouro Nacional seguir esta estratégia foi a robustez do caixa da dívida, associada a uma escolha pelo alongamento de prazos dos títulos emitidos.

Figura 16 – Prazo Médio do Estoque da DPMFi por Indexador



Fonte: Tesouro Nacional

O alongamento sustentável da dívida requer, contudo, uma mudança estrutural da demanda por títulos públicos, que favoreça a colocação de títulos como a NTN-F, cujo principal demandante são investidores não-residentes, e de NTN-B com prazos acima de 10 anos, cujos principais demandantes são fundos de pensão.

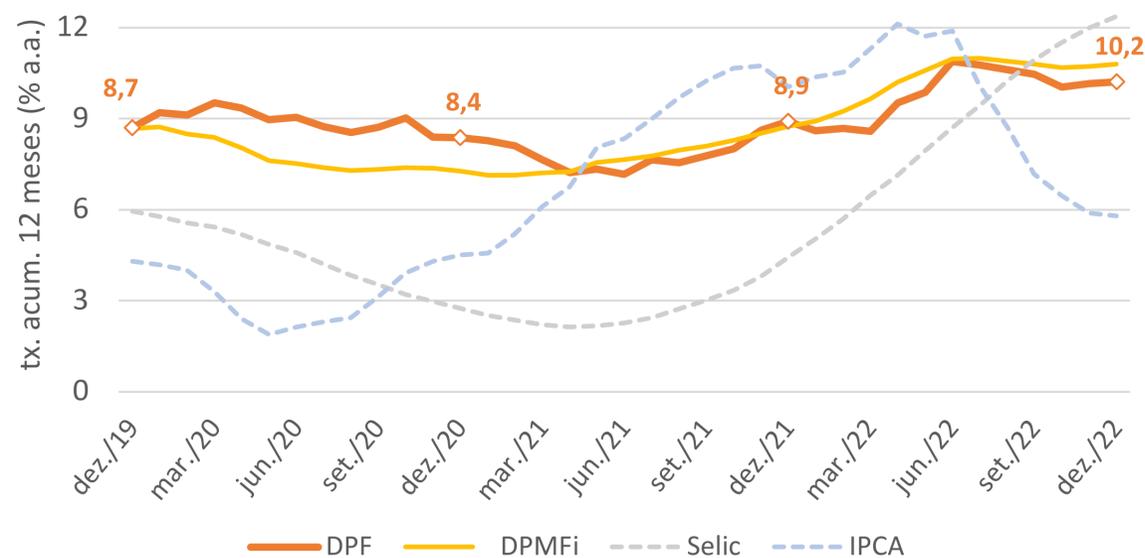
3.3 Custo da Dívida Pública

Os indicadores de custo médio da DPF exibiram aumento ao longo de 2022, acompanhando o movimento da taxa básica de juros Selic e seus reflexos na curva de juros doméstica. Na Figura 17, após atingir o menor valor da série histórica¹⁰ em fevereiro de 2021 (7,15% ao ano), o custo médio acumulado em 12 meses do estoque da DPMFi voltou a subir, atingindo 10,8% ao ano no final de 2022. Entretanto, essa trajetória não foi linear, tendo acelerado até junho, mas estabilizando a partir de então, em resposta à redução da taxa de inflação no segundo semestre.

¹⁰ Série histórica mensal tem início em dezembro de 2006 conforme publicano no [Relatório Mensal da Dívida](#).

A elevação do custo médio em 12 meses acompanhou o período de aumento da taxa básica, porém, com volatilidade menor do que a variação da SELIC no mesmo período. De fato, o custo médio da DPF tem se mantido mais estável em relação ao comportamento dos indexadores da dívida pública ao longo dos últimos 3 anos, dada a composição diversificada da carteira de títulos da DPF. Isso permitiu reduzir o efeito da elevação da taxa básica de juros sobre esse indicador. Assim, a taxa Selic acumulada em 2022 foi de 12,38% ao ano, enquanto o custo médio da DPMFi foi de 10,8% ao ano. Por sua vez, o custo médio da DPF foi de 10,2% ao ano no mesmo período, mais baixo do que a estatística da DPMFi devido ao efeito favorável da variação cambial sobre a dívida externa (Figura 17).

Figura 17– Custo médio da DPF, DPMFi e taxa Selic (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)



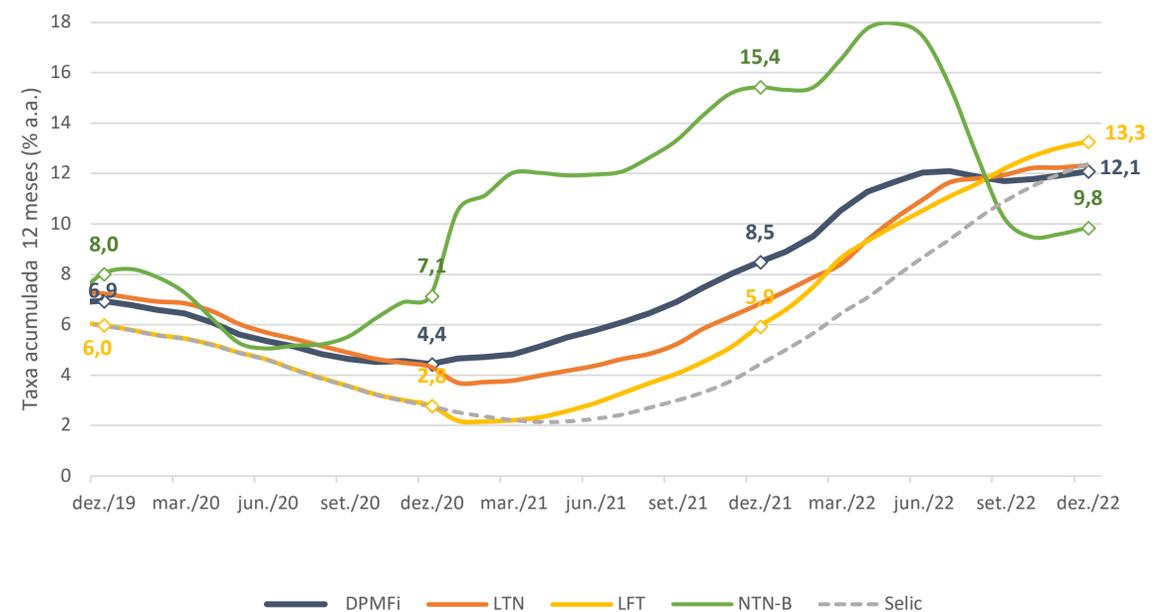
Fonte: Tesouro Nacional

Por sua vez, o custo médio de emissão¹¹ da DPMFi também apresentou elevação ao longo de 2022, passando de 8,5% ao ano em dezembro de 2021 para 12,1% em dezembro de 2022 (Figura 18). Esse indicador reflete as condições de financiamento mais recentes, ao ponderar apenas das emissões de títulos

¹¹ O custo médio de emissão em oferta pública da DPMFi é um indicador que reflete a taxa interna de retorno – TIR dos títulos do Tesouro Nacional no mercado doméstico, mais a variação média de seus indexadores, considerando-se apenas as colocações de títulos em oferta pública (leilões e Tesouro Direto) nos últimos 12 meses.

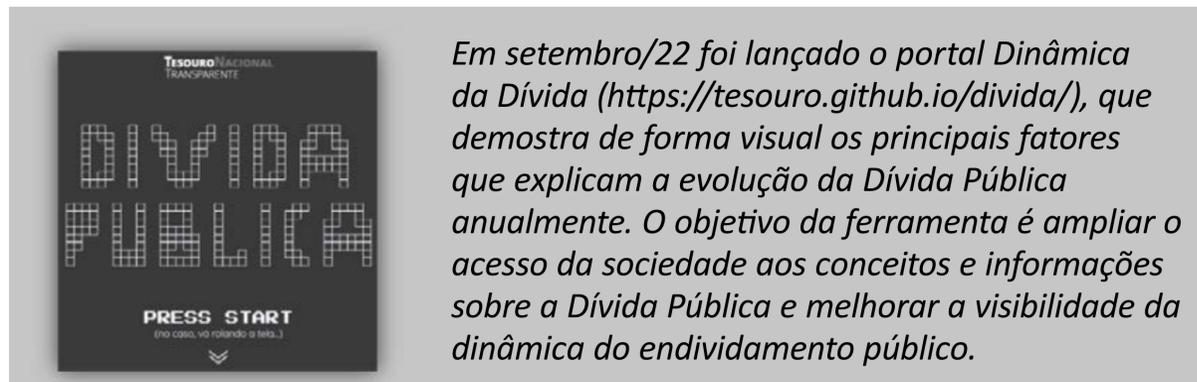
efetuadas nos últimos 12 meses e, assim, tende a reagir mais rapidamente às mudanças na taxa de juros Selic no curto prazo.

Figura 18– Custo médio de emissão da DPMFi por sigla (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)



Fonte: Tesouro Nacional

O aumento dos indicadores de custo da dívida no ano de 2022 indica a sensibilidade da DPF às oscilações nas taxas de juros de curto prazo, sendo os juros apropriados o principal fator de variação do estoque da dívida (Tabela 5, na Seção 3.1). O perfil de risco da DPF no longo prazo seria favorecido por condições de mercado que permitam o aumento da parcela de títulos prefixados longos e dos corrigidos por índice de preços, os quais reduzem o impacto das alterações das taxas de juros sobre o custo da DPF.



Em setembro/22 foi lançado o portal *Dinâmica da Dívida* (<https://tesouro.github.io/divida/>), que demonstra de forma visual os principais fatores que explicam a evolução da Dívida Pública anualmente. O objetivo da ferramenta é ampliar o acesso da sociedade aos conceitos e informações sobre a Dívida Pública e melhorar a visibilidade da dinâmica do endividamento público.

3.4 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.

O Tesouro Nacional classifica os investidores em seis grupos principais:

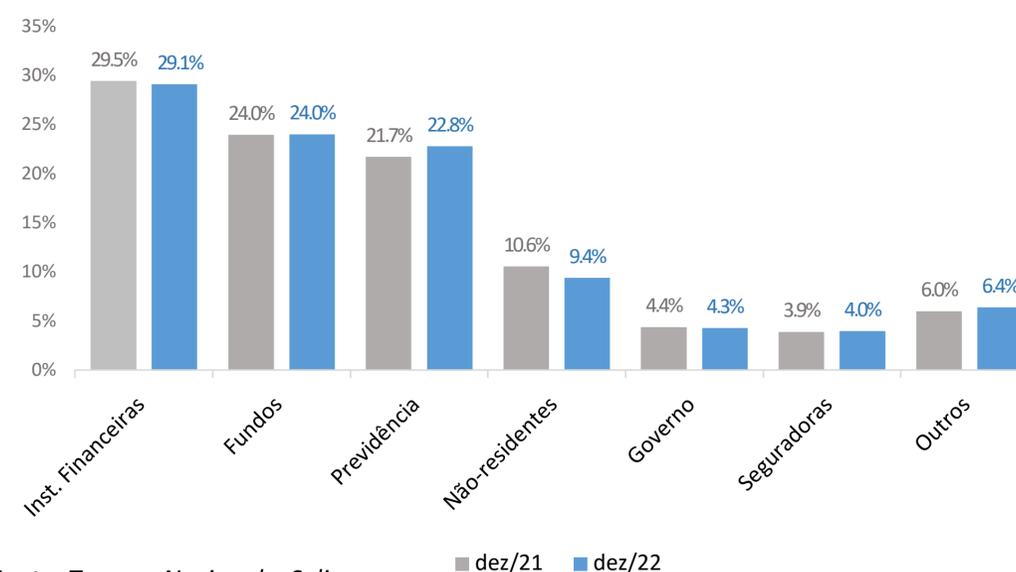
- **Instituições financeiras:** inclui a carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros e corretoras e distribuidoras. Também inclui os bancos estatais e o BNDES. As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento também estão vinculadas a esta categoria.
- **Fundos:** inclui fundos de investimento regidos pela Instrução CVM 555, de 17/12/2014, e outros fundos. Excetuam-se as aplicações de bancos, entidades de previdência, investidores não-residentes, governo e seguradoras que estão alocadas nas suas respectivas categorias.
- **Previdência:** inclui os fundos de investimento e carteira própria de previdência aberta e fechada e RPPS.
- **Não-residentes:** inclui das contas de cliente não-residente criadas por meio da

Carta-Circular nº 3.278, de 18.6.2007. São considerados investidores não-residentes as pessoas físicas ou jurídicas e os fundos ou outras entidades de investimento coletivo com residência, sede ou domicílio no exterior. Estão incluídos os títulos detidos por não-residentes por meio de fundos de investimento.

- **Governo:** inclui fundos e recursos administrados pela União tais como FAT, FGTS, fundos extramercado, fundo soberano, fundos garantidores.
- **Seguradoras:** além das próprias, inclui também resseguradoras;
- **Outros:** inclui contas de cliente pessoa-física residente, inclusive as do Tesouro Direto, carteira própria de distribuidora ou corretora estrangeira e nacional, sociedade de capitalização, dentre outros.

Em 2022, o grupo denominado Instituições Financeiras se manteve como o principal grupo de detentores, encerrando o ano com participação de 29,5%. Em seguida, vieram os grupos Fundos e Previdência, com 24,0% e 22,8%, respectivamente. Destaca-se que o grupo Instituições Financeiras se mantém como o maior detentor da dívida desde 2020. Fundos e Previdência têm mantido uma proporção próxima nos últimos 5 anos, variando entre 22% e 27% da composição total. Deste modo, verifica-se a manutenção da diversidade da base de detentores, conforme detalhamento da Figura 19.

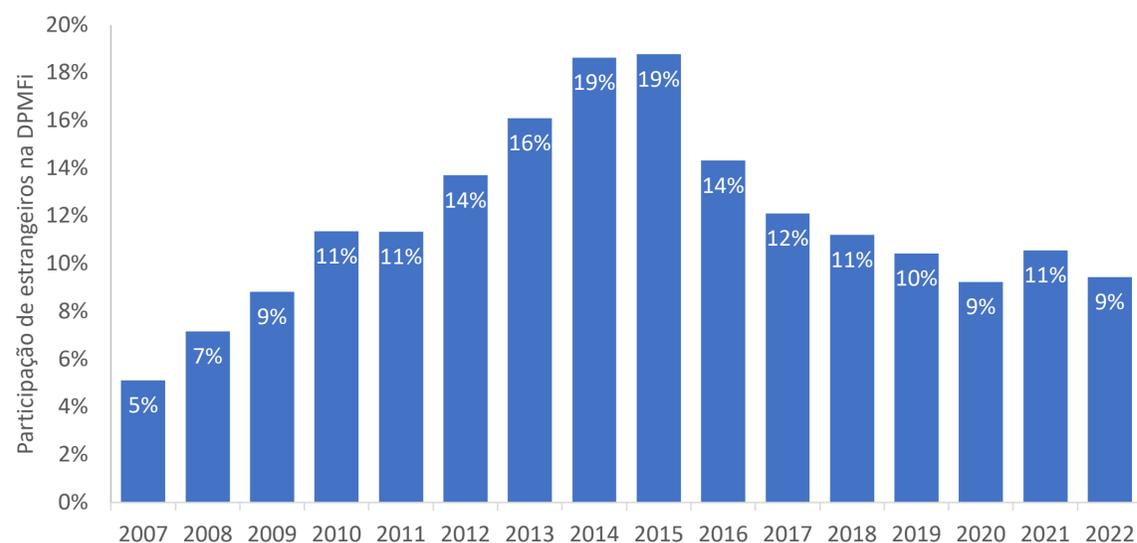
Figura 19- Evolução da Base de Detentores da DPMFi (% da DPMFi)



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

Em relação ao grupo de não-residentes, é válido notar que sua participação na DPMFi foi sendo reduzida gradualmente desde 2015, fruto da perda do grau de investimento pelo Brasil, e vem oscilando próxima aos 10% desde 2019, conforme ilustrado na Figura 20. O estoque da DPMFi detido pelo grupo reduziu de R\$ 565,0 bilhões em 2021 para 533,5 bilhões em 2022, com decréscimo da participação relativa de 10,6% para 9,4%.

Figura 20 – Evolução da participação de não-residentes na DPMFi (%)



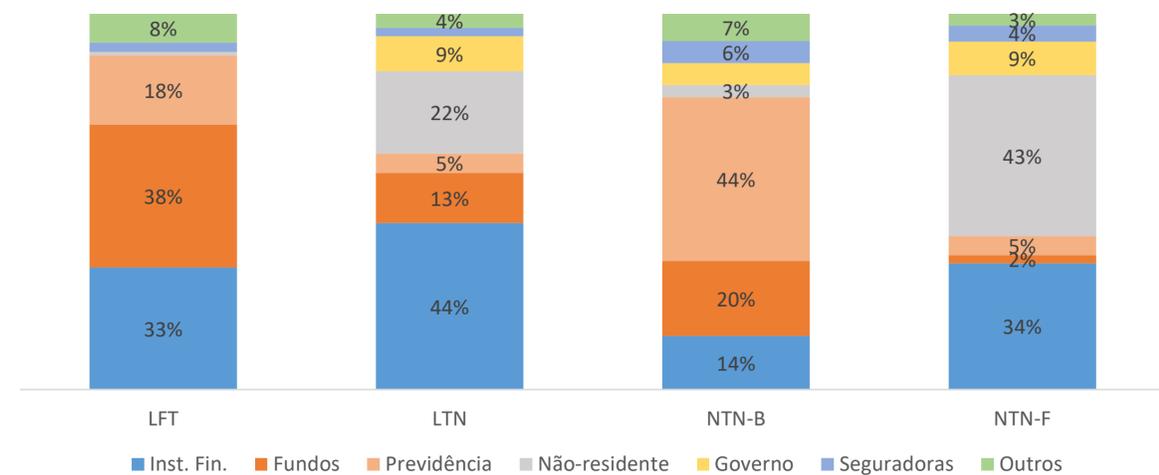
Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

Com relação à variação nominal do volume de títulos públicos na carteira dos demais grupos de detentores em 2022, as entidades de Previdência e Fundos de Investimento foram os grupos que apresentaram variações positivas mais significativas, com R\$ 103,8 bilhões e R\$ 79,6 bilhões, respectivamente. Já as Instituições Financeiras e as Seguradoras elevaram os seus estoques em R\$ 10,0 bilhões e R\$ 61 bilhões, respectivamente.

A Figura 21 mostra a participação dos detentores por título, com os seguintes destaques: 43,7% do total de NTN-B, em mercado, são detidos pelo grupo Previdência, 42,8% da NTN-F são detidos por não-residentes, 44,3% da LTN

estão na carteira de instituições financeiras e 38,0% do estoque de LFT se encontram com Fundos de Investimento.

Figura 21 – Participação de detentores da DPMFi por títulos – dezembro de 2022 (%)



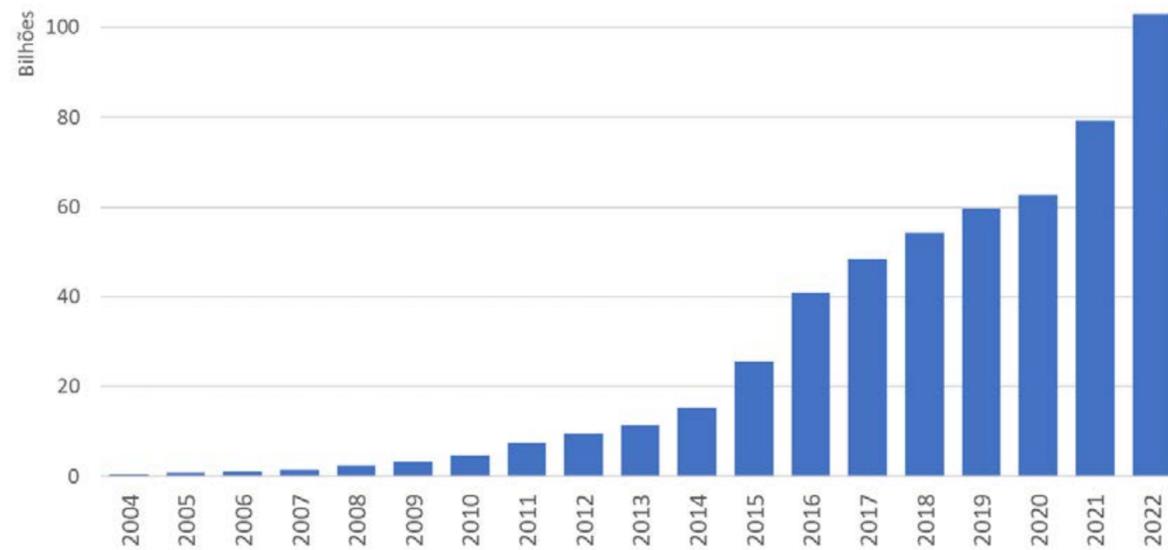
Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

3.5 Tesouro Direto

3.5.1. O Tesouro Direto em 2022

Em 2022, o Tesouro Direto, programa de venda de títulos públicos em varejo, totalizou o montante de R\$ 105,1 bilhões em estoque (Figura 22), o que representou aumento de 32,7% em relação a 2021. Atualmente, o programa corresponde a 1,8% da DPF. Os títulos remunerados por índice de preço (Tesouro IPCA+ e IPCA+ com juros semestrais) permanecem com a maior participação na composição do estoque, com 51,5%. No entanto, o título mais vendido no ano foi o Tesouro Selic (instrumento remunerado pela taxa de juros Selic), com 57,5% das vendas realizadas, seguindo a tendência do ano anterior, quando também foram os mais vendidos, mas em menor proporção (34,7%).

Figura 22 – Evolução do estoque do Tesouro Direto – R\$ bilhões



Fonte: Tesouro Nacional

Quanto aos prazos de vencimento, houve aumento de demanda por títulos de curto e médio prazo (1 a 5 anos) em relação a 2021. Em 2022 o montante vendido desses títulos foi de R\$ 29,0 bilhões, enquanto em 2021 o montante foi de R\$ 16,6 bilhões. O estoque do Tesouro Direto está concentrado em títulos com prazo de vencimento de 1 a 5 anos (65,7%), à semelhança do ano anterior (64,8%). Destaca-se, no entanto, o aumento no estoque de títulos com prazo de até um ano: 5,8% em 2022 contra 1,0% em 2021, devido ao vencimento elevando de LTNs e LFTs no primeiro trimestre de 2023.

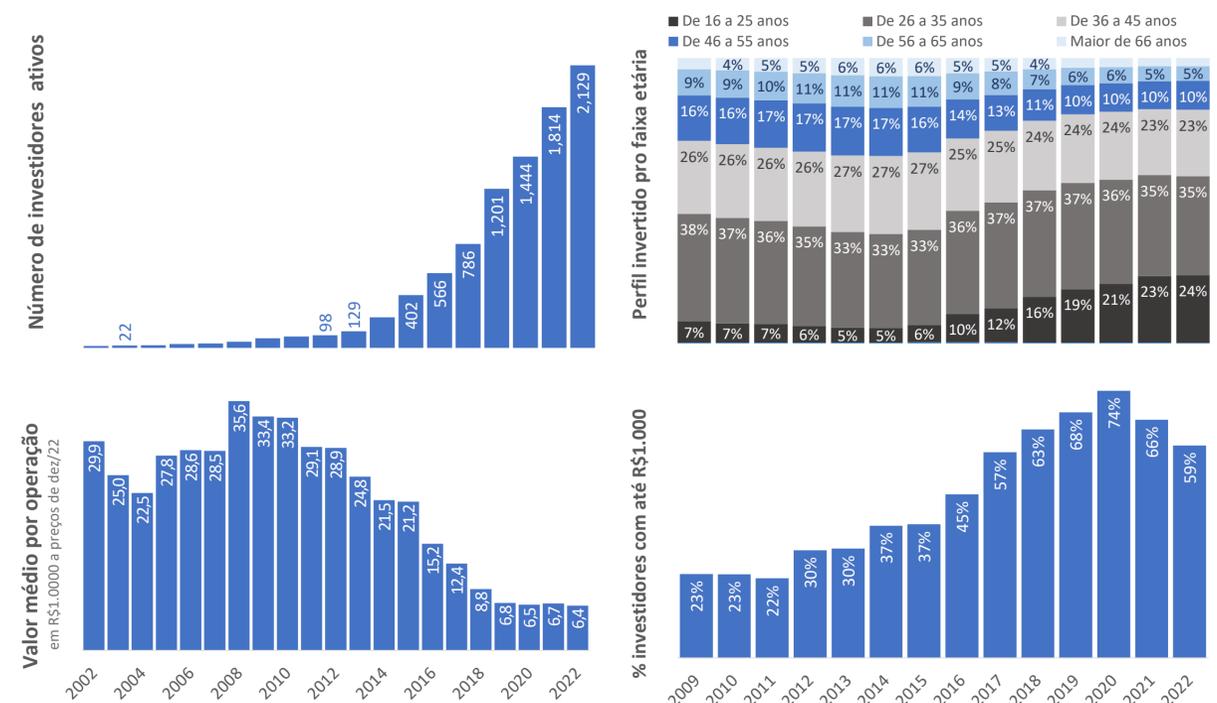
3.5.2. 20 anos de Tesouro Direto

O Tesouro Direto completou 20 anos em 2022. O programa destina-se a venda de títulos públicos a pessoas físicas e é uma alternativa de investimento oferecida a pequenos poupadores, buscando, ainda, contribuir para a educação financeira da sociedade.

Em 2022 o programa atingiu a marca de 2,1 milhões de investidores ativos. Foi um longo caminho para chegar a esse número de pessoas. Foram necessários doze anos para se obter 100 mil investidores ativos no programa. A partir de então, o programa adicionou ao menos 100 mil novos investidores

a cada ano, com destaque para 2019 quando 400 mil novos investidores aderiram ao programa. Houve acréscimo médio de 223,5 mil investidores ativos por ano de 2014 a 2022. A Figura 23 mostra essa evolução, além de outros indicadores relevantes para descrever o perfil do Tesouro Direto.

Figura 23- Evolução do Tesouro Direto desde seu início



Fonte: Tesouro Nacional

A faixa etária entre 26 e 35 anos dos investidores do Tesouro Direto foi a mais representativa durante esses 20 anos de programa (acima de 30%). Entretanto, a faixa etária de 16 a 25 anos vem obtendo uma expressiva evolução. Até 2015, essa faixa esteve sempre por volta de 5% dos investidores. A partir de então, obteve um crescimento acentuado a cada ano, atingindo 24% dos investidores do Tesouro Direto em 2022.

A atuação dos investidores também se alterou durante esse período. Até 2012, as operações no programa de até R\$ 1 mil representavam em média 20% de todas as operações realizadas. Essa proporção cresceu todos os anos até 2020, quando atingiu seu pico de 67% das operações realizadas. Em 2022, cerca de 61% das operações são de até R\$ 1 mil.

Acompanhando o aumento da proporção de operação de até mil reais, o valor médio por operação vem caindo ao longo do tempo. O valor da operação média até 2014, corrigido pelo IPCA para dezembro de 2022, superava R\$ 21 mil reais. Desde então, este valor vem diminuindo, alcançando cerca de R\$ 6.300 em 2022.

3.5.1. Três novidades para celebrar os 20 anos do TD

Em comemoração aos seus 20 anos, e sempre com o objetivo de aprimorar a experiência do investidor, o Tesouro Direto lançou três grandes novidades em 2022. A primeira é um cadastro simplificado para participar do Programa, lançado no início de dezembro. Os cidadãos que ainda não são investidores do Tesouro Direto, ou aqueles que desejam se cadastrar em uma nova instituição financeira, agora contam com um processo fácil para começar a investir, utilizando dados de outras bases governamentais, com acesso por meio do portal GOV.BR para ingressarem no Programa. Após a validação dos dados, basta o investidor escolher uma das instituições financeiras parceiras para começar a investir. O processo agora ficou mais ágil e trouxe maior comodidade para as pessoas.

A segunda novidade é a facilidade de pagar os investimentos do Tesouro Direto por meio do PIX. Este é o sistema de pagamento instantâneo brasileiro, criado pelo Banco Central, que atualmente é a forma mais popular de pagamento no país. Neste primeiro momento, essa modalidade está disponível apenas para investidores que se cadastrarem usando o novo cadastro simplificado, acima mencionado.

A terceira inovação foi o lançamento do novo título do programa, o Tesouro RendA+, no final de dezembro. Esse título tem um enfoque de aposentadoria complementar e permite ao investidor acumular um saldo que, no futuro, lhe proporcionará um fluxo de renda ao longo de 20 anos, em pagamentos mensais. O produto foi inspirado nas *Standard-of-Living-indexed Forward-starting*

*Income-only Securities (SeLFIES)*¹², títulos públicos de longo prazo indexados à inflação, com um período de acumulação e outro com pagamento de rendas exclusivamente no momento da aposentadoria. Além disso, o título tem a vantagem de oferecer, de forma simples e segura, uma oportunidade de planejamento para a aposentadoria complementar, prevendo o fluxo de renda real futuro.

3.6 Sistema de Dealers e mercado secundário

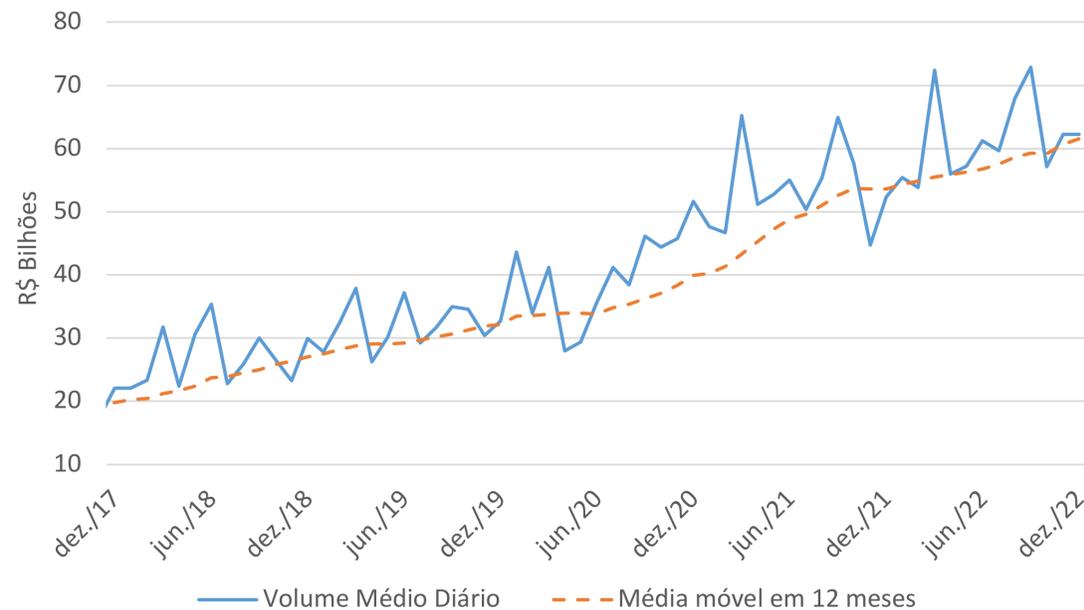
O Tesouro Nacional credencia instituições financeiras com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. A [Portaria STN nº 689](#), de 11 de fevereiro de 2021, que passou a ter efeito em 10 de agosto de 2021, é a versão mais recente das regras estabelecidas para as instituições *dealers*, que devem atuar tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais, com uma participação mínima nas ofertas públicas, quanto no mercado secundário desses títulos, via distribuição e formação de mercado.

A partir dos dados na Figura 24, é possível observar tendência de crescimento do volume negociado no mercado secundário nos últimos cinco anos, alcançando R\$ 62,2 bilhões em dezembro de 2022, no que diz respeito ao conceito extragrupo¹³.

¹² As *Selfies* (*Standard-of-Living indexed, Forward-starting, Income Only Securities*), idealizadas por Arun Muralidhar e Robert C. Merton, foram descritas em um artigo de maio de 2022 “*SELFIES CAN HELP BRAZIL CREATE A SUPER SUPPLEMENTARY PENSION*”. Essas seriam um novo tipo de título público indexado a um indicador que permita a recomposição da renda e permita um fácil planejamento de aposentadoria por parte do investidor.

¹³ Negociações entre instituições de diferentes conglomerados financeiros.

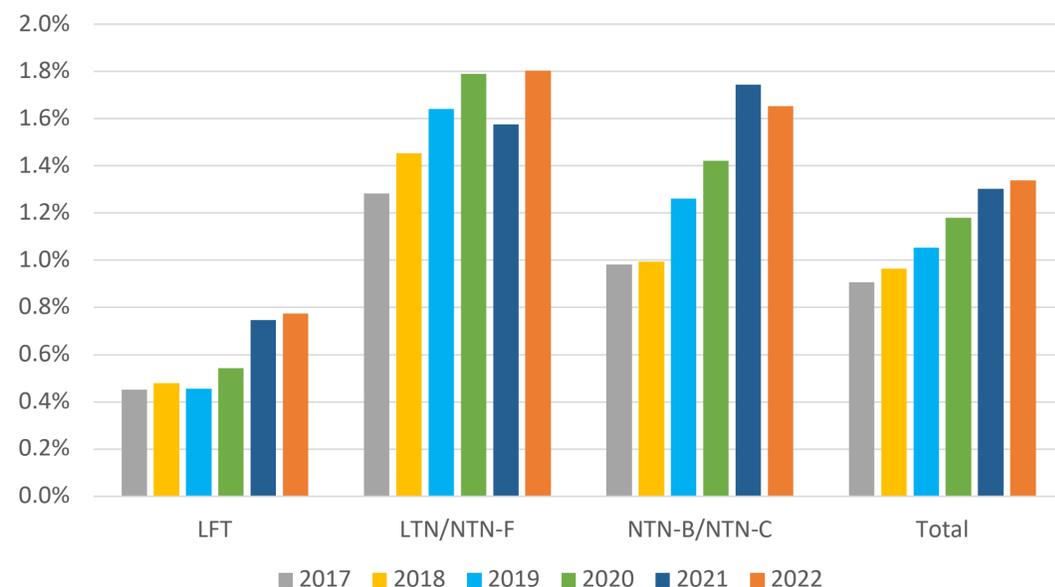
Figura 24 – Volumes Negociados no Mercado Secundário de Títulos Públicos (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional

Adicionalmente, a razão entre o volume negociado e o estoque de títulos (Figura 25), métrica importante de liquidez, tem mostrado tendência de elevação nos último cinco anos, corroborando os avanços no mercado. Apesar do recuo em termos percentuais para índice de preços no último ano, houve um aumento no volume total negociado de títulos atrelados ao indexador de inflação.

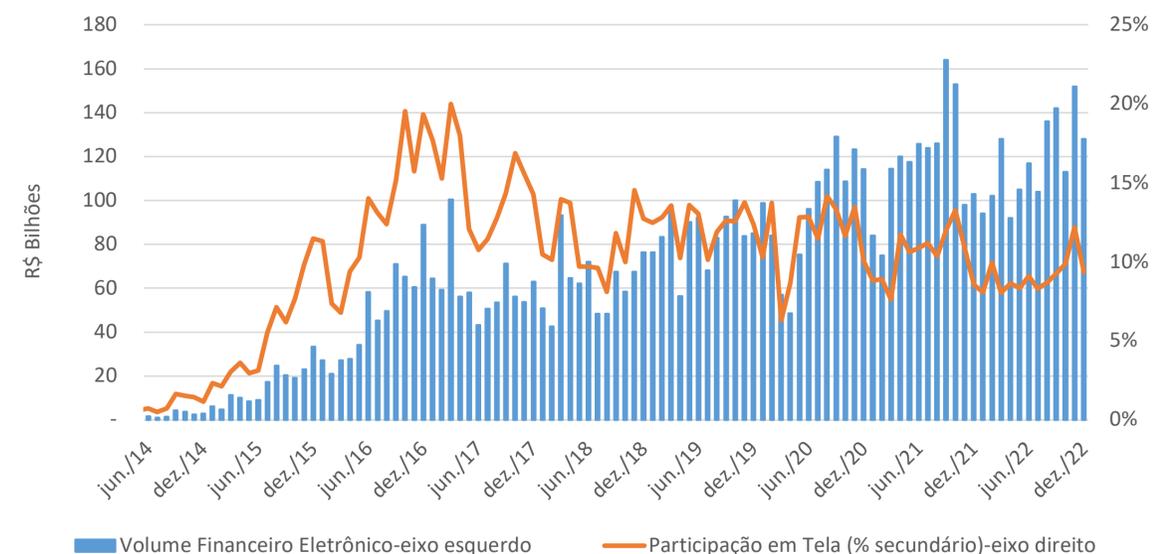
Figura 25 – Volume Médio Diário em Relação ao Estoque



Fonte: Tesouro Nacional

Por fim, os avanços na liquidez e na transparência de preços são observados também no desenvolvimento de plataformas eletrônicas de negociação de títulos públicos, outro segmento que conta com incentivo do Tesouro Nacional por meio de seu sistema de dealers. O avanço nessa frente foi significativo nos últimos anos, com o volume mensal negociado em plataformas eletrônicas crescendo nos últimos cinco anos, com máximo de R\$ 164 bilhões em setembro de 2021 (Figura 26). Em 2022, a participação em tela recuou em relação a 2021, movimento que pode ser parcialmente explicado pela volatilidade no mercado, com o maior volume de negociação sendo atingido no mês de novembro (R\$ 152 bilhões).

Figura 26 – Mercado Secundário de Títulos Públicos em Plataformas Eletrônicas (volume mensal)



Fonte: Tesouro Nacional

4 Garantias

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

No âmbito do Tesouro Nacional, o Sistema de Garantias compreende a concessão de garantias pela União, o controle do saldo das dívidas garantidas, assim como a execução de garantias e contragarantias. Nesse sentido, a dívida garantida é um passivo contingente da União e incorpora as necessidades orçamentárias e financeiras do governo federal, de modo que seu controle e acompanhamento é relevante para a gestão da dívida pública.

Atualmente a União possui 869 operações de crédito garantidas sob responsabilidade do Tesouro Nacional. Como mostra a Tabela 7, ao final de 2022 o saldo devedor das operações garantidas totalizou R\$ 276,9 bilhões, sendo R\$ 105,4 bilhões em operações internas e R\$ 171,5 bilhões em operações externas.

Tabela 7 – Total de garantias e honras em operações de crédito (R\$ bilhões)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Garantias Internas	52,7	80,6	112,3	111,1	111,5	114,3	109,3	114,1	112,9	105,4
Estados	39,9	61,9	81,8	81,3	84,7	91,4	90,9	97,3	96,7	90,1
Municípios	0	1,5	3,5	4	3,9	3,9	4,9	6,9	8,2	9,2
Estatais Federais	11,3	15,8	25,2	24,7	22,5	18,8	13,5	9,8	8	6,1
Entidades Controladas	1,5	1,4	1,7	1,1	0,4	0,2	0	0	0	0
Garantias Externas	56,1	70,2	110,6	103,8	121,8	143,9	146,6	181,9	190,5	171,5
Estados	35,7	47,7	77,8	75,5	91,2	107,7	109,6	135,2	137,4	123,8
Municípios	5,6	7	10,6	10,7	11,1	13,5	14,6	20	22,4	21,7
Estatais Federais	13,2	13,8	18,4	13,9	14	15,3	14,7	17,2	21,5	18,4
Entidades Controladas	1,6	1,7	3,8	3,7	5,6	7,5	7,7	9,5	9,2	7,6
Total de Garantias	108,8	150,8	222,9	214,9	233,3	258,2	255,9	296	303,4	276,9
Total Honras de Garantia	-	-	-	2,4	4,1	4,8	8,4	13,3	9,0	9,8

Fonte: Tesouro Nacional.

Em 2022, a União realizou o pagamento de R\$ 9,8 bilhões com o objetivo de honrar garantias concedidas a operações de crédito. As honras de garantias pagas no ano são referentes a 9 estados, sendo R\$ 4,0 bilhões relativos a inadimplências do Estado do Rio de Janeiro, R\$ 2,0 bilhões do Estado de Minas Gerais, R\$ 1,3 bilhão do Estado de Goiás, R\$ 886,6 milhões do Estado do Rio Grande do Sul, R\$ 547,9 milhões do Estado do Maranhão, R\$ 443,9 milhões do Estado de Pernambuco, R\$ 352,2 milhões do

Estado do Piauí, R\$ 242,6 milhões do Estado do Alagoas, R\$ 35,1 milhões do Estado do Rio Grande do Norte, além de R\$ 32,1 milhões relativos ao Município de Taubaté-SP.

Atualmente, os estados do Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Goiás estão com Regime de Recuperação Fiscal (RRF) em vigor. Os valores honrados de prestações em operações de crédito garantidas no âmbito do RRF não são recuperados mediante execução de contragarantias, sendo parte refinanciada em até 360 meses, mediante celebração de um contrato de refinanciamento (conforme art. 9º-A da LC nº 159/2017 e art. 23 da LC nº 178/2021) e parte ressarcida à União conforme escalonamento previsto no § 2º do art. 9º da LC nº 159/2017.

Ademais, a União está impedida de executar contragarantias dos estados de Alagoas, Piauí, Maranhão e Pernambuco devido a decisões judiciais proferidas pelo Supremo Tribunal Federal (STF) relacionadas à dedução das perdas de arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS) decorrente da Lei Complementar nº 194/2022, além das do Município de Taubaté-SP.

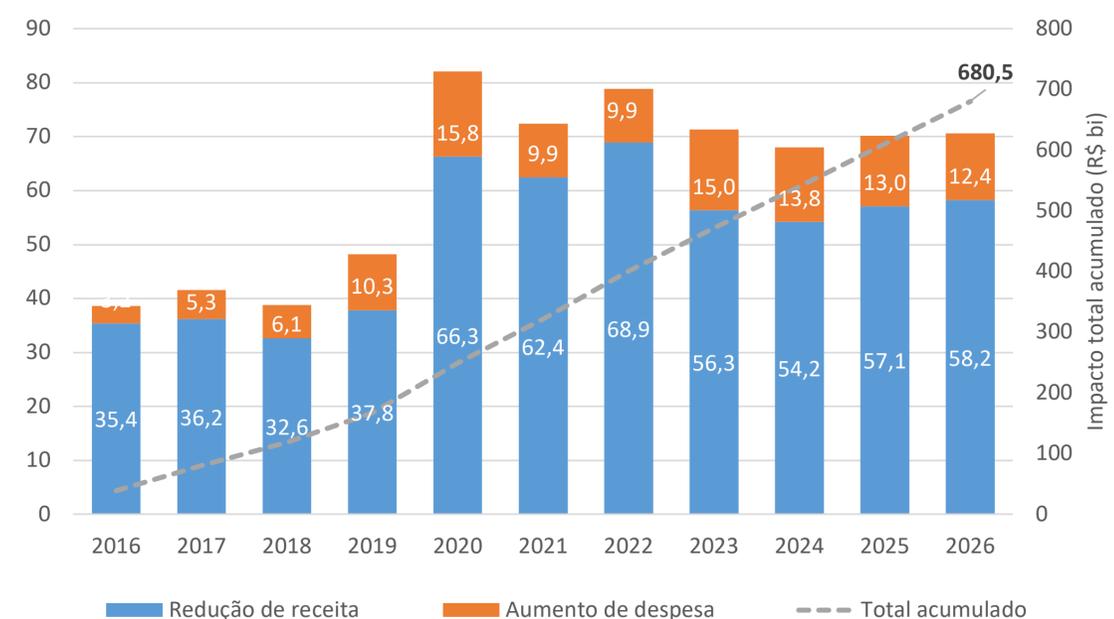
O aumento de honras de garantias sem a correspondente recuperação das contragarantias tem como efeito final o aumento da DPF, uma vez que essas despesas são pagas com recursos de emissão de dívida. Dessa forma, a inadimplência de alguns entes tem o reflexo de aumentar as despesas financeiras do governo, onerando a sociedade como um todo. Em 2022, dos R\$9,8 bilhões de garantias honradas apenas R\$212,4 milhões (2,2% do total das honras) foram recuperados por meio da execução de contragarantias. Os R\$ 9,6 bilhões restantes impactaram direta e imediatamente as disponibilidades da DPF..

Além do impacto das honras na DPF, as receitas do Governo Federal relativas a refinanciamento de dívidas vêm caindo devido às renegociações de dívidas com os entes subnacionais promovidas pelas LC nº 148/2014, LC nº 156/2016 e LC nº 178/2021, que alteraram retroativamente índices de correção e taxa de juros, bem como alongaram a dívida, culminando na redução do fluxo esperado de recebimentos pela União, ao RRF e às liminares judiciais que possibilitam a alguns estados devedores a suspensão do pagamento de suas dívidas. Além desse impacto nas 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.

O impacto total devido às operações de reestruturações ocorridas após 2014, incluindo aquele sobre as receitas e o aumento de despesas de honras de garantia, encontra-se na Figura 27. Corrigido para preços de dezembro de 2022, o impacto total em 2022 foi de R\$ 78,8 bilhões, dos quais R\$ 68,9 bilhões correspondem a receitas frustradas e R\$ 9,9 bilhões a despesas com honras de garantia. Esse impacto representou um aumento de igual proporção na necessidade de financiamento do Governo Federal no ano passado.

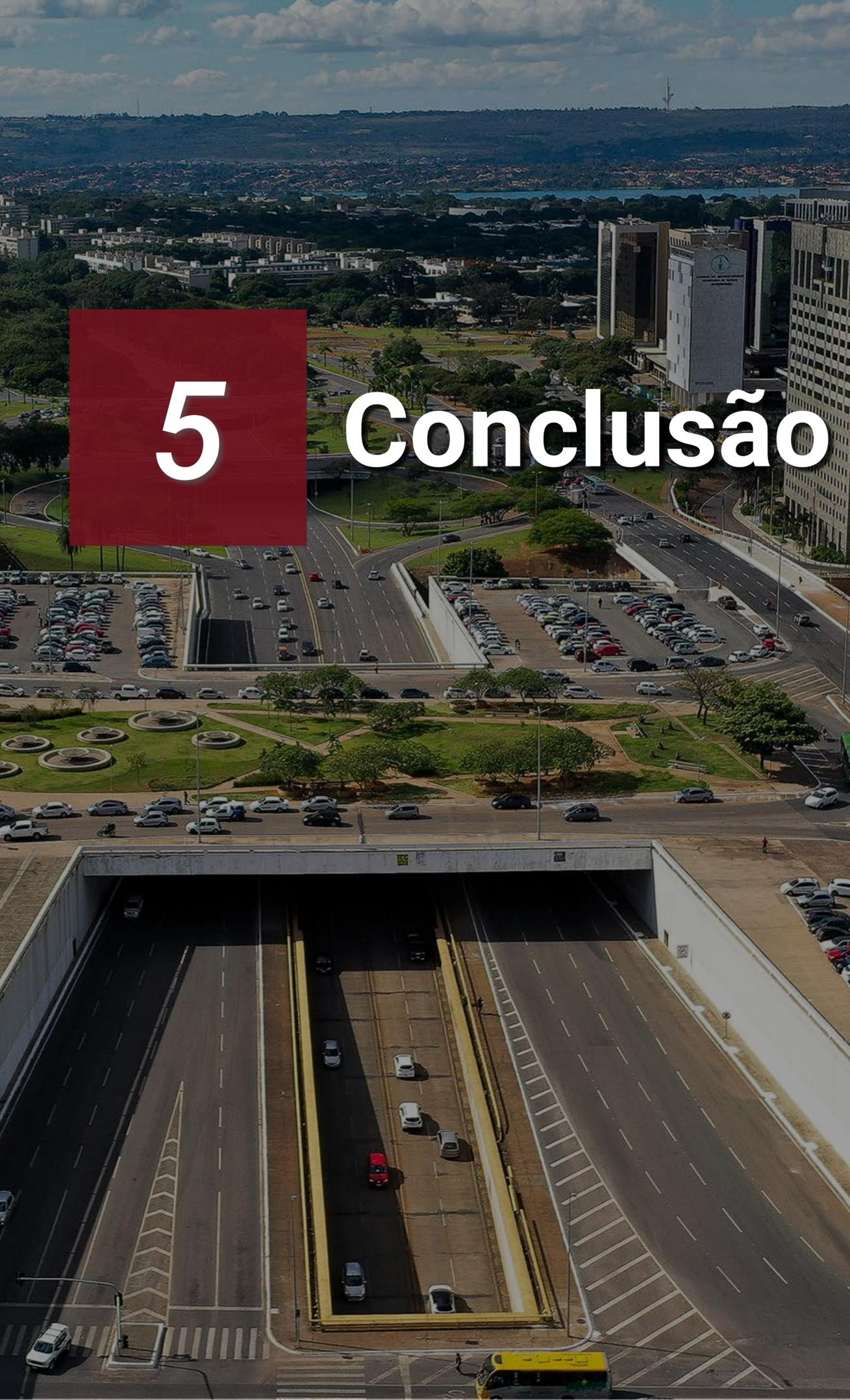
Figura 27 – Impacto de reestruturações e honras de aval - R\$ bilhões*



* A preços constantes, corrigidos pelo IPCA para dezembro de 2022

Fonte: Tesouro Nacional.

O Tesouro Nacional divulga o [Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas](#) com uma visão global desse passivo contingente ao qual a União está exposta. Além disso, os dados do relatório estão disponíveis na página das [Histórias das Garantias](#), que explica as garantias concedidas pela União de forma didática e inovadora, e no [Painel de Garantias](#), que permite visualizar os dados detalhados sobre as garantias. Por fim, o [Painel de Garantias Honradas](#) e o [Relatório Mensal de Garantias Honradas](#) trazem as informações disponíveis sobre as garantias honradas pela União.



5 Conclusão

O ano de 2022 foi marcado por oscilações no cenário econômico nacional e internacional, que influenciaram o planejamento e a execução da estratégia relativa à gestão da Dívida Pública Federal.

Ainda que as condições de mercado do primeiro semestre tenham levado à frustração de demanda por títulos mais longos em alguns momentos, o Tesouro Nacional deu continuidade às emissões de títulos remunerados por juros flutuantes, com redução daqueles com taxas prefixadas de curto prazo, favorecendo os indicadores de risco de refinanciamento da DPF.

Os níveis adequados da reserva de liquidez (colchão da dívida), que se beneficiou das fontes exclusivas, advindas principalmente do resultado do Banco Central, do pagamento do BNDES e da desvinculação de fundos orçamentários, deram graus de liberdades para o Tesouro reduzir as colocações e privilegiar a emissão de títulos com prazos mais longos, mesmo em momentos de maior volatilidade do mercado. Já no segundo semestre, entre os meses de agosto a outubro, o Tesouro encontrou condições mais favoráveis para aumentar as emissões, diante da maior demanda por LTN de 48 meses e NTN-B de 5 anos. Isso contribuiu para a melhora de indicadores da dívida pública no período e manutenção do colchão de liquidez.

Nesse contexto, os resultados apresentados neste relatório foram aderentes às expectativas constituídas no PAF 2022 para os indicadores da composição e da estrutura de vencimentos da DPF, com exceção do estoque, que ficou abaixo do limite inferior, em razão da menor colocação de títulos nos períodos de grande oscilação do mercado.

Por último, ressalta-se que a manutenção da reserva de liquidez da dívida dentro dos patamares prudenciais em 2022, uma ferramenta eficaz para mitigar o risco de refinanciamento, foi possível, mesmo com uma taxa de refinanciamento de 83%, devido ao fluxo de recursos orçamentários de fontes exclusivas para o pagamento da dívida não provenientes de emissões, e da melhora dos resultados fiscais do governo central.

A perspectiva de diminuição dessas fontes exclusivas para os próximos anos, conjugada com o aumento da necessidade de financiamento, em um cenário de déficits fiscais nos próximos anos, eleva a importância de reformas estruturais que estabeleçam as condições necessárias de estabilidade macroeconômica para emissão de títulos públicos de longo prazo. Essa é uma necessidade premente do Tesouro, diante do elevado volume de vencimentos da DPF nos próximos anos.