



TESOURO NACIONAL

2023
RAD

Divulgado em
30/01/2024

Ministério da Fazenda
Secretaria do Tesouro Nacional

Relatório Anual da **Dívida Pública Federal**



Ministério da Fazenda

Fernando Haddad

Secretaria Executiva do Ministério da Fazenda

Dario Carnevalli Durigan

Secretaria do Tesouro Nacional

Rogério Ceron de Oliveira

Secretaria Adjunta do Tesouro Nacional

Viviane Aparecida da Silva Varga

Subsecretaria de Gestão Fiscal (SUGEF)

Rafael Rezende Brigolini

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)

Maria Betania Gonçalves Xavier

Subsecretaria de Relações Financeiras Intergovernamentais (SURIN)

Suzana Teixeira Braga

Subsecretário da Dívida Pública

Otavio Ladeira de Medeiros

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Helano Borges Dias

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Luiz Fernando Alves*

Coordenador-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

Ana Cristini Gomes e Silva Ilha

André Duarte Veras

Andresa Costa Biason

Bruno Westin Prado Soares Leal

Carlos Roberto de Carvalho Júnior

Cassio Sobocinski Castro

Cecília de Souza Salviano*

Cesar Almeida de Menezes Silva

Cinthia de Fátima Rocha

Claudio Araujo de Freitas Gago

Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva

Daniel Mário Alves de Paula

Diogo Martins Esteves

Diogo Osti Coscrato

Emerson Luiz Gazzoli

Fabio dos Santos Barbosa

Fabrício Merola Leão Lima

Fausto Jose Araujo Vieira

Felipe Costa

Felissa Sousa Alarcon

Fernando Cesar de Oliveira Leite

Frederico Hartmann de Souza

Giovana Leivas Craveiro

Guilherme Barbosa Pelegrini

Gustavo Matte Russomanno

Helio Henrique Fonseca Miranda

Jorge Lenardt Quadrado

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Juan Guillermo Valdivia Murillo

Julia Cavalcante Fontes

Juliana Torres da Paz

Leandro de Lima Galvão

Luis Alberto Beckman Meirelles

Luiz Paulo da Silva Lima

Marcelo Rocha Vitorino

Marcelo Rodrigues Calil

Marcia Fernanda de Oliveira Tapajos

Marcio Rodrigo Vieira de Araujo

Marcos Pires de Campos

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal * *Coordenação Técnica*

Mariana Padrao de Lamonica Freire

Nathália Filgueiras de Almeida

Nucilene Lima de Freitas França

Paulo de Oliveira Leitao Neto

Paulo Ernesto Monteiro Gomes

Paulo Moreira Marques

Pedro Gomes Vasconcelos

Petronio de Oliveira Castanheira

Plínio Portela de Oliveira

Poliana de Carvalho Pereira

Rafael Danilo de Sales Leal

Rafael Mesquita Camargo

Raquel Lima Pereira de Araujo Leite*

Ricardo José Macedo dos Santos

Ricardo Machado Miranda Filho

Roberto Beier Lobarinhas

Rodrigo Sampaio Marques

Rosa Isabel Cavalcanti

Victor Valdivino Caetano de Almeida

Vinicius Pinto de Menezes

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2023.

1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2024, número 21.

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)

Diagramação - Hugo Pullen

Fotos: Envato Elements, Unsplash, Pexels e EBC

Data de Publicação: 30/01/2024 (Atualizado no dia 21/02/2024)

Sumário

■	Mensagem do Tesouro Nacional	4
1	Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2023	5
	1.1 Contexto Macroeconômico	5
	1.2 Mercado Financeiro em 2023	7
	1.3 Necessidade de Financiamento	8
	1.4 Reserva de Liquidez	9
2	Estratégia de Financiamento em 2023	11
	2.1 Dívida Interna	11
	2.2 Dívida Externa	13
	2.3 Primeira Emissão de Título Sustentável no Mercado Internacional	13
3	Resultados Alcançados	15
	3.1 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos	15
	3.2 Riscos da DPF	16
	3.3 Custo da Dívida Pública	19
	3.4 Base de Investidores	20
	3.5 Tesouro Direto	21
4	Garantias	22
5	Considerações Finais	24



Apresentamos aqui o Relatório Anual da Dívida (RAD) de 2023, documento este que oferece uma análise abrangente da gestão da Dívida Pública Federal (DPF) nesse ano, destacando a execução da estratégia de financiamento e o desempenho dos indicadores associados à DPF, entre outros acontecimentos.

Em 2023, a economia global enfrentou desafios, como altas taxas de juros para combater a inflação em diversos países, juntamente com tensões geopolíticas. Para o ano passado, o Fundo Monetário Internacional (FMI) estima um crescimento de 3,1% a.a., em comparação com 3,5% a.a. em 2022. A desaceleração nos países desenvolvidos, especialmente na Zona do Euro, no Japão e no Canadá, contribuiu para essa previsão, embora os Estados Unidos tenham superado as expectativas de crescimento no G7. Nos emergentes, apesar de um desempenho semelhante a 2022, o setor imobiliário chinês desapontou, resultando em retomada mais branda na China, após o fim da política de Covid zero.

Na economia doméstica, o Brasil superou as incertezas iniciais no ambiente fiscal, destacando-se a introdução do Regime Fiscal Sustentável e a continuidade de reformas, como a tributária de consumo. Em julho, a *Fitch* elevou a nota de crédito do Brasil de BB- para BB, o primeiro *upgrade* em 11 anos entre as maiores agências de *rating*. Em dezembro, a *S&P* também elevou a nota para BB. A melhora na percepção de risco foi impulsionada pelos resultados econômicos positivos, superando as estimativas de crescimento do PIB para 2023, enquanto a dinâmica da inflação permitiu ao Banco Central reduzir a taxa básica de juros. As contas externas mantiveram-se confortáveis, com bom desempenho da balança comercial e déficits moderados em conta corrente, financiados por robustos investimentos estrangeiros.

Neste contexto, a gestão da dívida foi aderente às expectativas do Plano Anual de Financiamento – PAF 2023, com destaque para um pequeno aumento no percentual de títulos remunerados por juros flutuantes na DPF. Esse resultado, contudo, contribuiu para uma redução na parcela da dívida de curto prazo e um aumento no prazo médio da DPF. A manutenção da reserva de liquidez em patamares elevados continuou a ser uma ferramenta eficaz para mitigar o risco de refinanciamento e assegurar flexibilidade ao Tesouro para ajustar sua atuação em momentos de volatilidade.

No mercado internacional, o Tesouro Nacional lançou o GLOBAL 2031 ESG, o primeiro título soberano sustentável brasileiro, com volume de US\$ 2,0 bilhões. A emissão baseou-se no Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis, publicado em setembro de 2023, que define as regras para o uso dos recursos em montante equivalente aos captados em despesas orçamentárias que contribuam para a promoção das agendas ambiental e social do país.

Por fim, no Tesouro Direto, programa que disponibiliza títulos públicos para pessoas físicas, destacaram-se o início da oferta do Tesouro RendA+ e o lançamento do Tesouro EducA+. Essas inovações têm como objetivos promover o planejamento financeiro para a aposentadoria complementar e financiar o ensino superior de crianças e adolescentes, alinhando-se aos propósitos de fomentar a educação financeira e democratizar o acesso aos títulos públicos.



Mensagem do Tesouro Nacional

1

Contexto

Macroeconômico e Financeiro em 2023

1.1 Contexto Macroeconômico

O ano de 2023 foi caracterizado por elevadas taxas de juros no âmbito internacional, em meio a uma economia global em desaceleração e intensificação de tensões geopolíticas. Após um crescimento global de 3,5% a.a. em 2022, a estimativa de crescimento mundial do Fundo Monetário Internacional (FMI) é de 3,1% a.a. para 2023t, refletindo, entre outros fatores, os efeitos do aperto monetário globalmente sincronizado¹.

Nos Estados Unidos, a *Federal Reserve* continuou seu ciclo de aperto monetário em 2023, elevando a *Fed Funds* para 5,25-5,50 em julho, onde permaneceu até o fim do ano. O crescimento econômico superou as expectativas, impulsionado pelo forte consumo das famílias e pelo mercado de trabalho resiliente. A inflação declinou, com o *Consumer Price Index (CPI)* caindo de 6,4% a.a. em janeiro para 3,4% a.a. em dezembro. Essa combinação de queda na inflação e de forte atividade econômica aumentou as expectativas de um “pouso suave” na economia americana.

Na Zona do Euro, persiste a preocupação com uma possível recessão, apesar da redução da inflação. Por exemplo, o *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)* caiu de 8,6% em janeiro para 2,9% em dezembro. Os indicadores de atividade em vários países da região mostraram resultados mais fracos ao longo de 2023.

Na China, a expectativa de aceleração da atividade, após o fim da política de

Covid zero, foi parcialmente frustrada devido à prolongada desaceleração no setor imobiliário e a uma elevada taxa de desemprego entre os jovens.

No Brasil, a questão fiscal teve predominância na pauta econômica. Após as incertezas iniciais, que elevaram as taxas de juros nos primeiros dois meses do ano, a elaboração de proposta do Executivo para substituir o Teto de Gastos reverteu essa tendência ao longo do primeiro semestre. A proposta, conhecida como Regime Fiscal Sustentável (Lei Complementar nº 200/2023), foi apresentada em março, enviada ao Congresso Nacional em abril e sancionada em agosto. A nova lei estabelece regras para o crescimento da despesa primária vinculadas ao crescimento das receitas e condicionadas ao cumprimento das metas de resultado primário estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

Contudo, o mercado alimentou incertezas quanto à possibilidade de alcance da meta para o governo central de zerar o déficit primário em 2024, as quais dependiam de medidas para aumento de arrecadação propostas pelo governo. Os ruídos quanto à *performance* fiscal, juntamente com a elevação dos juros nos Estados Unidos trouxeram volatilidade até o final de outubro.

Tais incertezas se reduziram a partir da manutenção da meta de déficit zero na LDO 2024 e dos avanços na aprovação de medidas como o retorno do voto de qualidade do governo no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf)², a regulação de operações tributárias e renegociação especial de débitos

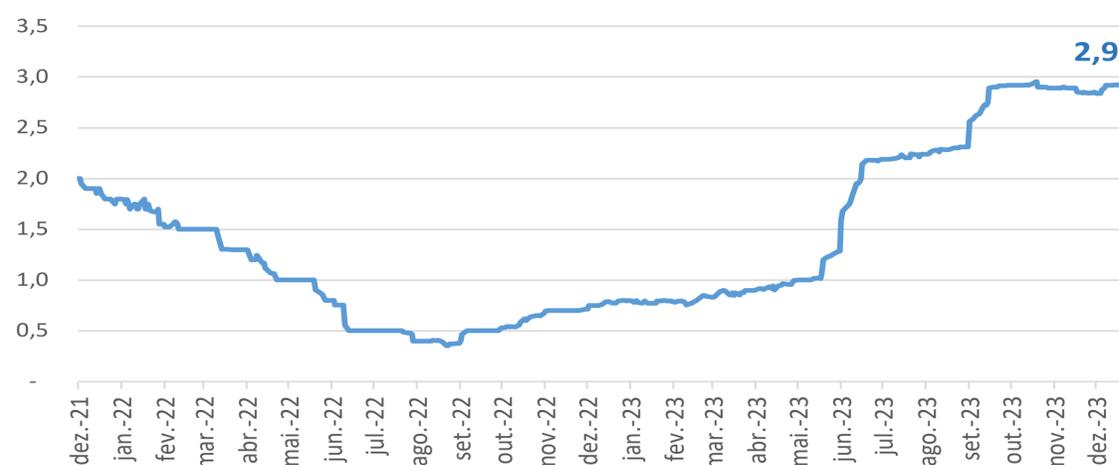
¹ World Economic Outlook, October 2023: Navigating Global Divergences

² Lei nº 14.689/23

tributários³, tributação de fundos exclusivos e fundos *offshore*⁴, alteração de regras para benefícios do ICMS⁵ e regulamentação e taxação de apostas esportivas⁶, entre outras. Além disso, ao final do ano, o Ministério da Fazenda apresentou novo conjunto de medidas por meio da MP nº 1.202/23, que, essencialmente, revogou benefícios fiscais referentes ao Perse – Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos; determinou uma reoneração gradual, pelos próximos quatro anos, da contribuição patronal sobre a folha de pagamentos⁷; e limitou a compensação de créditos decorrentes de decisões judiciais transitadas em julgado.

Em relação à atividade, as estimativas iniciais indicavam um crescimento do PIB próximo a 0,8% em 2023, contrastando com aumento de 2,9% em 2022. Contudo, a economia surpreendeu positivamente, registrando taxas de crescimento de 1,4%, 1,0% e 0,1% nos três primeiros trimestres, impulsionadas pelo setor agropecuário e serviços. Apesar da expansão do consumo das famílias, que aumentou 1,0% por trimestre em média, a economia mostrou sinais de desaceleração no terceiro trimestre, com o esgotamento da contribuição do setor agropecuário e queda mais acentuada nos componentes cíclicos do PIB. O carregamento estatístico resultou em uma perspectiva de crescimento de 2,92% para 2023, conforme o último Relatório de Mercado Focus do ano.

Figura 1 – Mediana das expectativas de crescimento do PIB em 2023 (% ao ano) de acordo com o Focus*



(*) Mediana das expectativas informadas nos últimos 5 dias úteis.

Fonte: Boletim Focus (Banco Central).

³ Lei nº 14.740/23

⁴ Lei nº 14.754/23

⁵ Lei nº 14.789/23

⁶ Lei nº 14.790/23

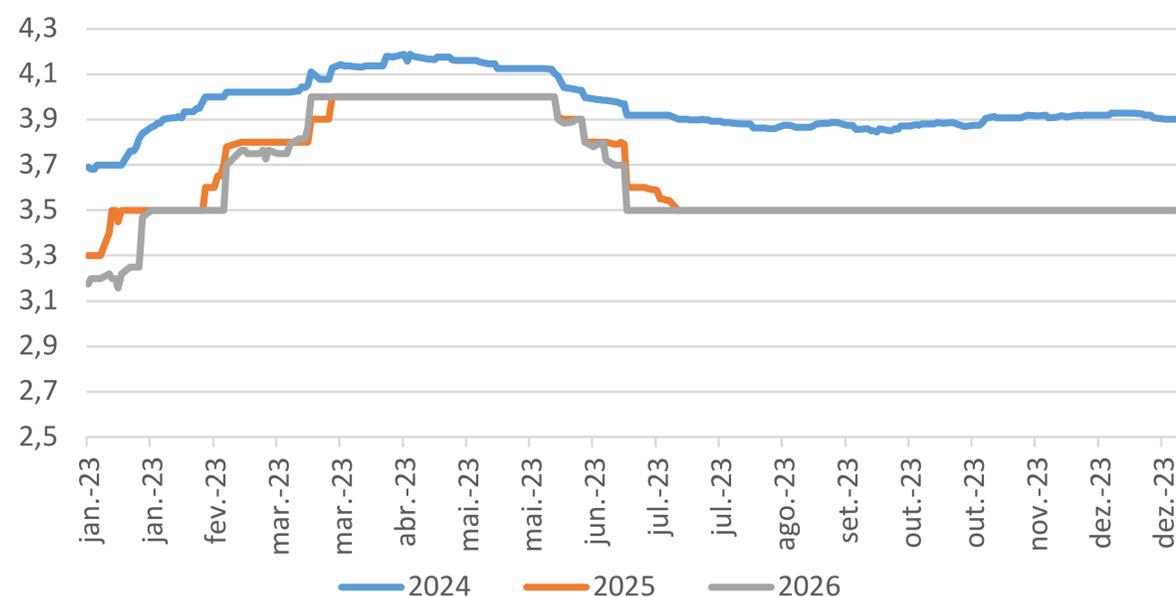
⁷ Prorrogada até 31 de dezembro de 2027, por meio da Lei nº 14.784, de 27 de dezembro de 2023.

Na política monetária, a resistência da inflação ao aperto monetário (com taxa Selic a 13,75% desde agosto de 2022 até agosto de 2023) se fez perceber sobretudo nos preços de serviços e serviços subjacentes, nos primeiros meses do ano, momento em que as expectativas de inflação para 2023 e 2024, assim como as expectativas mais longas, subiram, em meio a debates sobre uma possível elevação da meta de inflação.

Ainda no primeiro semestre, contudo, observou-se uma intensificação da desinflação de bens industriais e alimentos, favorecida pelo cenário externo e boas safras domésticas. No segundo semestre, a inflação de serviços assumiu uma dinâmica mais benigna, movendo-se em direção ao centro da meta, o que resultou em nova queda da expectativa de inflação para 2023. Em dezembro, o IPCA registrou variação de 4,62%, em comparação com 5,77% em janeiro.

A redução das expectativas de inflação para 2023, principalmente devido à dinâmica benigna dos preços de alimentos, permitiu o início do processo de normalização da taxa básica de juros pelo Banco Central do Brasil (BCB) em agosto, com um corte de 0,50 p.p., seguido por mais três cortes consecutivos de mesma magnitude até o final do ano. Essa trajetória positiva foi influenciada pela ancoragem das expectativas mais longas de inflação, após a manutenção da meta de inflação em 3,0% para 2024 e 2025 pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em junho de 2023 (Figura 2).

Figura 2 – Expectativas de Inflação (IPCA, % a.a.)



Fonte: Boletim Focus (Banco Central).

Por fim, as contas externas continuaram a refletir uma situação confortável do balanço de pagamentos ao longo do ano, amparadas pela boa *performance* da balança comercial, proporcionando déficits moderados em conta corrente. Além disso, os ingressos de investimentos estrangeiros (IDP) permaneceram robustos e as reservas internacionais mantiveram-se em níveis elevados (US\$ 355 bilhões).

1.2 Mercado Financeiro em 2023

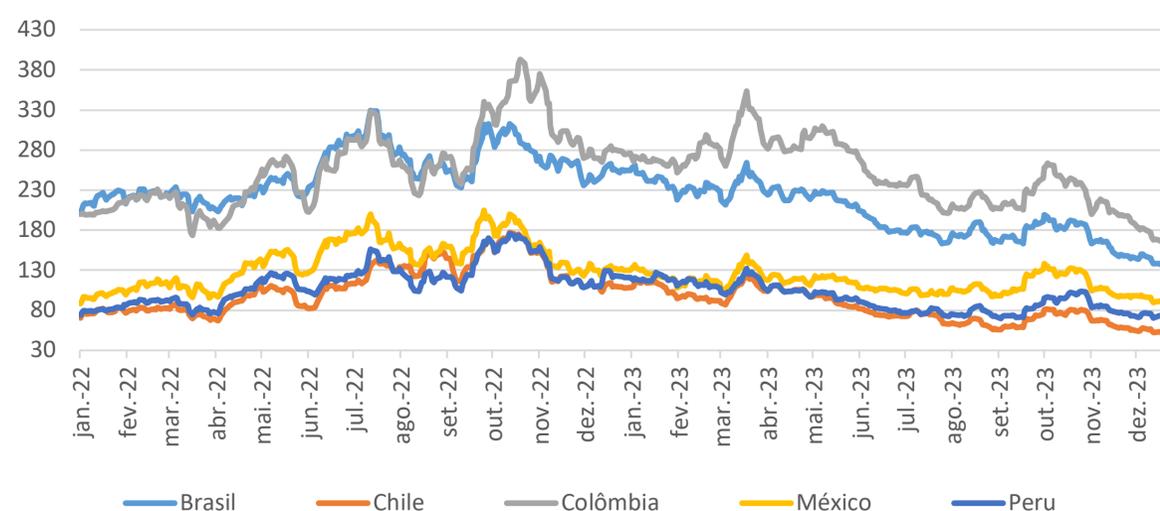
O cenário de descompressão inflacionária, no Brasil e no mundo, associado à expectativa de atividade global mais pujante do que o previsto anteriormente para 2023, favoreceu o otimismo em relação à economia brasileira, assim como ocorreu com outras economias latino-americanas ao longo do primeiro semestre de 2023. Contudo, preocupações diante da crise de algumas empresas do setor financeiro nos EUA, bem como a mudança de postura da autoridade monetária norte-americana na segunda metade do ano, sinalizando a manutenção de taxas de juros restritivas por mais tempo, alteraram a perspectiva quanto ao cenário econômico global, o que impactou, em última instância, a percepção de risco sobre países emergentes.

Na Figura 3, por meio da evolução do *Credit Default Swap*⁸ (CDS – 5 anos), pode-se observar essa dinâmica ao longo do ano, com uma tendência de melhora na percepção de risco, em relação a países da América Latina, acompanhada por momentos de maior volatilidade. O Brasil, em particular, apresentou desempenho de destaque devido à aprovação do arcabouço fiscal e ao início do ciclo de corte de juros pelo Banco Central.

No cenário doméstico, a dinâmica da curva de juros foi marcada pelo anúncio de medidas nos campos econômico e político por parte do governo eleito em 2022. Nesse contexto, as discussões sobre o arcabouço fiscal tiveram grande destaque e pressionaram as taxas de juros até o início do mês de março, quando o anúncio e posterior avanço do arcabouço fiscal no Congresso coincidiu com dados benignos de inflação (IPCA) e com a dinâmica de queda das *treasuries* diante das preocupações com a solidez do sistema bancário dos Es-

tados Unidos⁹. A combinação desses fatores trouxe alívio aos juros domésticos e fez crescer a expectativa pelo início do ciclo de cortes da Selic, o que se traduziu em maior demanda por títulos prefixados mais longos nos leilões do Tesouro Nacional. Esse movimento foi ainda favorecido pela elevação da nota de crédito do Brasil, de BB- para BB, pela agência de classificação de risco de crédito *Fitch*, em julho. A melhora da nota de crédito soberano do Brasil foi realizada também pela *Standard & Poor's*, em dezembro.

Figura 3 – *Credit Default Swap (CDS) 5 anos – países selecionados (pontobase)*



Fonte: Bloomberg

Entretanto, o início de cortes da Selic, no começo de agosto, foi sucedido pela reversão da sinalização da política monetária norte-americana. Os juros locais, tanto nominais quanto reais, ficaram fortemente atrelados à dinâmica dos juros externos. Além disso, próximo ao final do ano, discussões em torno da meta fiscal de 2024 adicionaram volatilidade ao cenário. Nesse contexto, houve redução significativa na demanda do mercado doméstico por títulos públicos do Tesouro. Assim, pode-se ver na Figura 4 que o fim do terceiro trimestre foi marcado pela elevação das taxas de juros que, apesar de inferiores aos patamares vistos no início do ano, passaram a precificar a expectativa de uma Selic terminal maior, evidenciando maior aversão ao risco. Isso forçou o Tesouro Nacional a adotar cautela em seus leilões, zelando pelo bom funcio-

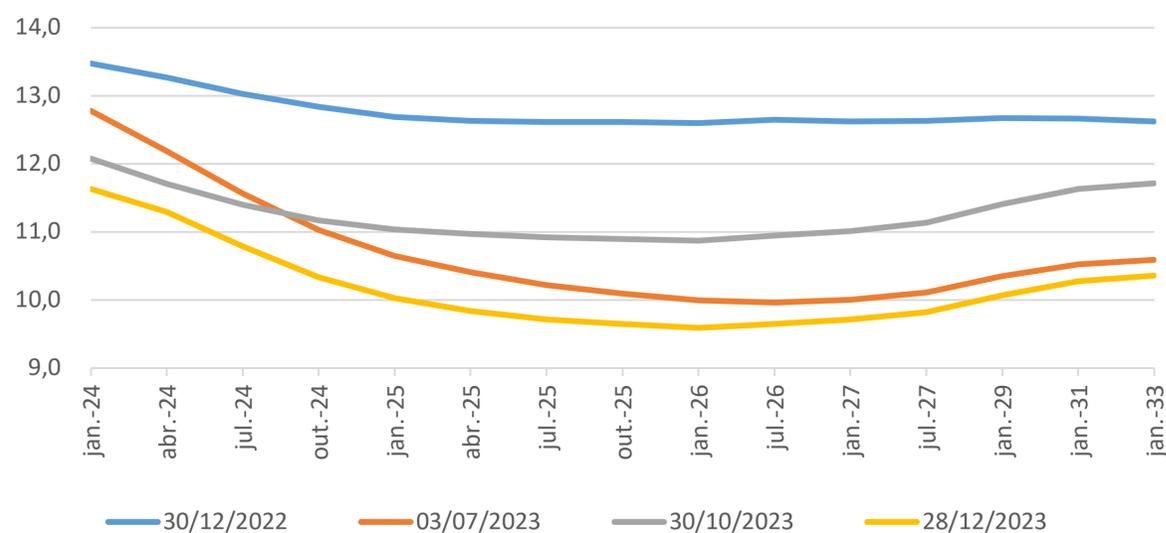
⁸ O CDS (*Credit Default Swap*) é um contrato de swap que remunera o investidor quando ocorre default da instituição especificada no contrato. Logo, o CDS está relacionado com a probabilidade de uma instituição ou país cumprir com suas obrigações. Neste relatório, utilizamos como referência os contratos de CDS com prazo de 5 anos.

⁹ Essas preocupações promoveram uma “corrida para a segurança”, elevando a demanda por títulos públicos nos EUA e reduzindo, assim, as suas taxas.

namento do mercado de títulos públicos.

Já nos meses de novembro e dezembro, com a melhora do cenário externo, a curva de juros doméstica cedeu em todos os vértices, ultrapassando os patamares até então mais baixos do ano, que haviam ocorrido em julho.

Figura 4 – Curva de Juros Futuros (Em % a.a.)



Fonte: B3

Os movimentos observados em 2023 ilustram a importância dos esforços em curso do governo para alcançar o equilíbrio das contas públicas nos próximos anos, como elemento crítico para uma menor exposição às volatilidades externas e para um desempenho relativo favorável do Brasil frente a seus pares, com redução do custo da DPF e melhora da percepção de risco e do ambiente de emissão de títulos pelo Tesouro.

1.3 Necessidade de Financiamento

A necessidade líquida de financiamento da DPF em 2023 superou em R\$ 42,0 bilhões a previsão no início do ano, alcançando R\$ 1.529,9 bilhões. A Figura 5 apresenta os desvios de suas componentes, indicando os motivos da diferença em relação à estimativa inicial.

Figura 5 – Necessidade de financiamento do Tesouro Nacional

	Realizada	Projetada	Diferença
Vencimentos da DPF	R\$ 1.503,9 bi	R\$ 1.433,2 bi	R\$ 70,7 bi
Dívida Externa	R\$ 25,8 bi	R\$ 25,4 bi	
Dívida Interna em Mercado	R\$ 1.405,5 bi	R\$ 1.338,5 bi	
Encargos do Banco Central*	R\$ 72,6 bi	R\$ 69,3 bi	
+ Despesas Primárias	R\$ 192,2 bi	R\$ 256,2 bi	R\$ -64,0 bi
+ Honra de Garantias	R\$ 12,3 bi	R\$ 15,1 bi	R\$ -2,8 bi
- Recursos Orçamentários	R\$ 178,5 bi	R\$ 216,6 bi	R\$ -38,1 bi
Fontes livres	R\$ 47,0 bi	R\$ 116,1 bi	
Fontes Exclusivas	R\$ 131,5 bi	R\$ 100,5 bi	
= Necessidade Líquida de Financiamento	R\$ 1.529,9 bi	R\$ 1.487,9 bi	R\$ 42,0 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

Pelo lado das despesas, a maior diferença positiva se deu pelos vencimentos da dívida em R\$ 70,7 bilhões acima do projetado devido à maior emissão de títulos que venceram no próprio exercício¹⁰ (R\$ 33,4 bilhões) e à antecipação de resgates do Programa Tesouro Direto (R\$ 28,8 bilhões).

As despesas primárias a serem cobertas com recursos da dívida ficaram abaixo do previsto na LOA 2023 em R\$ 64,0 bilhões. Após a apuração do superávit financeiro do exercício anterior, foi possível efetuar remanejamento de fontes (R\$ 69,1 bilhões), diminuindo a necessidade de utilização de fontes de emissão de dívida para cobertura de despesas primárias. Em outra direção, houve pagamento de despesas associadas com Restos a Pagar (R\$ 14,6 bilhões) e Precatórios (R\$ 40,9 bilhões) com receitas de emissões de títulos, compensando parcialmente o efeito do remanejamento de fontes supracitado.

Por último, as honras de garantias, que são mais bem detalhadas na seção 4 deste RAD, tiveram valor total R\$ 2,8 bilhões abaixo do projetado, devido ao acordo que o Governo Federal celebrou com os estados para a compensação referente à renúncia de ICMS em 2022 fixada pela Lei Complementar nº 194.

Quanto às receitas, os recursos orçamentários não oriundos de operações de crédito e destinados à dívida (R\$ 178,5 bilhões) ficaram R\$ 38,1 bilhões abaixo do previsto inicialmente. O resultado é explicado pelo remanejamento de fontes livres para cobrir despesas primárias citado acima (R\$ 69,1 bilhões). Assim, as despesas da dívida realizadas com fontes livres foram reduzidas de R\$ 116,1 bilhões para R\$ 47,0 bilhões. Ademais, houve elevação de R\$ 31,0 bilhões nas despesas cobertas com fontes exclusivas para pagamentos da dívida, que aumentaram de R\$ 100,5 bilhões para R\$ 131,5 bilhões, considerando tanto ingressos do próprio exercício quanto disponibilidades transferidas de exercícios anteriores (superávit financeiro).

1.4 Reserva de Liquidez

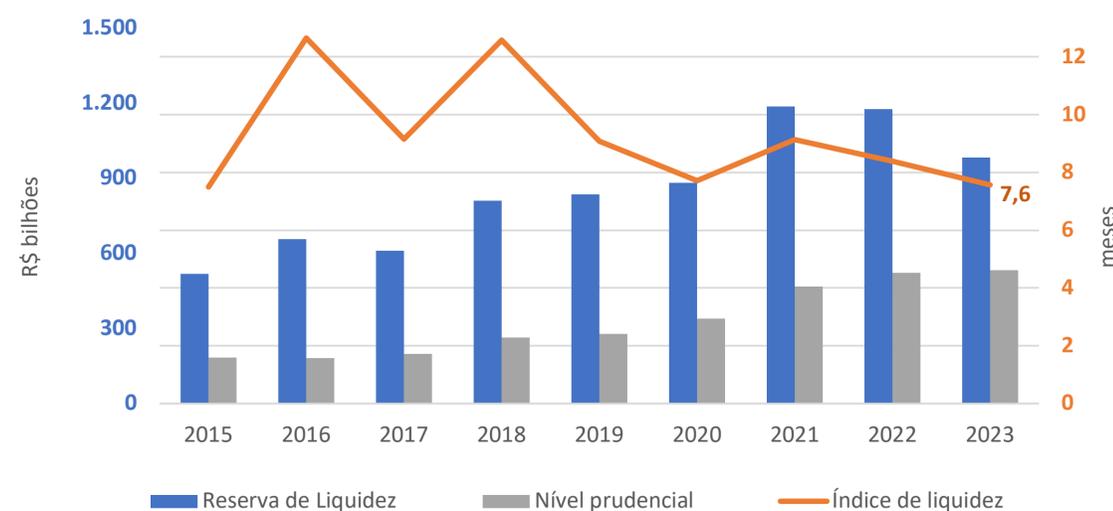
A reserva de liquidez, também chamada de colchão da dívida, desempenhou um papel crucial em 2023, proporcionando flexibilidade ao Tesouro Nacional

¹⁰ Destaca-se que, por definição, a previsão da necessidade de financiamento considera apenas o cronograma de vencimentos da dívida em estoque na data da projeção, capturando assim, os valores na apuração ex post.

para cobrir vencimentos em momentos de incerteza, suavizando os impactos negativos nos preços dos títulos públicos. Ela foi particularmente relevante nos primeiros meses, atenuando os efeitos das incertezas fiscais, e durante o segundo semestre, quando a volatilidade da taxa de juros aumentou devido ao cenário internacional. Destaca-se sua importância nos vencimentos de títulos prefixados em janeiro e flutuantes em setembro, períodos de maior volatilidade. A reserva de liquidez é, portanto, uma ferramenta essencial para mitigar o risco de refinanciamento, tema que será explorado na seção 3.2 Riscos da DPF.

A reserva de liquidez atingiu R\$ 982 bilhões, equivalente a cerca de 7,6 meses de vencimentos da dívida em mercado ou juros no BCB¹¹ (Figura 6), em dezembro 2023. Como é de se esperar, o saldo da reserva oscila ao longo do ano. Essa posição ao final do ano é bastante confortável, sobretudo porque o Tesouro Nacional considera como mínimo o parâmetro de 3 meses de vencimentos, patamar que historicamente se mostrou suficiente para administrar períodos de maior incerteza, preservando a estabilidade do mercado financeiro.

Figura 6 – Evolução da reserva de liquidez da Dívida Pública e meses de cobertura da DPMFi (dezembro de cada exercício)

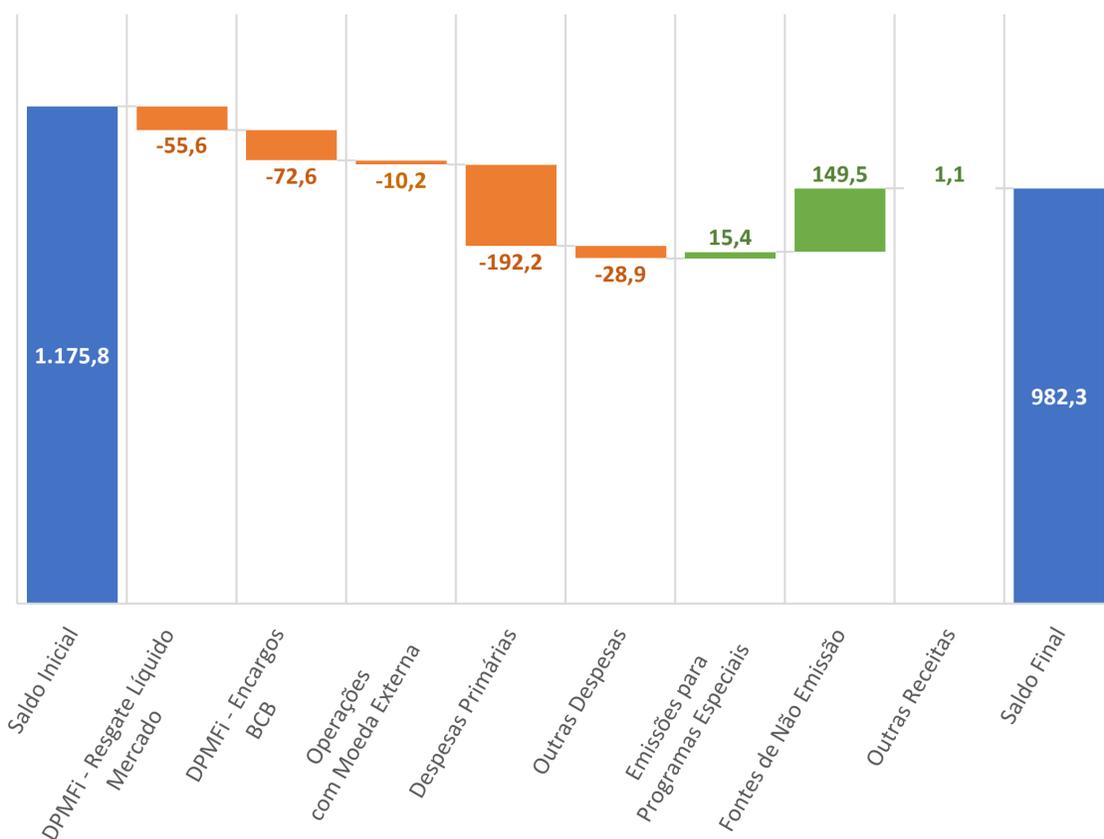


Fonte: Tesouro Nacional

¹¹ 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.

A variação na reserva de liquidez em 2023 reflete os fluxos de despesas e a variação na reserva de liquidez em 2023 foi resultado de diversos fluxos financeiros, como mostra a Figura 7. Os fatores para sua redução foram o resgate líquido da DPMFi em mercado (R\$ 55,6 bilhões), os encargos sobre vencimentos na carteira de títulos do BCB (R\$ 72,6 bilhões), operações com moeda externa (R\$ 10,2 bilhões), o pagamento de despesas primárias com recursos de emissões de títulos (R\$ 192,2 bilhões) e outras despesas (R\$ 28,9 bilhões), incluindo pagamentos de garantias e despesas de novações de dívida. Já os ingressos que contribuíram para aumentar a reserva de liquidez vieram das emissões para programas especiais de governo (R\$ 15,4 bilhões) e de fontes de não emissão, como o retorno de crédito de entes subnacionais (R\$ 30,4 bilhões), o recebimento de crédito de bancos públicos e dividendos (R\$ 67,0 bilhões), a alocação de fontes livres para pagar dívida (R\$ 47,0 bilhões), entre outras.

Figura 7 – Fatores de Variação da Reserva de Liquidez em 2023 (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional (Atualizada no dia 21/02/2024)

A Tabela 1 mostra a composição da reserva de liquidez por fontes de recursos ao final do exercício de 2022 e sua variação em 2023. Por definição, essa reserva é composta apenas por receitas oriundas da emissão de títulos e pelas fontes exclusivas para pagamento de dívida.

Tabela 1: Variação da reserva de liquidez por fontes¹² em 2023 (R\$ bilhões)

Fonte	Origem dos Recursos	Saldo Inicial	Receita	Despesa	Saldo Final
400	Retorno de crédito de entes subnacionais e Resultado do BCB	86,2	30,4	-0,1	116,5
401	Retorno de crédito de bancos públicos e Dividendos	290,3	67,0	-131,5	225,8
443/444	Emissão de Títulos	799,3	1.748,4	-1.912,6	635,1
448	Desembolsos em Operações de Crédito Externas	0,0	5,1	-0,2	4,9
Total		1.175,8	1.850,9	-2.044,4	982,3

* 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

¹² Embora a fonte 448 não seja exclusiva, o montante do desembolso referente ao contrato com o New Development Bank – NDB, no montante de US\$1bi, está vinculada ao pagamento da dívida e, portanto, esse valor foi excepcionalmente considerado na reserva de liquidez.

2

Estratégia de Financiamento em 2023

A estratégia estabelecida pelo PAF 2023 se desenvolveu à luz das diretrizes da gestão da DPF, com atenção especial à manutenção de níveis prudentes para a reserva de liquidez da dívida, contribuindo para a mitigação de risco de refinanciamento, e à preservação da funcionalidade do mercado de títulos públicos.

Nesse contexto, os primeiros dois meses do ano foram marcados por leilões menores, diante das incertezas remanescentes quanto ao cenário econômico para 2023, tendência que foi revertida a partir de março, refletindo perspectivas positivas em relação ao novo arcabouço fiscal. Então, houve espaço para emissões maiores nos leilões dos meses seguintes, indo até 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 do ano, porém, apresentou mais volatilidade, especialmente a provocada pelo cenário externo. Apesar dos efeitos positivos do início dos cortes da taxa Selic, no início de agosto, o mercado viu-se impactado pela mudança na orientação da política monetária norte-americana. Os juros locais, tanto nominais quanto reais, tornaram-se fortemente vinculados à dinâmica dos juros externos. Assim, a primeira metade do semestre foi marcada por leilões com baixo volume de emissões, especialmente no mês

de setembro, com o Tesouro Nacional optando por uma estratégia de não pressionar o mercado, que já apresentava uma dinâmica negativa. No entanto, esse cenário evoluiu favoravelmente e o ano se encerrou com emissões robustas por parte do Tesouro.

2.1 Dívida Interna

Essa seção apresenta os títulos ofertados em 2023. Em relação aos prefixados, as emissões seguiram padrão semelhante aos anos anteriores, contemplando as LTN de 6 e 12 meses (curto prazo) e de 24 e 48 meses (médio prazo), bem como as NTN-F com vértices de 7 e 10 anos.

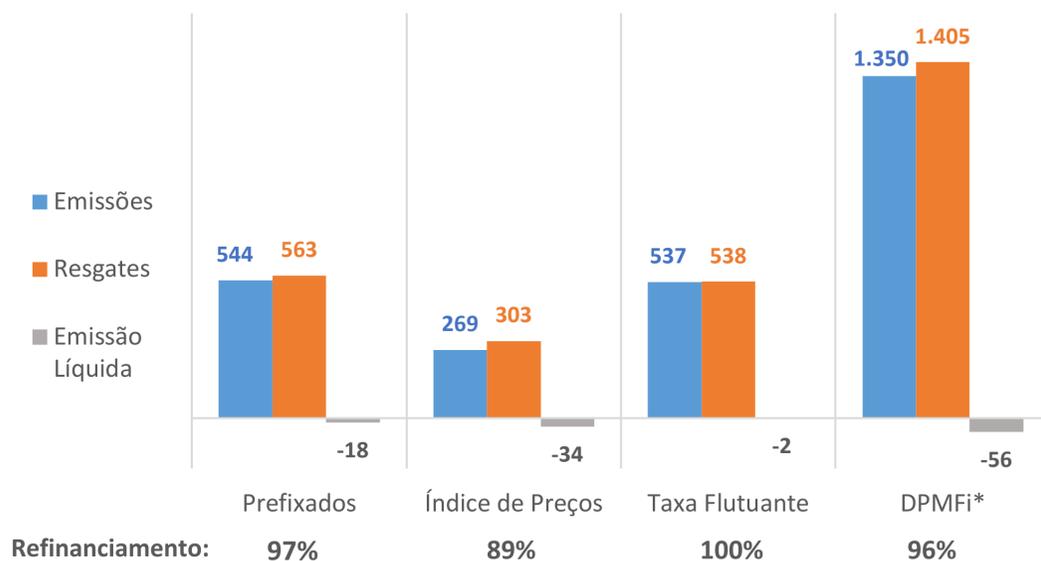
Os títulos remunerados por índices de preços (NTN-B) foram ofertados em 6 prazos, com leilões semanais alternados, sendo uma semana com as referências de 3, 10 e 25 anos (vencimentos em agosto de 2026, maio de 2033 e agosto de 2050), e outra semana para os vértices de 5, 15 e 40 anos (vencimentos em agosto de 2028, agosto de 2040 e agosto de 2060).

Para as emissões de LFT, optou-se pela volta da oferta de dois pontos de referência: um mais curto, com vencimento em setembro de 2026, e outro mais longo, com prazo de seis anos e vencimento em setembro de 2029.

Em 2023, apesar dos momentos de maior volatilidade decorrentes de incertezas já apresentadas nas seções anteriores, o Tesouro Nacional entendeu não ser necessária a oferta de leilões de troca ou de rolagem antecipada; estratégias reservadas para momentos de maior estresse, quando o mercado pode se tornar disfuncional. Pelo contrário, apesar da elevação das taxas de juros no início do ano e em alguns meses do segundo semestre, não foram observados riscos relevantes de refinanciamento, e a reserva de liquidez foi mantida sempre em nível superior ao da liquidez prudencial.

No resultado consolidado do ano para a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), para as operações com impacto na liquidez, os resgates superaram as emissões em R\$ 55,6 bilhões, o que corresponde a uma taxa de refinanciamento de 96%, ante 83% do ano anterior. Houve resgate líquido de R\$18,2 bilhões para os títulos prefixados, com taxa de refinanciamento de 96,8%. Os títulos remunerados por índices de preços tiveram uma menor taxa de refinanciamento (88,7%), com resgate líquido de R\$34,1 bilhões. Já os títulos flutuantes apresentaram emissão líquida de R\$13,3 bilhões e taxa de refinanciamento de 102,5%, conforme Figura 8.

Figura 8 – Emissão líquida da DPMFi e percentual de refinanciamento por indicador



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

Fonte: Tesouro Nacional (Atualizada no dia 21/02/2024)

O total captado pelos leilões regulares da venda de títulos da DPMFi foi aproximadamente de R\$ 1.303,3 bilhões em 2023, superando a quantia do ano anterior, de R\$ 1.001,1 bilhões, conforme indicado na Tabela 2. Os prefixados (LTN e NTN-F) foram os principais instrumentos de financiamento em 2023. As LTN alcançaram 35,3% das emissões, com destaque para o aumento da participação das LTN de 24 meses, embora a LTN de 48 meses tenha mantido a maior participação de seu grupo, com 17,6% das emissões. Outro destaque positivo foi a elevação da participação de NTN-F. A redução da participação da LFT foi decorrente de menor emissão relativa de LFT de 6 anos. Por último, houve redução das colocações de NTN-B, que responderam por 19,8% do total de emissões.

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

Títulos emitidos	2022		2023	
	Total (R\$ Bilhões)	%	Total (R\$ Bilhões)	%
LFT	395,6	39,5%	506,8	38,9%
LFT - 03 anos	13,6	1,4%	117,9	9,0%
LFT - 06 anos	382,0	38,2%	388,9	29,8%
LTN	334,5	33,4%	460,1	35,3%
LTN - 06 meses	23,4	2,3%	23,4	1,8%
LTN - 12 meses	21,4	2,1%	20,7	1,6%
LTN - 24 meses	91,0	9,1%	186,1	14,3%
LTN - 48 meses	198,7	19,8%	229,9	17,6%
NTN-F	29,1	2,9%	78,6	6,0%
NTN-F - 07 anos	16,2	1,6%	40,2	3,1%
NTN-F - 10 anos	12,9	1,3%	38,4	2,9%
NTN-B	241,9	24,2%	257,8	19,8%
NTN-B - 03 anos	52,3	5,2%	69,3	5,3%
NTN-B - 05 anos	83,1	8,3%	90,0	6,9%
NTN-B - 10 anos	35,7	3,6%	44,5	3,4%
NTN-B - 15 anos	39,0	3,9%	22,1	1,7%
NTN-B - 25 anos	10,5	1,1%	12,7	1,0%
NTN-B - 40 anos	21,3	2,1%	19,2	1,5%
Total	1.001,1	100%	1.303,3	100%

* Não foram considerados os leilões de troca extraordinários. Também não foram considerados os títulos emitidos em 2023 que venceram em 2023.

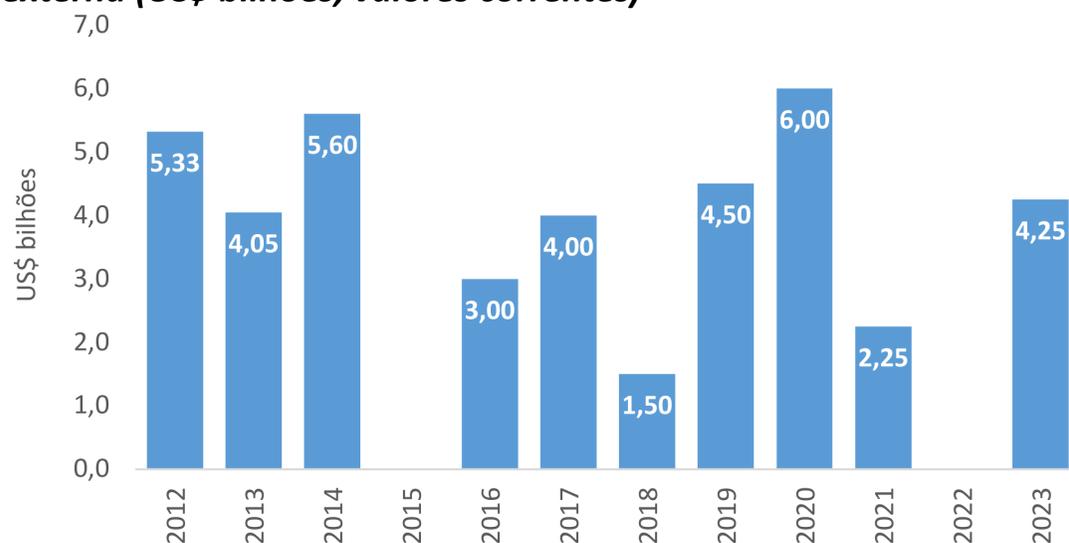
Fonte: Tesouro Nacional

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, quais sejam estabelecer e aperfeiçoar *benchmarks* líquidos e eficientes na estrutura a termo de taxas de juros soberana, que possam servir de referência para o setor corporativo, além de contribuir com a ampliação e a diversificação da base de investidores e com o alongamento da DPF. Em 2023, essa estratégia passou a contar com a emissão de títulos públicos soberanos sustentáveis.

O Tesouro Nacional, aproveitando uma janela de relativa estabilidade e de redução dos prêmios de risco associados ao Brasil no mês de abril, realizou uma operação no mercado externo com o lançamento de um novo *benchmark* de 10 anos em dólares norte-americanos, o GLOBAL 2033, com vencimento em 20 de outubro de 2033. A emissão captou US\$ 2,25 bilhões, com cupom de juros de 6,00% a.a. e taxa de retorno de 6,15% a.a., o que resultou em *spread* de 285,4 pontos base acima da *Treasury* (título do Tesouro Americano) de referência. A operação marcou o retorno da República ao mercado internacional, após a ausência desde junho de 2021 (Figura 9).

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



Fonte: Tesouro Nacional

Em novembro de 2023, o Tesouro Nacional realizou a emissão do primeiro título soberano sustentável no mercado internacional, o GLOBAL 2031 ESG, com vencimento em 18 de março de 2031 (mais detalhes na seção 2.3). A

operação captou o valor de US\$ 2,0 bilhões, com cupom de juros de 6,25% e taxa de retorno de 6,50% a.a. Este retorno corresponde a um *spread* de 181,9 pontos-base acima da *Treasury* de referência, o menor nível em novas emissões em quase uma década e próximo ao *spread* estimado para países classificados como grau de investimento.

Em relação a empréstimos junto a organismos internacionais, o Tesouro Nacional realizou a contratação e o desembolso de contrato junto ao *New Development Bank – NDB* no montante de US\$1bi.

Cabe destacar, por fim, que a atuação do Tesouro Nacional procura se antecipar às necessidades de financiamento em moeda externa. Nesse sentido, além da reserva de liquidez em reais, a gestão da dívida já dispõe de recursos em moeda estrangeira em montante suficiente para fazer frente, pelo menos, aos vencimentos de principal e juros da dívida externa previstos para 2024.

2.3 Primeira Emissão de Título Sustentável no Mercado Internacional

O Brasil apresentou, em setembro de 2023, o Arcabouço Brasileiro Para Títulos Soberanos Sustentáveis (doravante “Arcabouço”), estabelecendo diretrizes para emissões de títulos de dívida soberana vinculados a despesas orçamentárias que promovam o desenvolvimento sustentável¹³. O Arcabouço, desenvolvido pelo Comitê de Finanças Sustentáveis Soberanas (CFSS)¹⁴, abrange diretrizes acerca da seleção de categorias de despesas¹⁵ elegíveis à alocação em valor equivalente dos recursos líquidos provenientes da emissão dos títulos públicos soberanos sustentáveis¹⁶, da gestão de recursos captados e da divulgação de relatórios de alocação e impacto.

O Arcabouço abrange uma ampla gama de despesas ambientais e sociais elegíveis para a alocação de recursos captados por meio de títulos públicos sustentáveis, mas cada emissão prioriza apenas um subconjunto dessas despesas. Em outubro de 2023, o governo brasileiro divulgou um Relatório Pré-E-

¹³ Para o documento completo do arcabouço acesse www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis-arquivos/arcabouco-brasileiro-para-titulos-sustentaveis

¹⁴ O Governo Federal instituiu o CFSS, um órgão colegiado de caráter permanente, estabelecido em maio de 2023 pelo Decreto nº 11.532/2023, cujo objetivo principal é planejar, implementar e monitorar o Arcabouço, bem como as emissões dos títulos públicos sustentáveis.

¹⁵ No âmbito do Arcabouço, o termo “categoria de despesas” é utilizado de forma abrangente enquanto um agrupamento geral de despesas em função de seus benefícios ambientais e/ou sociais. Não deve, portanto, ser confundido com a classificação específica e distinta adotada no contexto de Orçamentos da União de “categoria econômica da despesa”.

¹⁶ Saiba mais a respeito dos títulos sustentáveis em www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis.

missão, indicando a alocação de recursos para a emissão inaugural de títulos sustentáveis, comprometendo-se a destiná-los a ações que promovam a sustentabilidade, mitiguem mudanças climáticas, conservem recursos naturais e contribuam para o desenvolvimento social. Este relatório indicou as seguintes proporções para alocar os recursos líquidos captados¹⁷.

Tabela 3 – Intervalo indicativo para a alocação dos recursos da primeira emissão brasileira de título soberano sustentável

Tema do gasto	Limite Inferior	Limite Superior
Ambiental	50%	60%
Social	40%	50%

Fonte: Tesouro Nacional

Em 13 de novembro de 2023, o Tesouro Nacional emitiu o primeiro título soberano sustentável no mercado internacional, alinhado às diretrizes do Arcabouço. Esse marco reforça o compromisso do Brasil com políticas públicas sustentáveis, alinhando-se ao interesse crescente dos investidores e à expansão global do mercado de títulos temáticos. Assim, o Tesouro planeja manter uma presença regular no mercado de emissões sustentáveis, em paralelo à oferta de títulos públicos convencionais da DPF e nos próximos anos.

A continuidade das emissões sustentáveis do Tesouro reforça o papel qualitativo do financiamento externo para a gestão da DPF. Essa estratégia também busca fortalecer o setor privado ao criar uma curva de juros de referência para emissões sustentáveis corporativas, especialmente no segmento de médio prazo da estrutura de vencimento. Essa iniciativa não apenas contribui para a diversificação da base de investidores e o alongamento do prazo de vencimento da dívida, mas também oferece às empresas uma curva de juros de referência confiável, estimulando um mercado dinâmico de emissões sustentáveis¹⁸.

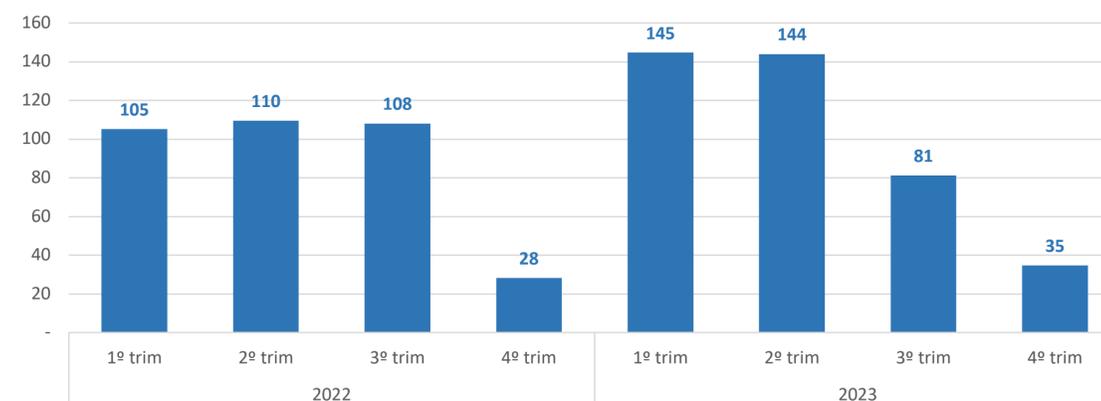
A estratégia de emissões sustentáveis está em linha com a tendência global para esse mercado. Houve um aumento em 2023 das emissões temáticas por parte de instituições públicas, incluindo soberanos e entidades supranacionais. Estas emitiram, ao longo do ano, US\$ 405 bilhões em dívida temática, um crescimento de 15,3% com respeito ao ano anterior, conforme a Figura

¹⁷ Mais detalhes e os intervalos para as subcategorias de despesas priorizadas se encontram no próprio relatório de Pré-emissão, disponível em https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:21267.

¹⁸ Para uma análise empírica, veja Cunha, Craveiro e Rossi (2023), "Evidence of the knock-on effect of sovereign ESG bonds on corporate ESG bonds from Latin American and Caribbean (LAC) issuers", disponível em: https://debtcon6.princeton.edu/sites/g/files/toruqf3611/files/documents/carvalho_cunha_updated_2023-0404.pdf

10 abaixo. Esse não foi maior em razão da deterioração das condições do mercado de renda fixa do segundo semestre desse ano, que levou a uma redução das emissões, conforme ilustra o gráfico a seguir:

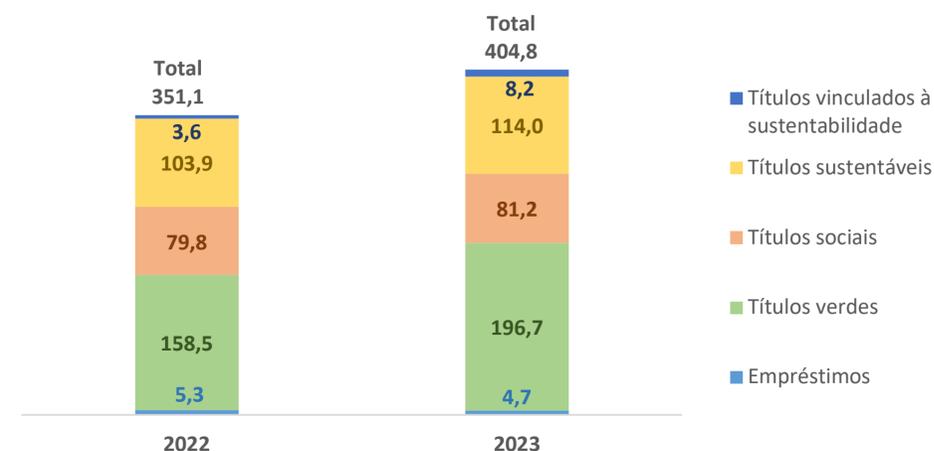
Figura 10 – Evolução das emissões soberanas temáticas por trimestre (US\$ bilhões)



Fonte: Bloomberg

Em 2023, os títulos temáticos, como os títulos verdes e sustentáveis, desempenharam um papel essencial no mercado financeiro, impulsionando o crescimento nas emissões soberanas temáticas (Figura 11). Enquanto os títulos sociais permaneceram estáveis em relação ao ano anterior, os vinculados às questões ambientais e sociais ganharam destaque, evidenciando a crescente importância desses temas no mundo e o compromisso mais amplo com as finanças sustentáveis.

Figura 11 – Emissões soberanas temáticas por tipo de instrumento (US\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional

3

Resultados Alcançados

Recife, Pernambuco

Os indicadores da DPF em 2023 evoluíram conforme as expectativas do PAF 2023. Destaca-se a elevação da parcela de títulos remunerados a taxas flutuantes em detrimento dos prefixados de menor prazo. Essa composição contribuiu para que o percentual de dívida vincenda em 12 meses ficasse no menor patamar para encerramento de ano desde 2019.

3.1 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

3.1.1 Plano Anual de Financiamento 2023

Todos os indicadores da DPF encerraram o ano dentro dos limites de referência do PAF 2023, conforme a Tabela 4.

Tabela 4 – Principais resultados para a Dívida Pública Federal

Indicadores	dez/22	dez/23	Limites PAF 2023	
			Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	5.951,4	6.520,3	6.400	6.800
Composição (%)				
Prefixados	27,0	26,5	23	27
Índice de Preços	30,3	29,8	29	33
Taxa Flutuante	38,3	39,7	38	42
Câmbio	4,5	4,1	3	7
Estrutura de vencimentos				
% Vincendo em 12 meses	22,1	20,1	19	23
Prazo Médio (anos)	3,9	4,0	3,8	4,2

Fonte: Tesouro Nacional

3.1.2 Estoque

Em 2023, o estoque da DPF cresceu R\$ 568,9 bilhões, ou seja, aproximadamente 9,6% em relação ao ano anterior. Essa variação da DPF se explica pela apropriação de juros no valor de R\$ 607,7 bilhões, compensada parcialmente pelo resgate líquido de R\$ 38,8 bilhões. A maior parte desse resultado é atribuída às variações da DPMFi, como aponta a Tabela 5. No caso da DPFfe, a apropriação de juros contempla 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			
	2022	2023	Dif.	Emissões (a)	Resgates*(b)	Emissões líquidas (a-b)	Juros apropriados
DPF	5.951,4	6.520,3	568,9	1.393,2	1.432,0	-38,8	607,7
DPMFi	5.699,0	6.268,9	569,9	1.365,3	1.406,2	-40,9	610,8
DPFe	252,5	251,5	-1,0	27,9	25,8	2,0	-3,0

* Inclui operações de transferência de carteira entre mercado e BCB no valor líquido de R\$ 0,65 bilhão, conforme explicitado na planilha 2.9 do anexo do Relatório Mensal da Dívida.

Fonte: Tesouro Nacional

A taxa de refinanciamento (emissões/resgates)¹⁹ da DPF em 2023 foi de 97,3%, sendo 97,1% de refinanciamento de dívida interna (DPMFi) e 107,9% de refinanciamento de dívida externa (DPFe).

Mais detalhes sobre conceitos e informações a respeito da dinâmica do endividamento público podem ser obtidos no portal Dinâmica da Dívida²⁰, que mostra de forma visual os principais fatores que explicam a evolução da DPF.

3.2 Riscos da DPF

3.2.1 Composição da DPF

Semelhante aos últimos dois anos, houve redução da participação dos prefixados, chegando a 26,5% da DPF, o menor nível desde 2005 para encerramento de ano. Esse declínio resultou da diminuição das emissões das LTN com vencimento em até 12 meses, em favor de maior emissão da LTN de 24 meses e das LFT. Assim, aumentou-se a participação dos títulos com juros flutuantes para 39,7% do estoque da DPF, maior proporção para encerramento de ano desde 2005, conforme apresentada na Figura 12. A fração de títulos com remuneração atrelada a índices de preços manteve-se praticamente estável, encerrando o ano em 29,8% contra 30,3% em 2022.

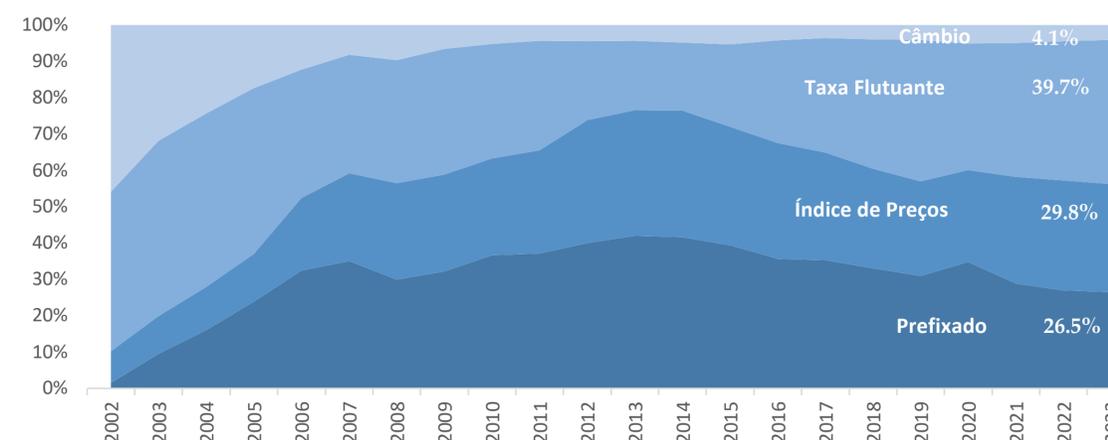
A elevação do endividamento, decorrente dos déficits primários das contas

¹⁹ A taxa de refinanciamento corresponde à razão entre emissões e resgates (multiplicada por 100), tomando-se as emissões com contrapartida financeira e os resgates de principal e juros.

²⁰ Disponível em <https://tesouro.github.io/divida/>

públicas nos últimos anos, contribuiu para a ampliação da parcela de títulos com juros flutuantes como alternativa à emissão de títulos prefixados de curto prazo para cobrir a necessidade de financiamento. No que diz respeito à gestão de riscos da dívida, aumentar a parcela de prefixados na DPF é desejável, desde que não seja atrelada ao aumento da dívida que vence no curto prazo, visto que esta impacta negativamente o indicador de prazo médio, além de aumentar o risco de refinanciamento.

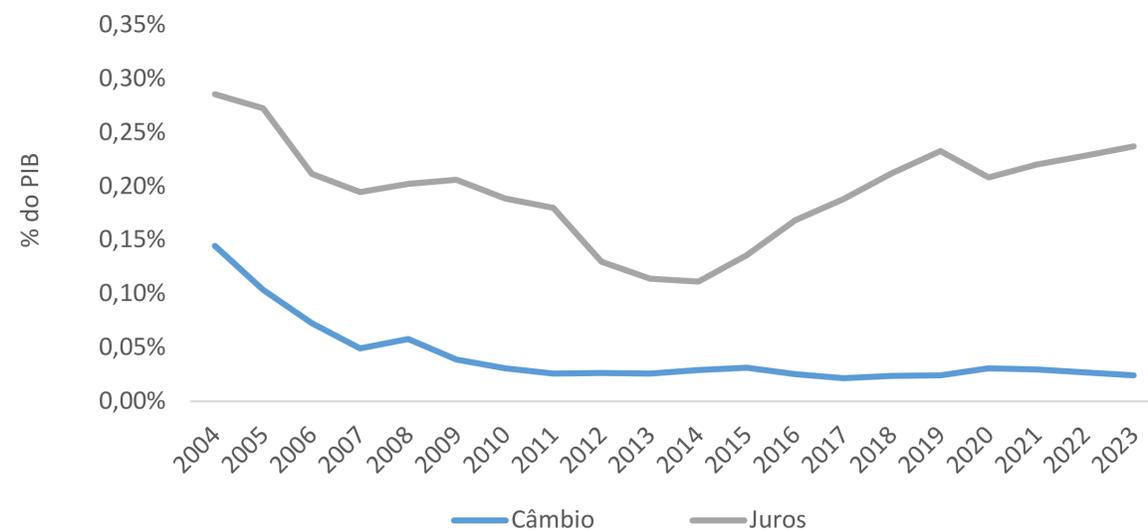
Figura 12 – Composição por indexadores da DPF



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 13 mostra a sensibilidade da DPF/PIB às mudanças de 1 ponto percentual nas taxas de juros e na variação cambial. 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 mantendo aproximadamente estável a partir de 2011, uma vez que a dívida cambial responde por parcela reduzida da DPF desde então.

Figura 13 – Sensibilidade da DPF/PIB a choques nos juros e na taxa de câmbio

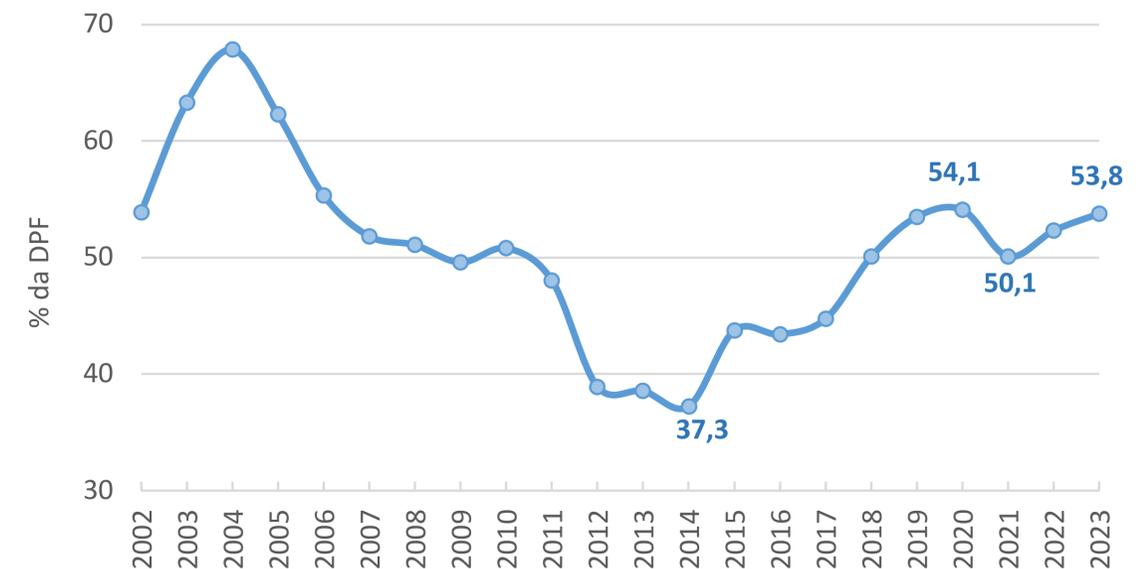


Nota: Nesta análise contrafactual, aplica-se choques de 1 ponto percentual nas taxas de juros e de 1% na variação cambial sobre o estoque atual da DPF/PIB (posição em dezembro de 2023), variando-se a composição conforme os percentuais históricos de participação da dívida remunerada por juros flutuantes e da dívida cambial.

Fonte: Tesouro Nacional

Uma análise mais abrangente da dívida sensível a mudanças nas taxas de juros de curto prazo é dada pelo percentual de renovação do custo da DPF em 12 meses. Esse indicador é composto por duas parcelas: (a) a DPF que vence em até 12 meses e, portanto, terá seu custo redefinido em seu refinanciamento; e (b) a DPF remunerada diretamente por taxas de juros flutuantes que vence acima de 12 meses. É uma métrica que conjuga os efeitos de mudanças tanto na composição quanto no perfil de vencimentos da dívida. Na Figura 14, esse indicador alcançou 53,8% ao final de 2023, sendo o segundo maior valor na série histórica para fechamento de ano desde 2005, ficando abaixo apenas de 2020 nesse período, quando o contexto da pandemia resultou em aumento dos prefixados de curto prazo.

Figura 14 – 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

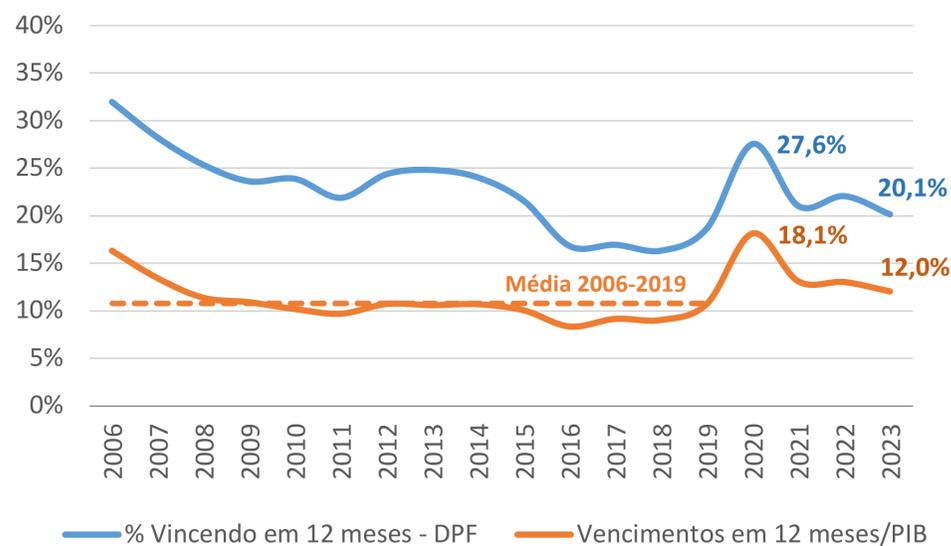
O monitoramento da estrutura de vencimentos da dívida permite avaliar o risco de refinanciamento. Trata-se da possibilidade de o Tesouro Nacional, ao refinar sua dívida vincenda, encontrar condições financeiras adversas que causem aumento de seus custos de emissão, ou, no limite, não conseguir levantar 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 mensura a média de tempo restante para os pagamentos de dívida. Em 2023, 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 20,1% da DPF contra 22,1% da DPF no ano anterior, o menor patamar de fechamento desde o início da pandemia. Considerando o percentual em relação ao PIB, a

parcela da dívida que vence em 12 meses caiu de 13,4% do PIB em 2022 para 12% do PIB em 2023. Apesar da tendência de queda dos últimos três anos, o patamar ainda se encontra acima da média histórica registrada entre 2006 e 2019, de 10,8%, como mostra a Figura 15, reflexo do aumento da relação dívida/PIB ao longo dos últimos anos.

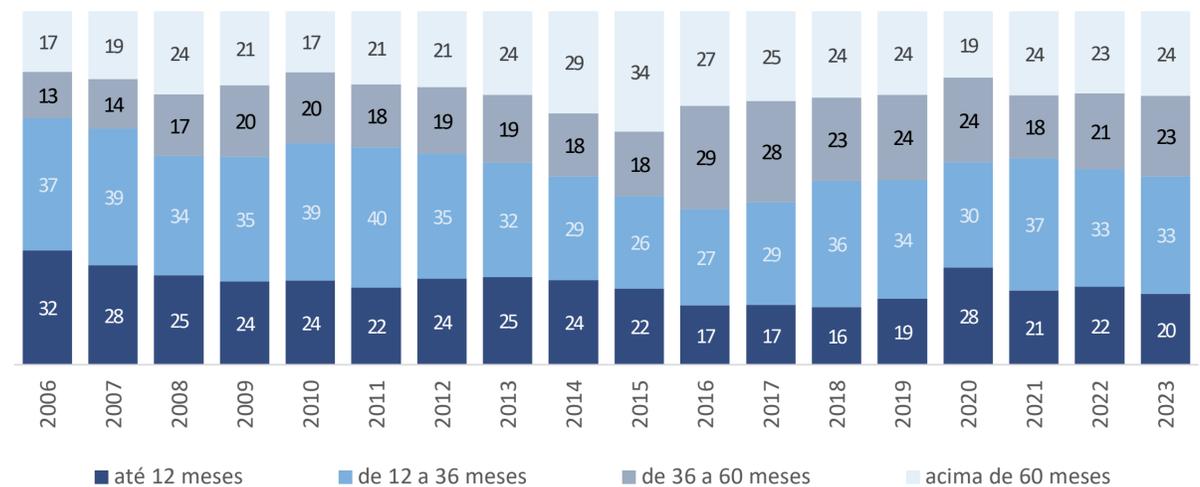
Figura 15 – Percentual de vencimentos em 12 meses e em relação ao PIB



Fonte: Tesouro Nacional

A Figura 16 apresenta a estrutura de vencimentos da DPF em diferentes recortes temporais. A predominância de vencimentos em até 36 meses diminuiu nos últimos dois anos, mas ainda é elevada, representando 53% da DPF. Isso aponta para a necessidade de se priorizar o alongamento dos prazos dos títulos, com preferência para instrumentos com vencimento acima de 60 meses, a exemplo do que se observou em 2015, quando havia um perfil mais favorável, com maior proporção de títulos mais longos.

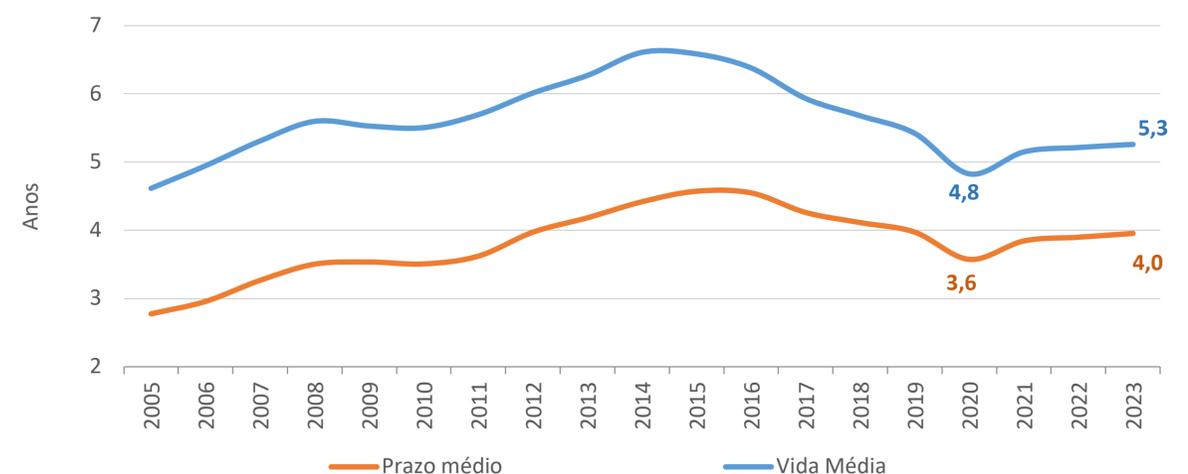
Figura 16 – Composição da DPF por prazos de vencimento (Em %)



Fonte: Tesouro Nacional.

O prazo médio da DPF, por sua vez, apresentou elevação de 3,9 anos em 2022 para 4,0 em 2023 (Figura 17²¹). 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.

Figura 17 – Prazo Médio e Vida Média da DPF



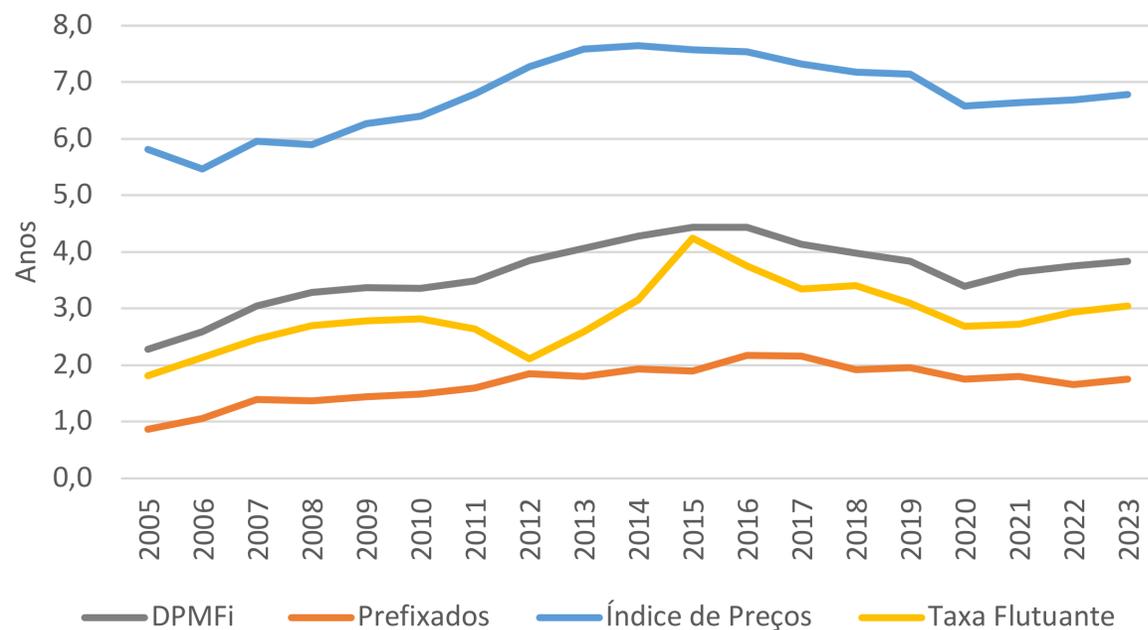
Fonte: Tesouro Nacional

²¹ O prazo médio do estoque reflete o tempo médio restante para os resgates, sendo estes ponderados pelos valores presentes tanto dos fluxos de principal, quanto de juros. Já a vida média indica o prazo remanescente apenas do principal da dívida pública. O Brasil utiliza o conceito de prazo médio, pois acredita que ele captura de forma mais correta os riscos aos quais está exposta a DPF. Entretanto, o conceito de vida média é adotado por muitos países como o único indicador de maturidade de suas dívidas, sendo muitas vezes comparado com o prazo médio calculado pelo Brasil e divulgado em seus relatórios mensais, no Plano Anual de Financiamento e no Relatório Anual da Dívida. Assim, o país também cita em seus relatórios o indicador de vida média exclusivamente para permitir que analistas e investidores possam comparar os indicadores da dívida brasileira com os de outros países que utilizem tal indicador.

A elevação dos prazos médios da DPF (Figura 17) e da DPMFi (Figura 18) em 2023 é resultado tanto do aumento do prazo médio do estoque de títulos com juros flutuantes quanto do aumento da participação destes títulos na composição da DPF em detrimento dos prefixados, que são caracterizados por prazos mais curtos na média.

Em suma, a melhora recente da estrutura de vencimentos foi consequência do aumento da participação das LFT de 3 e 6 anos no estoque da dívida em detrimento da participação de títulos de curto prazo. Um dos principais fatores que possibilitou ao Tesouro Nacional seguir esta estratégia de refinanciamento em 2023 foi a robustez do caixa da dívida, associada a uma escolha pelo alongamento de prazos dos títulos emitidos.

Figura 18 – Prazo Médio do Estoque da DPMFi por Indexador



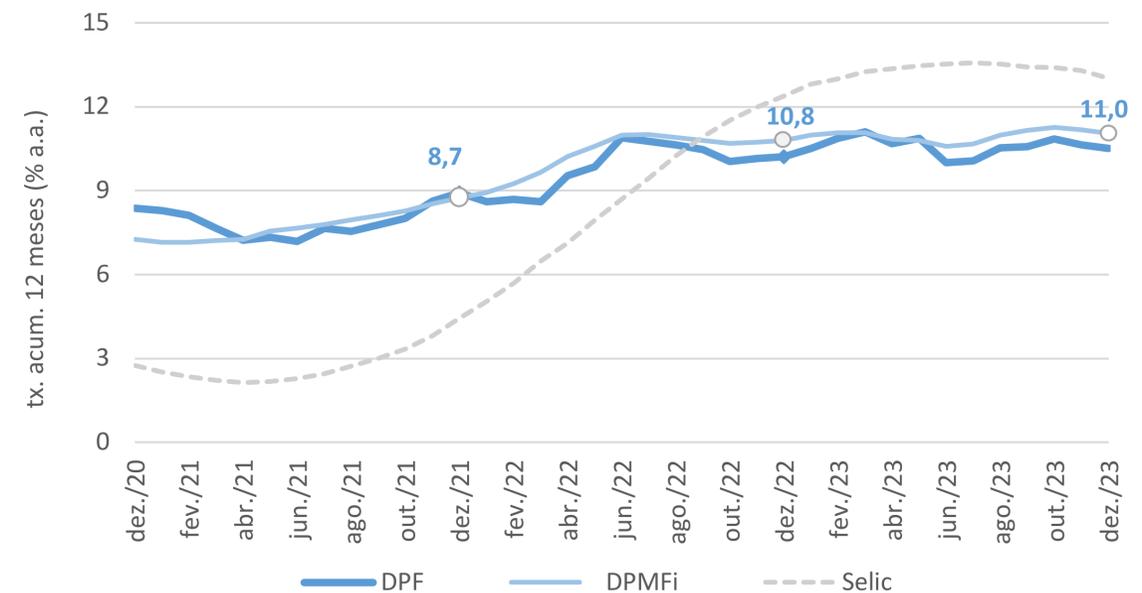
Fonte: Tesouro Nacional

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 2023, seguindo a trajetória da taxa básica de juros Selic e seus reflexos na curva de juros doméstica, conforme ilustra a Figura 19. Após atingir o menor valor da série histórica²² em fevereiro de 2021 (7,15% ao ano), o custo médio da DPMFi voltou a subir e atingiu 11,0% no final de 2023. Embora seja influenciado pela taxa Selic, o custo médio tem volatilidade menor, dada a composição diversificada da DPF. Isso atenua o efeito da elevação/redução da taxa básica de juros sobre esse indicador. Assim, a taxa Selic acumulada em 2023 foi de 13,0% ao ano, enquanto o custo médio da DPMFi foi de 11,0% ao ano.

Figura 19 – Custo médio da DPF e da DPMFi e taxa Selic (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)



Fonte: Tesouro Nacional

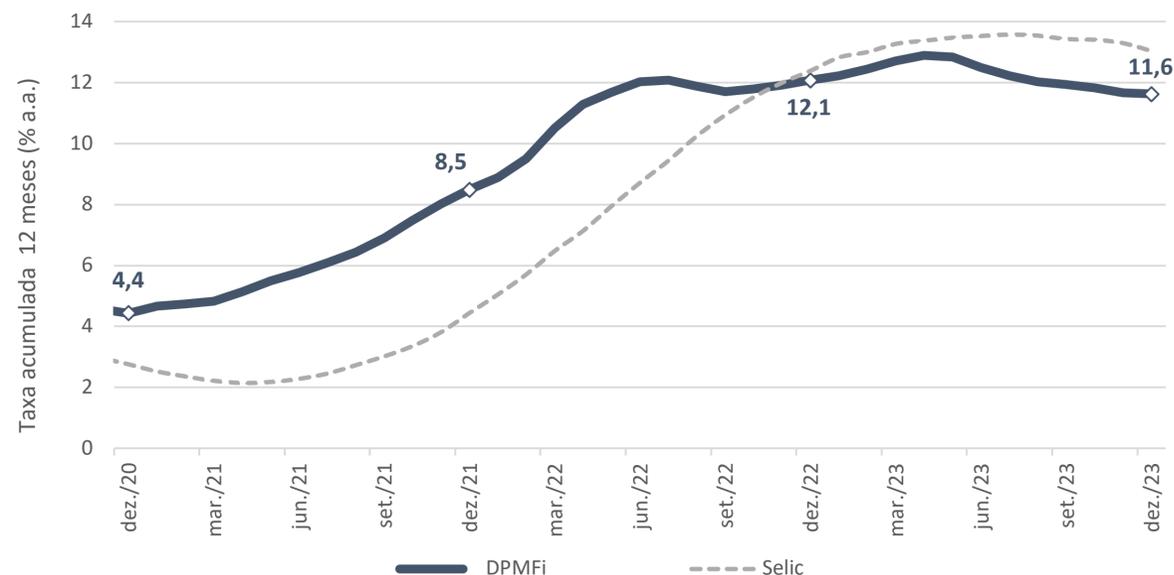
Por sua vez, o custo médio de emissão²³ da DPMFi apresentou redução ao longo de 2023, passando de 12,1% ao ano em 2022 para 11,6% em 2023 (Figura 20). Esse indicador reflete as condições de financiamento mais recentes,

²² Série histórica mensal tem início em dezembro de 2005 conforme publicado no Relatório Mensal da Dívida.

²³ 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.

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

Figura 20 – Custo médio de emissão da DPMFi e taxa Selic (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)



Fonte: Tesouro Nacional

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:

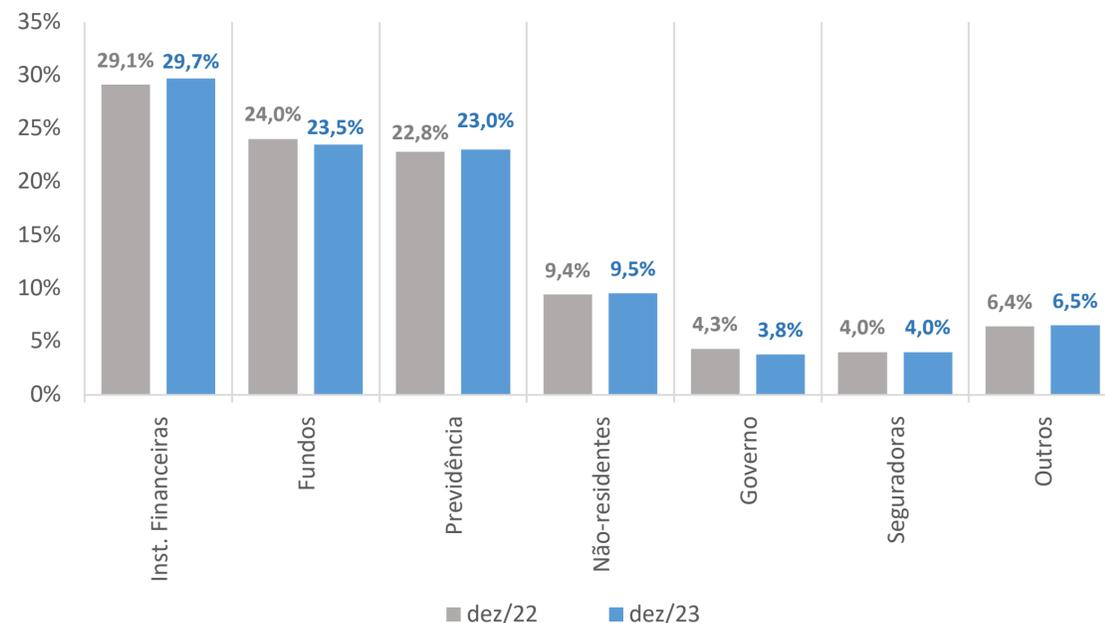
- **Instituições financeiras:** inclui a carteira própria de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, bancos de investimento nacionais e estrangeiros, corretoras e distribuidoras. Também inclui os bancos estatais e o BNDES.

As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimento também estão vinculadas a esta categoria;

- **Fundos:** inclui fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 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 Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS);
- **Não-residentes:** inclui contas de cliente não-residentes regidas de acordo com a Resolução CVM nº 13, de 18/11/2020. 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, carteira própria de distribuidora ou corretora estrangeira e nacional, sociedade de capitalização, outros tipos de carteira própria.

Em 2023, o grupo denominado Instituições Financeiras se manteve como o principal grupo de detentores, com participação de 29,7%, conforme a Figura 21. Em seguida, vieram os grupos Fundos e Previdência, com 23,5% e 23,0%, respectivamente. Por fim, vale destaque ao grupo de não-residentes, que aumentou sua participação de 9,4% para 9,5% da DPMFi.

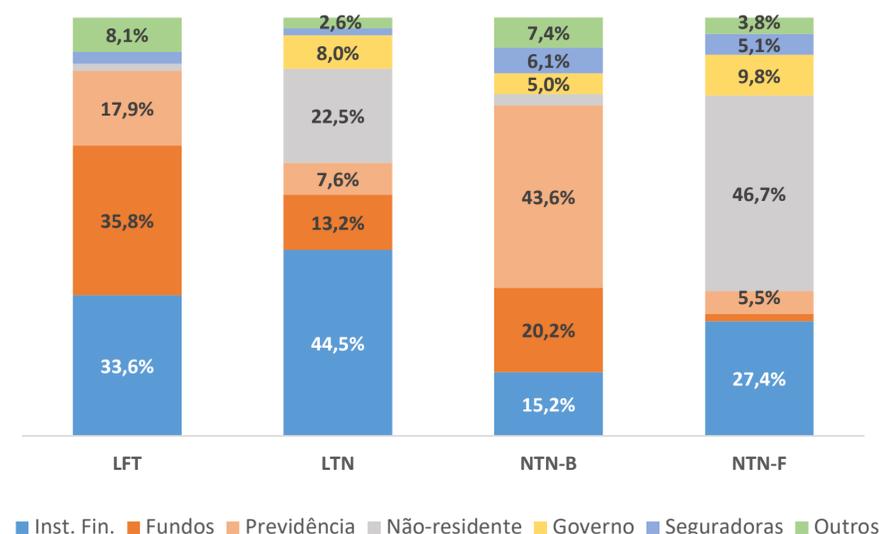
Figura 21 – Evolução da Base de Detentores da DPMFi (% da DPMFi)



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

A Figura 22 mostra a participação dos detentores por título, com os seguintes destaques: 43,6% do total de NTN-B em mercado são detidos pelo grupo Previdência; 46,7% da NTN-F são detidos por não-residentes; 44,5% da LTN estão na carteira de instituições financeiras e 35,8% do estoque de LFT se encontram com Fundos de Investimento.

Figura 22 – Participação de detentores da DPMFi por títulos (Em %)



Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

3.5 Tesouro Direto

Seguindo a tendência de crescimento, o Tesouro Direto ampliou sua base de investidores ativos, isto é, aqueles que possuem aplicações, em 14,0%, alcançando 2,4 milhões de pessoas. O estoque de investimentos no programa totalizou R\$ 123,4 bilhões, um aumento de 23,5% em relação ao final de 2022. Os títulos remunerados por índices de preços respondem pelo maior volume em estoque, alcançando 49,3%, seguidos pelos títulos indexados à taxa Selic (36,9%), e os títulos prefixados, com 13,7%.

O ano de 2023, para o programa Tesouro Direto, foi marcado pelo lançamento do título Tesouro EducA+ e pelo início das negociações do Tesouro RendA+, ambos indexados à inflação (IPCA) e caracterizados por um período de acumulação e outro com pagamento de rendas mensais. O estoque do Tesouro RendA+ alcançou R\$ 1,4 bilhão distribuídos entre 67 mil investidores. enquanto o Tesouro EducA+ alcançou R\$ 93,5 milhões distribuídos entre 27,4 mil investidores.

Com esses títulos, o programa visa facilitar o planejamento financeiro orientado a objetivos específicos, como aposentadoria complementar e o financiamento do ensino superior de crianças e adolescentes, contribuindo para educação financeira dos participantes.

Para estimular a base de crianças e adolescentes no Tesouro Direto e destacar a importância da aplicação financeira no Tesouro Educa+ para custear estudos no futuro, o programa lançou o Tesouro Direto Coletivo, uma funcionalidade que permite que familiares e amigos façam contribuições, inclusive por meio de PIX em benefício do menor. Lançou também campanha que envolveu sorteios que distribuíram até R\$ 500 mil em prêmios para os participantes que investiram no Tesouro Educa+, em 2023.

Para facilitar o cadastro de crianças e adolescentes no programa, uma barreira difícil de superar nas principais instituições financeiras, o Tesouro Direto aprimorou o cadastro rápido disponível no site do programa. Os pais e responsáveis podem criar uma conta no Tesouro Direto, no CPF da criança ou adolescente, em aproximadamente 5 minutos e, posteriormente, elaborar iniciativas no Tesouro Direto Coletivo.

4 Garantias

A União concede garantias às operações de crédito de entes subnacionais (estados e municípios), suas entidades controladas e estatais federais para reduzir o risco de crédito e facilitar captações a custos mais baixos. No âmbito do Tesouro Nacional, o Sistema de Garantias engloba concessões, controle de saldos e execução de garantias e contragarantias. A dívida garantida é um passivo contingente da União e se incorpora às necessidades orçamentárias e financeiras do governo federal, sendo, portanto, relevante para a gestão da DPF.

Atualmente a União possui 997 operações de crédito garantidas sob responsabilidade do Tesouro Nacional. Como mostra a Tabela 6, ao final de 2023 o saldo devedor das operações garantidas totalizou R\$ 269,3 bilhões, sendo R\$ 110,0 bilhões em operações internas e R\$ 159,3 bilhões em operações externas.

Tabela 6 – Total de garantias e honras em operações de crédito (R\$ bilhões)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Garantias Internas	111,1	111,5	114,3	109,3	114,1	112,9	105,4	110,0
Estados	81,3	84,7	91,4	90,9	97,3	96,7	90,1	90,2
Municípios	4,0	3,9	3,9	4,9	6,9	8,2	9,2	14,4
Estatais Federais	24,7	22,5	18,8	13,5	9,8	8,0	6,1	5,4
Entidades Controladas	1,1	0,4	0,2	-	-	-	-	-
Garantias Externas	103,8	121,8	143,9	146,6	181,9	190,5	171,5	159,3
Estados	75,5	91,2	107,7	109,6	135,2	137,4	123,8	112,4
Municípios	10,7	11,1	13,5	14,6	20,0	22,4	21,7	22,2
Estatais Federais	13,9	14,0	15,3	14,7	17,2	21,5	18,4	17,2
Entidades Controladas	3,7	5,6	7,5	7,7	9,5	9,2	7,6	7,5
Total de Garantias	214,9	233,3	258,2	255,9	296,0	303,4	276,9	269,3
Total Honras de Garantia	2,4	4,1	4,8	8,4	13,3	9,0	9,8	12,3

Fonte: Tesouro Nacional. (Atualizada no dia 21/02/2024)

Em 2023, a União realizou o pagamento de R\$ 12,3 bilhões com o objetivo de honrar garantias concedidas a operações de crédito. As honras de garantia pagas no ano são referentes a 8 estados (sendo R\$ 4,61 bilhões relativos a inadimplências do Estado do Rio de Janeiro, R\$ 3,56 bilhões do Estado de Minas Gerais, R\$ 1,39 bilhão do Estado do Rio Grande do Sul, R\$ 919,35 milhões do Estado de Goiás, R\$ 681,40 milhões do Estado do Maranhão, R\$ 645,03 milhões do Estado de Pernambuco, R\$ 334,22 milhões do Es-

tado do Piauí e R\$ 61,72 milhões do Estado do Espírito Santo) e 3 municípios (sendo R\$ 65,50 milhões do Município de Taubaté-SP, R\$ 15,07 milhões do Município de Corumbá-MS e R\$ 243,25 mil do Município de Santanópolis-BA).

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, Maranhão, Pernambuco e Piauí, e do Município de Taubaté-SP, em decorrência das liminares obtidas por esses entes junto ao STF.

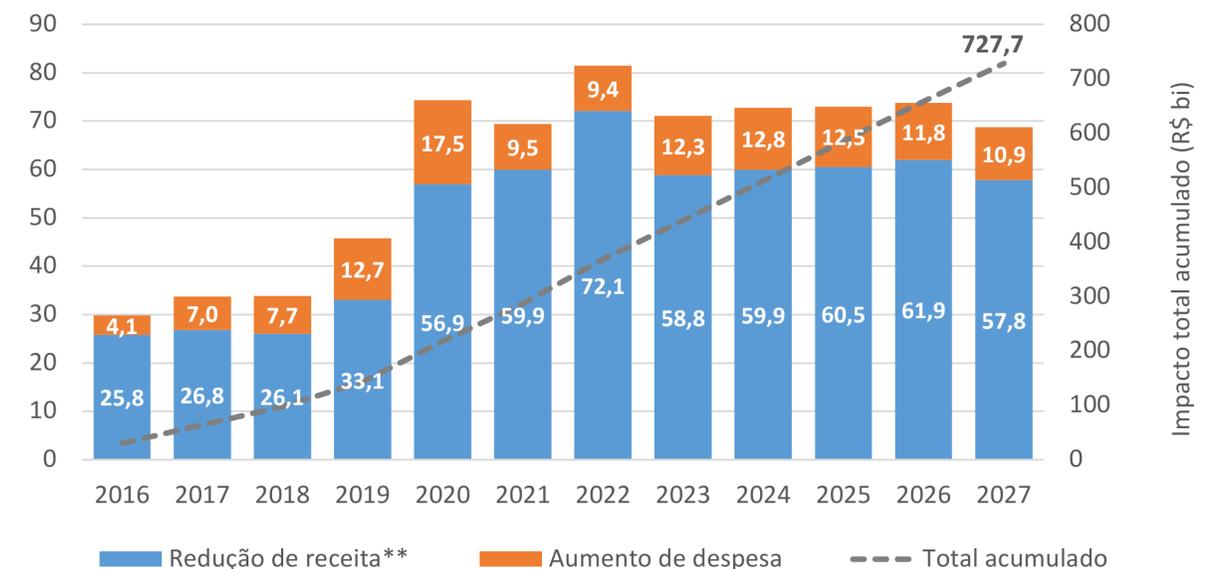
O aumento nas honras de garantia sem a recuperação correspondente das contragarantias resulta no aumento da DPF, pois essas despesas são cobertas por meio da emissão de dívida. Em 2023, dos R\$ 12,3 bilhões em garantias honradas, apenas R\$ 7,6 milhões foram recuperado por meio da execução de contragarantias, enquanto o restante impactou diretamente a DPF, aumentando as despesas financeiras do governo.

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 23. Corrigido para preços de dezembro de 2023,

o impacto total em 2023 foi de R\$ 71,1 bilhões, dos quais R\$ 58,8 bilhões correspondem a receitas frustradas e R\$ 12,3 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 23 – Impacto de reestruturações e honras de aval (R\$ bilhões)*



* A preços constantes, corrigidos pelo IGP-DI de dezembro de 2023.

** Simplificadamente, a redução de receita é calculada considerando a diferença entre o fluxo projetado de receitas que caberiam à União pela Lei nº 9.496/97 e: 1) o montante que a União efetivamente recebeu, para valores até 2023; ou 2) o fluxo projetado de receitas da Lei nº 9.496/97 com os efeitos das Leis Complementares nº 148, 156, 159, 173, 178, 181, 194 e 201, para valores de 2024 a 2026.

Fonte: Tesouro Nacional

O Tesouro Nacional divulga periodicamente o Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas²⁴ 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 Garantias²⁵, que explica as garantias concedidas pela União de forma didática e inovadora, e no Painel de Garantias²⁶, que permite visualizar os dados detalhados sobre as garantias. Por fim, o Painel de Garantias Honradas²⁷ e o Relatório Mensal de Garantias Honradas²⁸ trazem as informações disponíveis sobre as garantias honradas pela União.

²⁴ Disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-quadrimestral-de-operacoes-de-credito-garantidas-raq/2023/28>

²⁵ Disponível em <https://garantias.tesouro.gov.br>

²⁶ Disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/historias/painel-de-garantias>

²⁷ Disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/historias/painel-de-garantias-honradas>

²⁸ Disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-de-garantias-honradas-rmgh/2023/11>

5

Considerações Finais

O ano de 2023 foi, por um lado, caracterizado por desafios no cenário econômico, tanto doméstico quanto internacional, que impactaram a implementação da estratégia de gestão da DPF. Por outro lado, também foi um ano de importantes marcos e realizações para dívida pública brasileira, em especial com relação à agenda de sustentabilidade.

No âmbito externo, o cenário foi marcado por volatilidade relacionada a incertezas acerca dos movimentos de política monetária dos bancos centrais norte-americano e europeu, desaceleração da economia chinesa e conflitos geopolíticos. No âmbito doméstico, a tramitação no Congresso de medidas com importante potencial de impacto macroeconômico – em especial, o regime fiscal sustentável e a reforma tributária, representaram importantes avanços institucionais. O arrefecimento da inflação, que permitiu o início de um processo de flexibilização da política monetária, contribuiu para a dinâmica da dívida pública.

Como destaque positivo também é importante ressaltar que o Brasil obteve *upgrade* de BB- para BB, por parte de duas das principais agências de classificação de risco (*Fitch* e *S&P*). Ressalta-se também a realização da primeira emissão soberana de título sustentável da República no mercado internacional, um marco do compromisso da gestão da dívida com a agenda de finanças sustentáveis.

De forma geral, os resultados do ano foram aderentes às expectativas traçadas no PAF 2023, conduzindo os indicadores de composição e estrutura de vencimentos da DPF aos limites propostos. Com destaque, a estratégia de financiamento obteve sucesso em manter a reserva de liquidez da dívida em patamares robustos e acima dos mínimos requeridos para mitigar o risco de refinanciamento.

O Tesouro Nacional reafirma a relevância da atual agenda de reformas, com vistas à promoção da responsabilidade fiscal, social e ambiental, favorecendo o desenvolvimento sustentável e a melhora das condições macroeconômicas e financeiras.