

2024
PAF

Publicado em
30/01/2024

Ministério da Fazenda
Secretaria do Tesouro Nacional

Plano Anual de Financiamento

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

Subsecretaria de Dívida Pública (SUDIP)
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

Alison de Oliveira Barcelos
Amanda Giordani Pereira
Ana Carolina Kanemaru Fetter
Ana Cristini Gomes e Silva Ilha
André Duarte Veras
Andresa Costa Biason
Carlos Roberto de Carvalho Júnior
Cecília de Souza Salviano
Cesar Almeida de Menezes Silva
Cesar de Oliveira Leite
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
Flávia Fontoura Valle May
Frederico Hartmann de Souza
Giovana Leivas Craveiro
Guilherme Barbosa Pelegrini
Gustavo Matte Russomanno
Helano Borges Dias
Helio Henrique Fonseca Miranda
Josiane Kuhn 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 de Alencar Soares Viana
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
Mariana Padrao de Lamonica Freire
Nucilene Lima de Freitas França
Paulo de Oliveira Leita 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 Machado Miranda Filho
Roberto Beier Lobarinhas
Rodrigo Sampaio Marques
Rosa Isabel Cavalcanti
Victor Valdivino Caetano de Almeida
Vinicius Pinto de Menezes

** Coordenação Técnica*

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2024. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2024, número 24.
1. Dívida Pública Federal 2. Plano Anual de Financiamento 3. Planejamento 4. Estratégia
I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título

Informações

E-mail: ascom@tesouro.gov.br

Disponível em: www.tesourotransparente.gov.br

Dívida Pública Federal: *Plano Anual de Financiamento 2024 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.*

Projeto Gráfico e Diagramação

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Diagramação - Hugo Pullen

Fotos: Envato Elements, Pexels, Unsplash e EBC

Última alteração: 29/02/2024

Sumário

	Mensagem do Tesouro Nacional	4
1	Cenários e Necessidade de Financiamento	5
	1.1.Cenários Macroeconômicos	5
	1.2.Necessidade de Financiamento em 2024	6
2	Estratégia de Financiamento	8
	2.1.Dívida Interna	9
	2.2.Dívida Externa	9
	2.3.Emissões Temáticas	10
3	Resultados Esperados	11
	3.1.A DPF no curto prazo (2024)	11
	3.2 Composição ótima de longo prazo	12
	3.3. Indicativos para a DPF no Médio Prazo	13
4	Considerações Finais	17
	Anexo Metodológico	18



Mensagem do Tesouro Nacional

É com satisfação que apresentamos o Plano Anual de Financiamento – PAF 2024, consolidando os elementos que nortearão a gestão da dívida de responsabilidade do Tesouro Nacional em mercado ao longo do ano e os resultados esperados para os seus indicadores.

O PAF 2024 se desenvolve à luz de expectativas positivas para a economia brasileira. O avanço em reformas estruturais em 2023 terá reflexos nos próximos períodos. A instituição do novo arcabouço fiscal e a aprovação de medidas legislativas para ampliação estrutural da capacidade de arrecadação do Governo Federal serão decisivas para uma trajetória fiscal benigna. Por sua vez, a reforma tributária de consumo permitirá ganhos de competitividade e aumento da produtividade do país.

Equilíbrio fiscal e maior PIB potencial são fatores essenciais para garantir uma trajetória benigna do endividamento público. De fato, o compromisso com a estabilidade fiscal e a agenda de reformas já se refletem em melhora na avaliação da nota de crédito do Brasil por duas das principais agências de rating, Fitch e S&P, em 2023. Os benefícios desse compromisso se traduzem não apenas na estabilização da razão dívida/PIB, mas também em espaço para aprimoramento na composição por indexadores e prazos da dívida pública.

É notório ainda o compromisso do governo com a promoção da agenda de sustentabilidade ambiental e social. O lançamento do Plano de Transformação Ecológica, em 2023, é parte desse esforço, incluindo ações como o desenvolvimento de um mercado regulado de carbono e a criação de uma taxonomia nacional de sustentabilidade. A gestão da dívida pública se comunica diretamente com esse plano, por meio da inclusão dos títulos públicos sustentáveis na estratégia de financiamento do Tesouro Nacional no mercado internacional.

Os avanços na economia brasileira ampliam a confiança e a visibilidade do País perante investidores domésticos e internacionais, criando um ciclo favorável a investimentos, crescimento e emprego. Esse cenário é marcado ainda pela desaceleração da inflação, em curso, alimentando um cenário com expectativas de juros mais baixos já no curto prazo. Todos esses são elementos constituintes das condições de contorno para o alcance das metas traçadas para este PAF e para a boa gestão da Dívida Pública Federal em 2024.

1

Cenários macroeconômicos e necessidade de financiamento

1.1 Cenários macroeconômicos

O Plano Anual de Financiamento (PAF) 2024 deve encontrar um ambiente internacional marcado pela expectativa de desaceleração gradual da inflação e da atividade econômica nas principais economias desenvolvidas. Alimentando as incertezas, há que se atentar para as tensões geopolíticas em curso, especialmente aquelas decorrentes da falta de resolução da guerra da Ucrânia, no curto prazo, e do conflito entre Israel e Hamas.

No caso da economia americana, o cenário básico assume que o *Federal Reserve (FED)* tenha encerrado o ciclo de aperto monetário no patamar atual, com o intervalo da taxa de juros básica entre 5,25% e 5,50%, permitindo controlar a inflação sem promover uma recessão. Na Europa, a leitura é de que o Banco Central Europeu (BCE) também encerrara o ciclo de aperto monetário. Nessa região, a atividade econômica já dá sinais de arrefecimento, contribuindo para o controle da inflação. Já em relação à China, a premissa é que o governo conseguirá evitar uma desaceleração abrupta da economia, mantendo o crescimento para este e os próximos anos em torno de 4,0%.

No Brasil, o avanço na agenda de reformas econômicas tem sido crucial para a melhora nas perspectivas quanto à evolução da economia. O cenário básico doméstico considera o alcance das metas fiscais pelo Governo Federal, a par-

tir do novo arcabouço fiscal (Lei Complementar nº 200/2023) e das medidas aprovadas, elementos essenciais para assegurar a consolidação fiscal. Por sua vez, a aprovação da reforma tributária sobre consumos de bens e serviços abre espaço para ganhos de eficiência no médio prazo, ao remover distorções e simplificar o sistema de tributos do país. Para 2024, esperam-se avanços com respeito à reforma de impostos sobre a renda, além da regulamentação da reforma tributária sobre consumo.

Nesse ambiente, o crescimento da economia segue robusto, impulsionado por investimentos e aumento do emprego, ao mesmo tempo em que a inflação desacelera em direção à meta, o que permite a continuidade do processo de flexibilização da política monetária.

A análise de cenários alternativos ao básico permite ao gestor da dívida se preparar para lidar com conjunturas menos favoráveis ou identificar oportunidades em situações mais benéficas. Do ponto de vista dos riscos, um ambiente externo mais desafiador seria caracterizado pela persistência de inflação global elevada, exigindo taxas de juros mais altas por um período prolongado, podendo levar a economia americana à recessão. Outra frente de risco seria a possibilidade de crise no mercado imobiliário chinês, que afetaria as finan-

ças dos governos regionais e/ou o sistema bancário da China, causando desconfiança dos agentes e, conseqüentemente, uma desaceleração mais forte da economia naquele país.

Um contexto externo menos favorável, sobretudo para a atividade econômica global, juntamente com um ambiente doméstico marcado por menor credibilidade quanto ao alcance das metas fiscais, bem como a ausência de avanços nas reformas estruturais comporiam um cenário conservador para a gestão da dívida. Neste cenário, haveria um crescimento econômico mais fraco, câmbio mais depreciado e inflação mais resistente.

Por outro lado, em um cenário otimista, o crescimento doméstico é mais forte, sem, contudo, comprometer a inflação, que continua caminhando para a meta, o que permite juros em níveis mais reduzidos. Tais resultados seriam conseqüências de condições políticas e econômicas impulsionadas por avanços significativos na agenda de reformas estruturantes. Ainda, esse cenário contaria com maior sucesso das medidas em favor da consolidação fiscal, promovendo maior eficiência na arrecadação de receitas pelo governo e revisão de despesas públicas.

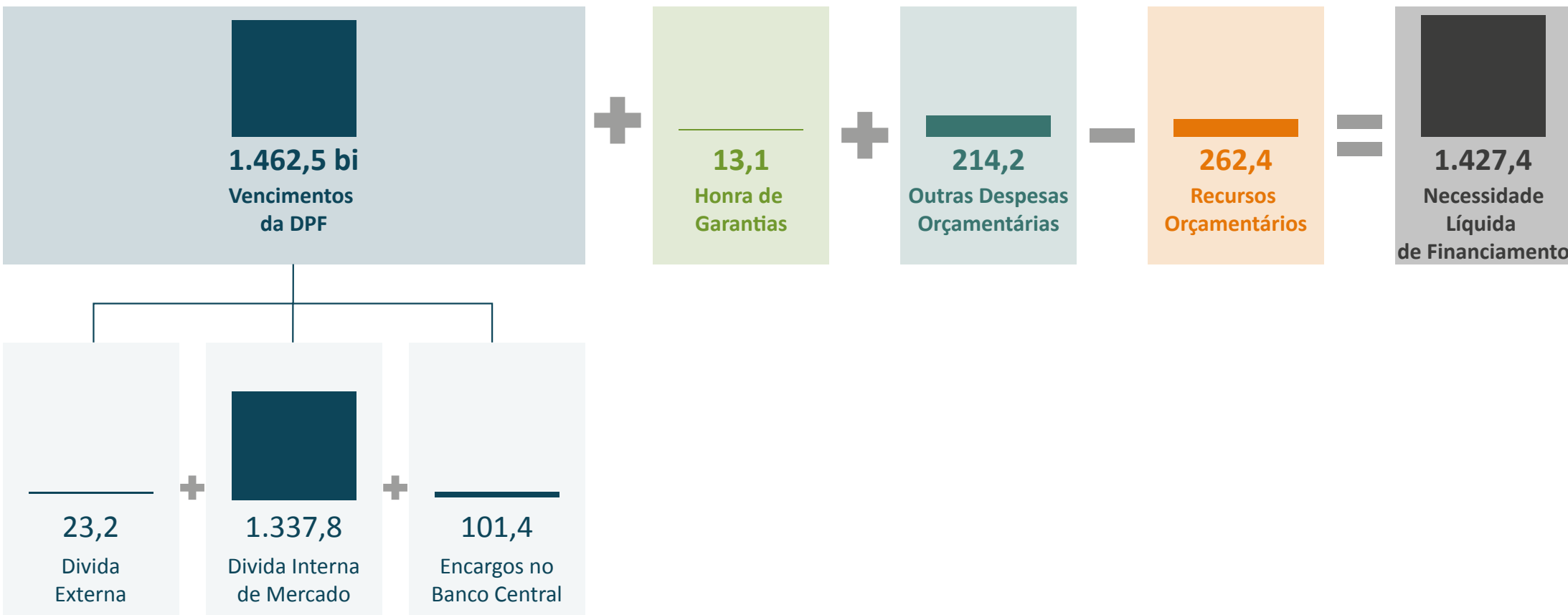
Cenários com fortes choques ou situações de stress não estão incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição dos limites resultantes deste plano de financiamento.

1.2 Necessidade de Financiamento em 2024

Para o ano de 2024, estima-se em R\$ 1.427,4 bilhões a necessidade líquida de financiamento do Governo Federal¹. A Figura 1 apresenta a decomposição da necessidade do Governo Federal para este ano, cujo conceito é identificado no anexo metodológico. O principal fator que determina a necessidade para 2024 é o vencimento da DPF, estimado em R\$ 1.462,5 bilhões.

¹ Esse valor não deve ser visto necessariamente como o volume de emissão de títulos a ser realizado ao longo do ano, pelo fato de o Tesouro contar ainda com a reserva de liquidez da dívida. O montante a ser emitido poderá ser igual, menor ou maior, a depender da gestão da dívida frente às condições de mercado que se apresentarem ao longo do exercício.

Figura 1 - Necessidade de financiamento em 2024 (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional e SOF

Do valor total estimado dos vencimentos da DPF, R\$ 1.361,0 bilhões se referem à dívida em mercado, enquanto R\$ 101,4 bilhões representam encargos da carteira de títulos em poder do Banco Central, que, por força de lei², não podem ser refinanciados.

A maior parte dos vencimentos se refere à Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em poder do mercado (R\$ 1.337,8 bilhões), com predominância dos títulos prefixados (42,2%), como mostra o Quadro 1. Os meses de janeiro, agosto e setembro se destacam com as maiores concentrações de maturação dessa dívida (Figura 2). Por fim, R\$ 1.117,8 bilhões (82%) se referem ao principal, enquanto R\$ 243,2 bilhões (18%) se devem ao pagamento de juros.

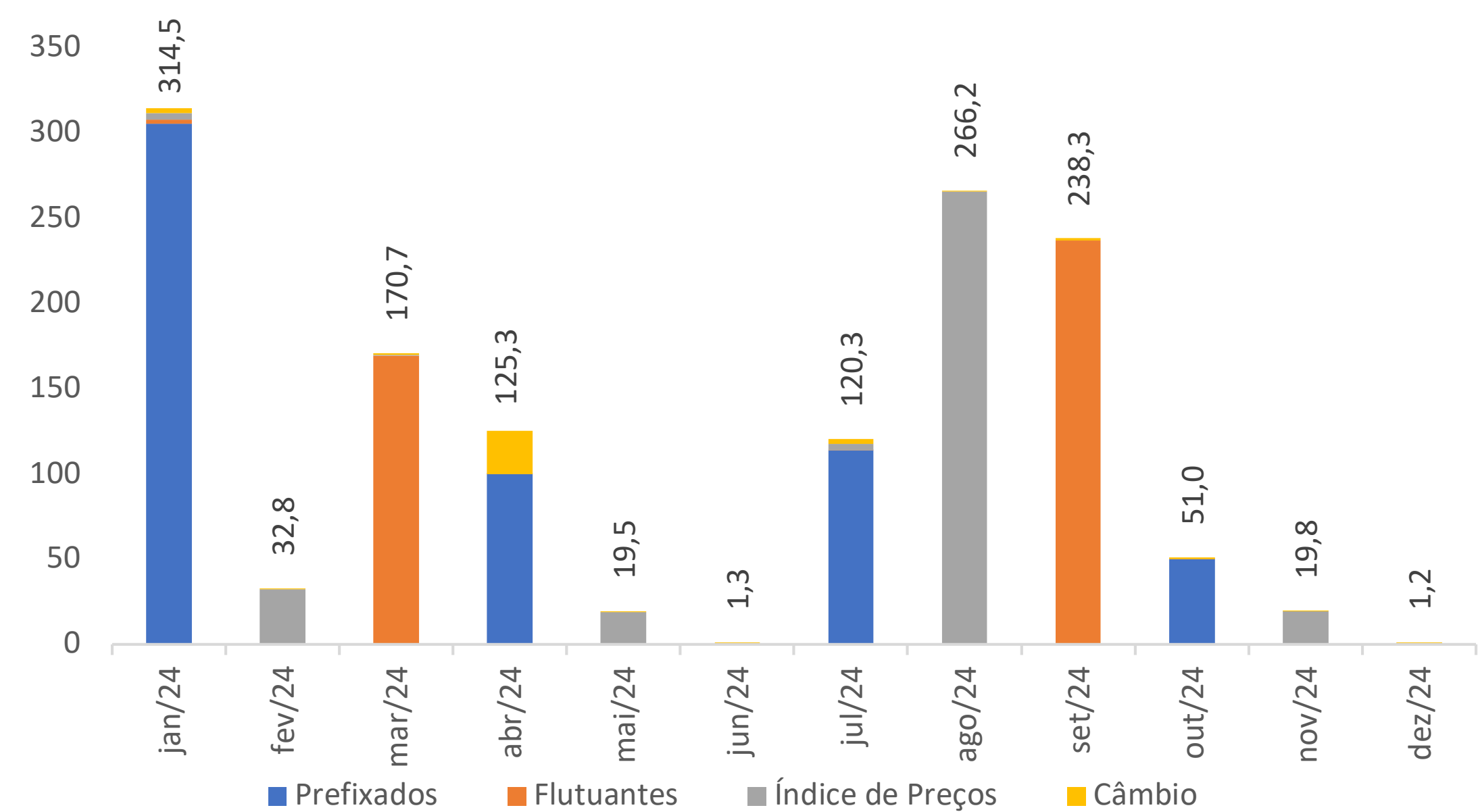
Quadro 1 - Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2024 (R\$ bilhões e % do total)

Rentabilidade	DPF		DPMFi		DPFe	
	R\$ bilhões	% do total	R\$ bilhões	% do total	R\$ bilhões	% do total
Prefixados	568,7	41,8%	564,9	42,2%	3,8	16,2%
Flutuantes	409,9	30,1%	409,9	30,6%	0,0	0,0%
Índice de Preços	343,8	25,3%	343,8	25,7%	0,0	0,0%
Câmbio	38,7	2,8%	19,2	1,4%	19,4	83,8%
Total	1.361,0	100,0%	1.337,8	100,0%	23,2	100,0%

Fonte: Tesouro Nacional

² Lei Complementar nº 101/2000, Art. 29

Figura 2 - Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2024 (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional. Posição em 31/12/2023, não inclui o efeito dos vencimentos de emissões de títulos que ocorrerão ao longo de 2024.

Além dos vencimentos da dívida, o orçamento de 2024 prevê o uso de recursos de emissões de títulos públicos para o pagamento de outras despesas orçamentárias, no valor de R\$ 214,2 bilhões. Desse montante, R\$ 194,5 bilhões concentram-se em despesas com Benefícios Previdenciários³. Ademais, neste ano, R\$ 180,4 bilhões são condicionados à aprovação de créditos suplementares por maioria absoluta pelo Congresso Nacional, em observação ao dispositivo conhecido como Regra de Ouro, definido no inciso III, do art. 167 da Constituição Federal.

Por outro lado, como fator redutor da necessidade de financiamento, o orçamento de 2024 prevê a alocação de R\$ 262,4 bilhões de receitas (fontes)

³ De acordo com o art. 22 da Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2024 (Lei 14.791/2023), in verbis:

"Art. 22. O Projeto de Lei Orçamentária de 2024 e a respectiva Lei poderão conter receitas de operações de crédito e programações de despesas correntes primárias, cujas execuções ficam condicionadas à aprovação do Congresso Nacional, por maioria absoluta, de acordo com o disposto no inciso III do caput do art. 167 da Constituição, ressalvada a hipótese prevista no § 3º deste artigo."

O montante dessas despesas condicionadas e, portanto, a necessidade de financiamento estimada neste PAF, poderão ser reduzidos ao longo do exercício caso haja superávit financeiro ou excesso de arrecadação em fontes de recursos, conforme prevê o § 3º do referido artigo, in verbis:

"§ 3º Os montantes referidos no § 1º poderão ser reduzidos em decorrência da substituição da fonte de recursos condicionada por outras fontes, observado o disposto na alínea "a" do inciso III do § 1º do art. 52, inclusive aquela relativa a operação de crédito já autorizada, disponibilizada por prévia alteração de fonte de recursos, sem prejuízo do disposto no art. 64."

orçamentárias não oriundas da emissão de títulos públicos para o pagamento da DPF, como mostra a figura 1. Essa previsão orçamentária inclui dois tipos de recursos: (i) receitas vinculadas ao pagamento da DPF, no montante de R\$ 82,6 bilhões e (ii) fontes livres, isto é, recursos sem vinculação específica, no valor de R\$ 179,7 bilhões.

Por fim, a gestão da dívida conta com uma reserva de liquidez⁴ dedicada aos pagamentos da dívida de R\$ 982 bilhões (posição em 31/12/2023), recursos suficientes para cobertura dos próximos 7,6 meses de vencimentos da DPM-Fi em mercado e encargos da carteira do Banco Central. Vale registrar que o Tesouro busca manter um mínimo de 3 meses de vencimentos como parâmetro para sua gestão de riscos, patamar este que historicamente se mostrou suficiente para administrar os momentos de maior volatilidade, como vimos durante a crise financeira de 2008 e o período mais crítico da pandemia de COVID em 2020.

Além da reserva de liquidez em reais, o Tesouro Nacional já dispõe de recursos em moeda estrangeira suficientes para fazer frente à totalidade dos vencimentos de principal e juros da dívida externa previstos para 2024.

⁴ O saldo da reserva de liquidez passou a ser divulgada mensalmente no Relatório Mensal da Dívida (RMD) desde a edição de janeiro/2021. Para o conceito de reserva de liquidez consultar o anexo metodológico.

2

Estratégia de Financiamento

O planejamento de emissões de títulos públicos para 2024 se orienta para atender à necessidade de financiamento apresentada na seção anterior e manter a reserva de liquidez em patamar adequado. Além dos cenários macroeconômicos e das condições de mercado, a estratégia de financiamento foi preparada, ainda, em aderência ao objetivo e às diretrizes da gestão da DPF (Figura 3).

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

Figura 3. Diretrizes da Gestão da DPF

Substituição gradual dos títulos com taxas de juros flutuantes por títulos prefixados e por índice de preços

Suavização da estrutura de vencimentos, especialmente a dívida de curto prazo

Aumento do prazo médio do estoque

Desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros e incentivo à liquidez no mercado secundário de títulos

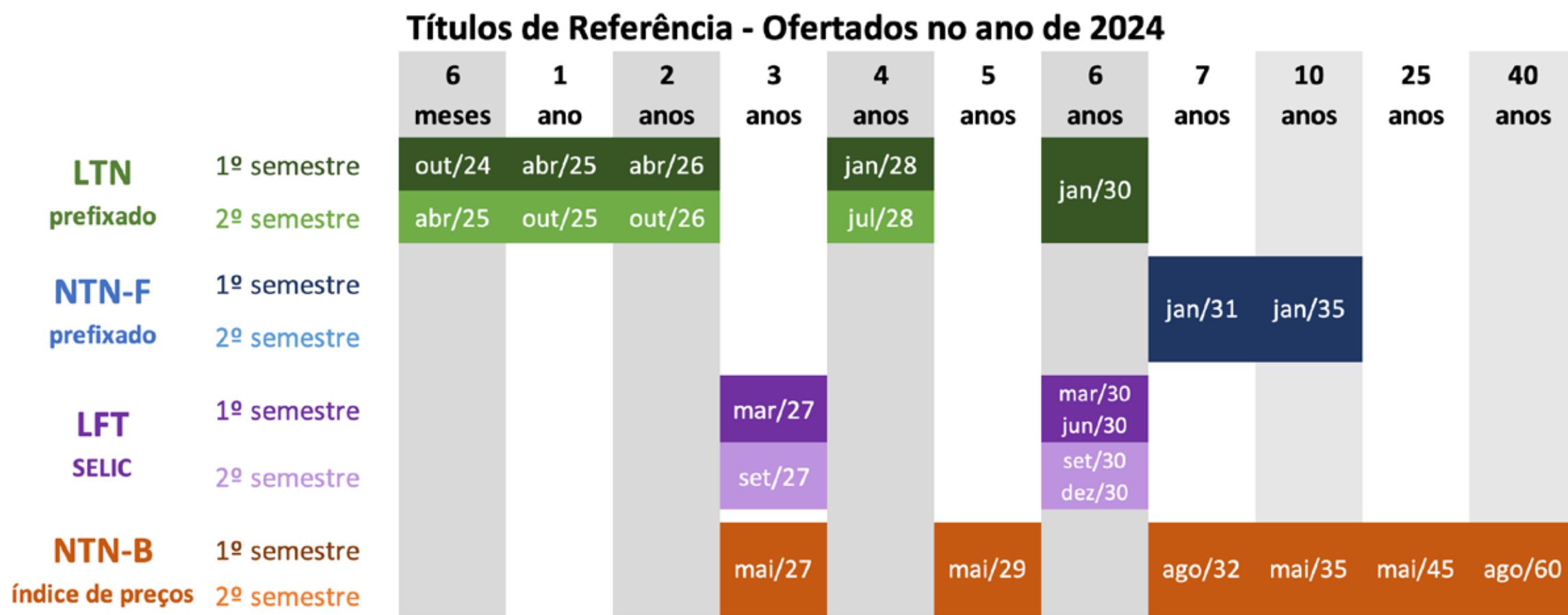
Diversificação e ampliação da base de investidores

Manutenção da reserva de liquidez acima de seu nível prudencial

2.1 Dívida Interna

A principal fonte de financiamento do governo federal ocorre pela emissão de títulos, sendo majoritariamente em mercado local. Os títulos prefixados regularmente ofertados são a LTN, com elevada liquidez e com maturação menor, e a NTN-F, com prazo maior. Já a NTN-B é o título remunerado por índice de preços e, juntamente com a NTN-F, contribui para o alongamento da dívida pública. Completando o rol de financiamento, a LFT é um título indexado à taxa Selic e tem maior concentração em vencimentos mais longos, quando comparado à LTN. A Figura 4 apresenta os prazos de referência para emissão e a data de maturação para os títulos ofertados em 2024.

Figura 4. Emissões para 2024



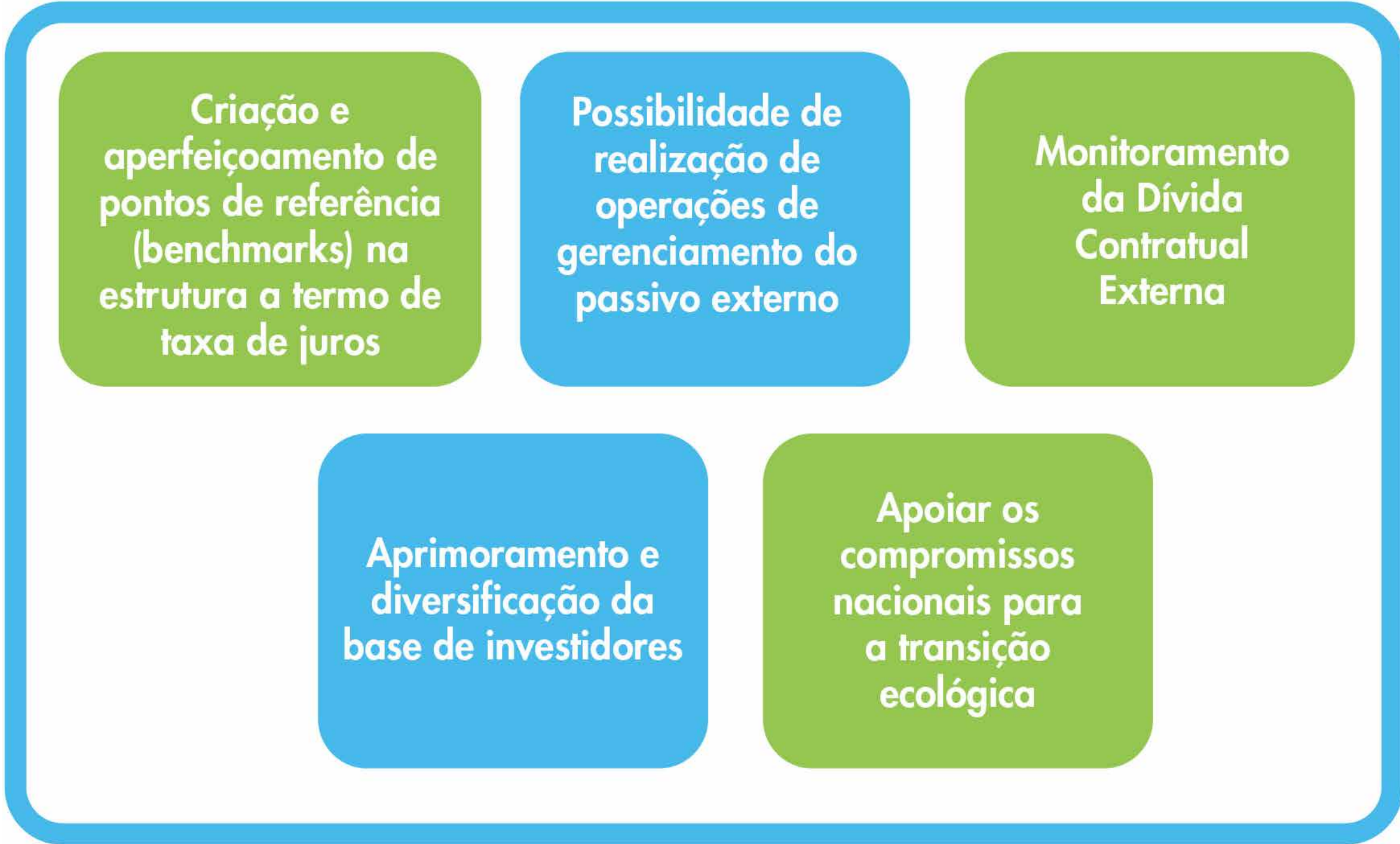
A inovação para o ano de 2024 é a inclusão da LTN de 72 meses, que contribuirá para o alongamento do prazo médio da DPF⁵. O cronograma de leilões e o rol de títulos voltarão a ser publicados anualmente, diferentemente do ocorrido nos últimos anos desde a pandemia, quando se tornaram trimestrais, sem prejuízo de flexibilidade ao gestor da dívida pública para ajustar tempestivamente a estratégia às condições de mercado.

⁵ Cabe ao Tesouro Nacional a emissão de novos *benchmarks*, contanto que esses novos prazos sejam harmônicos com as diretrizes apresentadas de gestão da dívida e com as condições de mercado.

2.2 Dívida Externa

Adicionalmente às diretrizes gerais da DPF, há diretrizes específicas para a gestão da Dívida Pública Federal Externa (DPFe).

Figura 5. Diretrizes para a gestão da dívida externa



A estratégia para a DPFe tem a emissão de títulos de referência (ou *benchmarks*) em dólares americanos (US\$) como ponto principal, privilegiando a manutenção de uma curva de juros soberana eficiente, com boa formação de preços e liquidez. Para além das emissões da República, essa curva é relevante também para as captações de recursos pelas companhias brasileiras que busquem acessar o mercado internacional. Essa estratégia contribui ainda para ampliar e diversificar a base de investidores no País.

O planejamento atual prevê continuar com essa estratégia, emitindo os títulos convencionais, mas também tendo os títulos sustentáveis (vide seção 2.3) como instrumentos adicionais para definir *benchmarks* na curva de juros soberana. Essa estratégia contará, ainda, de forma complementar, com opera-

ções de gerenciamento do passivo externo, com vistas a aumentar a eficiência da curva de juros.

O Tesouro Nacional segue atento às principais mudanças e tendências no mercado de renda fixa internacional, podendo adaptar suas atuações de modo a estar alinhado às melhores práticas de gestão de dívida e avaliar, inclusive, oportunidades de emissões em outras moedas, como, euros (EUR) e reais (BRL).

2.3 Emissões temáticas

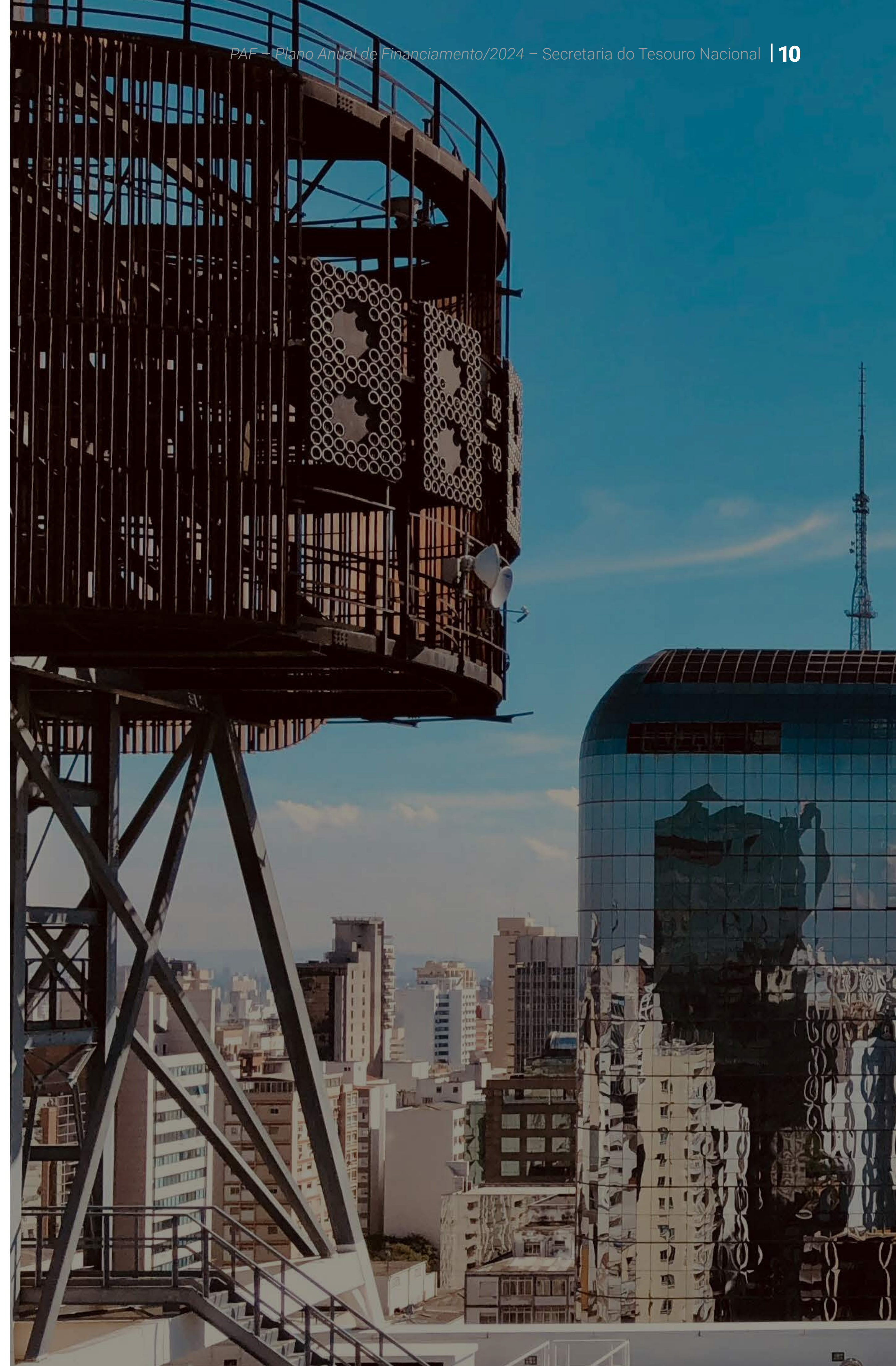
Em 2023, o Governo Federal desenvolveu o Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis⁶. Embora o arcabouço permita a emissão de títulos verdes ou de títulos sociais puros, o Tesouro Nacional tem priorizado a emissão de títulos sustentáveis⁷, abrangendo tanto aspectos ambientais quanto sociais no mesmo instrumento.

A construção de uma curva juros de referência eficiente requer a emissão de títulos com volume e precificação adequados, além de previsibilidade, frequência e homogeneidade na escolha dos títulos por parte do emissor. Nesse sentido, as operações com títulos soberanos sustentáveis, a exemplo das emissões tradicionais, devem ser vistas como parte de uma estratégia de médio prazo, com a expectativa de uma presença regular do Brasil neste mercado nos próximos 5 anos.

No geral, os títulos soberanos sustentáveis representam uma ferramenta que não apenas se alinha com a estratégia da DPFe, mas também com os objetivos de sustentabilidade do Brasil, atraindo investimentos e promovendo um crescimento econômico responsável.

⁶ Para o documento completo do arcabouço acesse www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis-arquivos/arcabouco-brasileiro-para-titulos-sustentaveis

⁷ Saiba mais a respeito dos títulos sustentáveis em www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis.



3

Resultados Esperados

3.1 A DPF no curto prazo (2024)

Os resultados esperados para os indicadores da DPF ao final de 2024 são apresentados nesta seção, por meio dos limites indicativos tanto para o valor nominal do estoque, quanto para sua composição e estrutura de vencimentos. Os limites fundamentam-se no cenário econômico e na necessidade de financiamento deste ano, discutidos na seção 1, que são combinados com a estratégia de financiamento da DPF, indicada na seção 2. O formato de limites confere a flexibilidade necessária para acomodar ajustes à estratégia, diante de possíveis incertezas inerentes ao cenário econômico e às condições no mercado de títulos públicos.

Quadro 2. Limites de Referência para a DPF em 2024

Indicadores	2023	Limites para 2024	
		Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)			
DPF	6.520,3	7.000,0	7.400,0
Composição (%)			
Prefixados	26,5	24,0	28,0
Índices de Preços	29,8	27,0	31,0
Taxa Flutuante	39,7	40,0	44,0
Câmbio	4,1	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos			
Vincendo em 12 meses (%)	20,1	17,0	21,0
Prazo Médio (anos)	4,0	3,8	4,2

Fonte: Tesouro Nacional

O intervalo projetado para o estoque da DPF no encerramento de 2024 reflete tanto a apropriação dos juros e a expectativa para os indexadores de remuneração dos títulos, quanto o resultado do balanço entre emissões e resgates planejados para o ano.

Em relação à composição da DPF, os limites permitem cenários de elevação da participação de prefixados em 2024, embora o seu ponto central indique

possível redução na participação desses títulos. O mesmo ocorre para os títulos remunerados por índices de preços. Contrapondo a esse cenário, o percentual de títulos com taxas flutuantes deve aumentar em relação ao final de 2023. A estratégia em curso admite a elevação desses instrumentos, pois eles têm prazos mais elevados do que os prefixados, em média, contribuindo para a gestão do risco de refinanciamento. A participação da dívida com remuneração atrelada à variação cambial tende a ficar em torno dos percentuais atuais.

Outro parâmetro importante é a estrutura de vencimentos da DPF, monitorada por meio dos indicadores de percentual vincendo em 12 meses e de prazo médio do estoque (conceitos descritos no anexo metodológico). A expectativa para 2024 é de uma redução da concentração de vencimentos de dívida no curto prazo, reflexo de uma maturação de dívida prevista para 2025 em patamares inferiores aos observados nos anos anteriores.

O prazo médio da DPF, por sua vez, continua mostrando um comportamento estável, não obstante uma evolução mais positiva deste indicador seja desejável. O aumento do prazo médio do estoque da dívida, contudo, dependerá da capacidade de se ampliar o uso de instrumentos com vencimentos mais longos, como as NTN-F e as NTN-B, além das novas LTN de 72 meses introduzidas neste PAF, que contribuem para o alongamento, bem como ajudam a diversificar a base de investidores.

3.2 Composição ótima de longo prazo

Além do objetivo e das diretrizes, a gestão da DPF estabelece um portfólio *benchmark* ou composição ótima a longo prazo, que serve como guia para a estratégia de financiamento. O modelo subjacente a essa definição foi recentemente atualizado, introduzindo novos parâmetros aos quais os indicadores da DPF devem convergir até 2035. Este horizonte leva em conta análises de cenários e projeções de médio prazo, visando uma convergência gradual para o *benchmark* e evitando pressões que possam resultar em custos excessivos⁸.

A nova composição desejada para a DPF no longo prazo se encontra no Qua-

dro 3, considerando os indicadores de composição, prazo médio e concentração de vencimentos. Uma inovação nesta nova referência é o prazo médio por indexadores, permitindo uma compreensão mais detalhada dos desafios na gestão da dívida e o acompanhamento mais preciso da contribuição de cada classe de títulos para o alongamento da DPF.

Quadro 3. Composição desejada para a DPF no longo prazo (2035)

Indicador	Benchmark		Intervalo	
	Composição (% da DPF)	Prazo médio (Anos)	Composição (% da DPF)	Prazo médio (Anos)
Indexadores				
Prefixados	35	3,0	± 2,0	± 0,3
Índices de Preços	35	7,5	± 2,0	± 0,5
Taxa Flutuante	23	3,5	± 2,0	± 0,3
Câmbio	7	7,5	± 2,0	± 0,5
Estrutura de vencimentos				
Prazo Médio da DPF		5,0		± 0,5
% Vincendo em 12 meses	20		± 2,0	

Fonte: Tesouro Nacional

O novo portfólio *benchmark* prescreve uma composição da DPF com 35% de prefixados na DPF, representando uma redução em relação ao anterior (40%), com prazo médio de 3 anos. A composição ajustada favorecerá o alongamento dos prefixados, permitindo uma proporção menor de títulos curtos na estratégia. Essa modificação considera o aumento da dívida, em decorrência do quadro fiscal nos últimos anos, e um potencial limite do lado da demanda à colocação de títulos mais longos e aderentes às diretrizes da DPF.

A proporção de títulos remunerados por índices de preços permanece em 35% da DPF, com prazo médio de 7,5 anos, contribuindo para o alongamento global da DPF. Esses títulos são importantes devido ao prazo médio mais elevado, demanda especializada e expectativa de custo inferior em comparação com os prefixados.

Quanto aos títulos com taxas de juros flutuantes, sua proporção desejada para o longo prazo é de 23% da DPF, aumentando em relação ao *benchmark* anterior (20%), com prazo médio de 3,5 anos. Indexados à taxa básica de ju-

⁸ O arcabouço analítico do modelo de composição ótima foi explorado no documento Composição Ótima da Dívida Pública Federal disponível em www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/composicao-otima-da-divida-publica-federal

ros Selic, estes instrumentos são preferíveis aos prefixados de curta duração, proporcionando um equilíbrio entre custo e risco.

Já a proporção de títulos em moeda estrangeira é de 7% da DPF no novo *benchmark*, aumentando em relação ao anterior (5%), com prazo médio de 7,5 anos. Esse aumento reflete o menor custo e maior prazo médio das captações em dólares da República no mercado internacional, mantendo a exposição ao risco cambial sob controle e permitindo uma ampliação do espaço para a atuação do Tesouro Nacional por meio da dívida externa no longo prazo, inclusive por meio de emissões de títulos sustentáveis (vide seção 2.3).

O novo *benchmark* busca um prazo médio global de 5,0 anos para a DPF, com redução em relação ao parâmetro anterior de 5,5 anos. A referência de 5,0 anos decorre das alterações feitas à composição *benchmark* e da introdução dos prazos por indexadores, correspondendo à média ponderada⁹ dos prazos de cada grupo. Ao mesmo tempo, o percentual vincendo em 12 meses se mantém em 20% da DPF como patamar desejado para o longo prazo, valor consistente com a estrutura de prazos proposta.

Embora o *benchmark* forneça parâmetros para estratégias de financiamento, o Tesouro Nacional ajusta as estratégias de emissões de dívida conforme o contexto macroeconômico e de mercado. Choques exógenos podem temporariamente afastar a trajetória de curto prazo do *benchmark*, mas a referência de longo prazo permanece, sendo o reposicionamento em direção a ela gradual e alinhado ao novo equilíbrio das condições econômicas que causaram o afastamento.

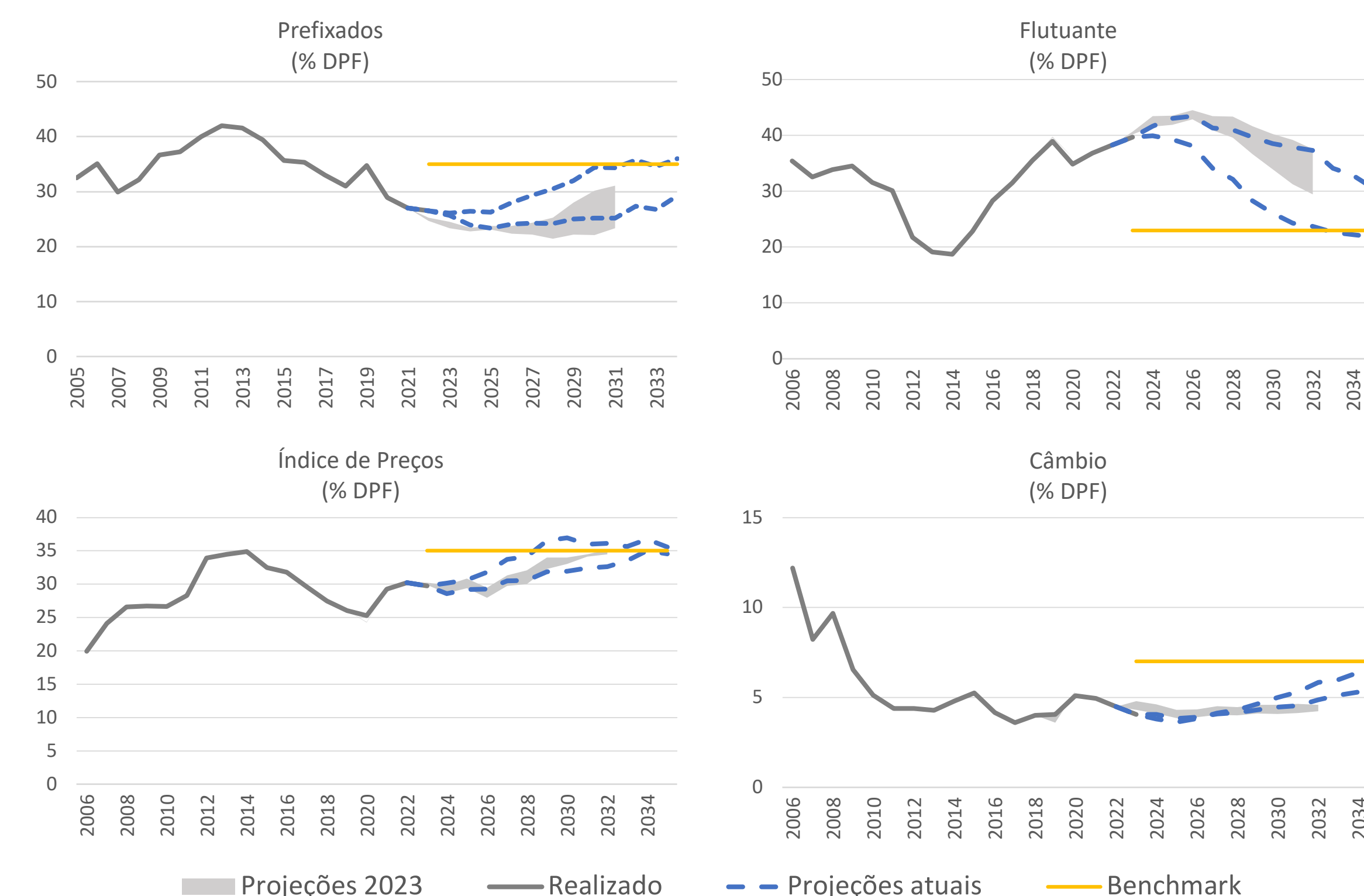
3.3 Indicativos para a DPF no Médio Prazo

Essa seção indica o caminho de convergência dos indicadores da DPF de curto prazo (Seção 3.1) para a composição de longo prazo (Seção 3.2) – *benchmark* – e como se espera que ocorra ao longo dos próximos anos. Observa-se que esse processo de convergência se intensifica a partir de meados da atual década, buscando uma substituição gradual da dívida flutuante por dívida pre-

fixada e/ou indexada a índices de preços e com elevação do prazo médio – conforme as diretrizes qualitativas exibidas no quadro 3.

A Figura 6¹⁰ mostra um cenário no qual os indicadores de composição da DPF convergiriam para os valores do portfólio *benchmark* até o ano de 2035, que foi definido como alvo para tal objetivo. Em cenários mais conservadores, contudo, a substituição de dívida com juros flutuantes por prefixados (nos prazos desejados) começaria mais tarde, o que impossibilitaria o processo de convergência para o *benchmark* até 2035. Destaque-se, ainda, que o percentual da DPF em moeda estrangeira tende a aumentar ao longo do tempo, porém esse efeito será percebido mais ao final da trajetória, como parte de um ajuste gradual na estratégia de emissões no mercado externo.

Figura 6. **Composição da DPF no médio prazo - % da DPF**



Fonte: Tesouro Nacional

⁹ Os pesos são as participações dos grupos de indexadores na composição *benchmark* da DPF.

¹⁰ As linhas pontilhadas nas figuras 3 e 4 representam os limites superior e inferior para as projeções conjuntas realizadas nos cenários otimista e básico, apresentados na seção 1.

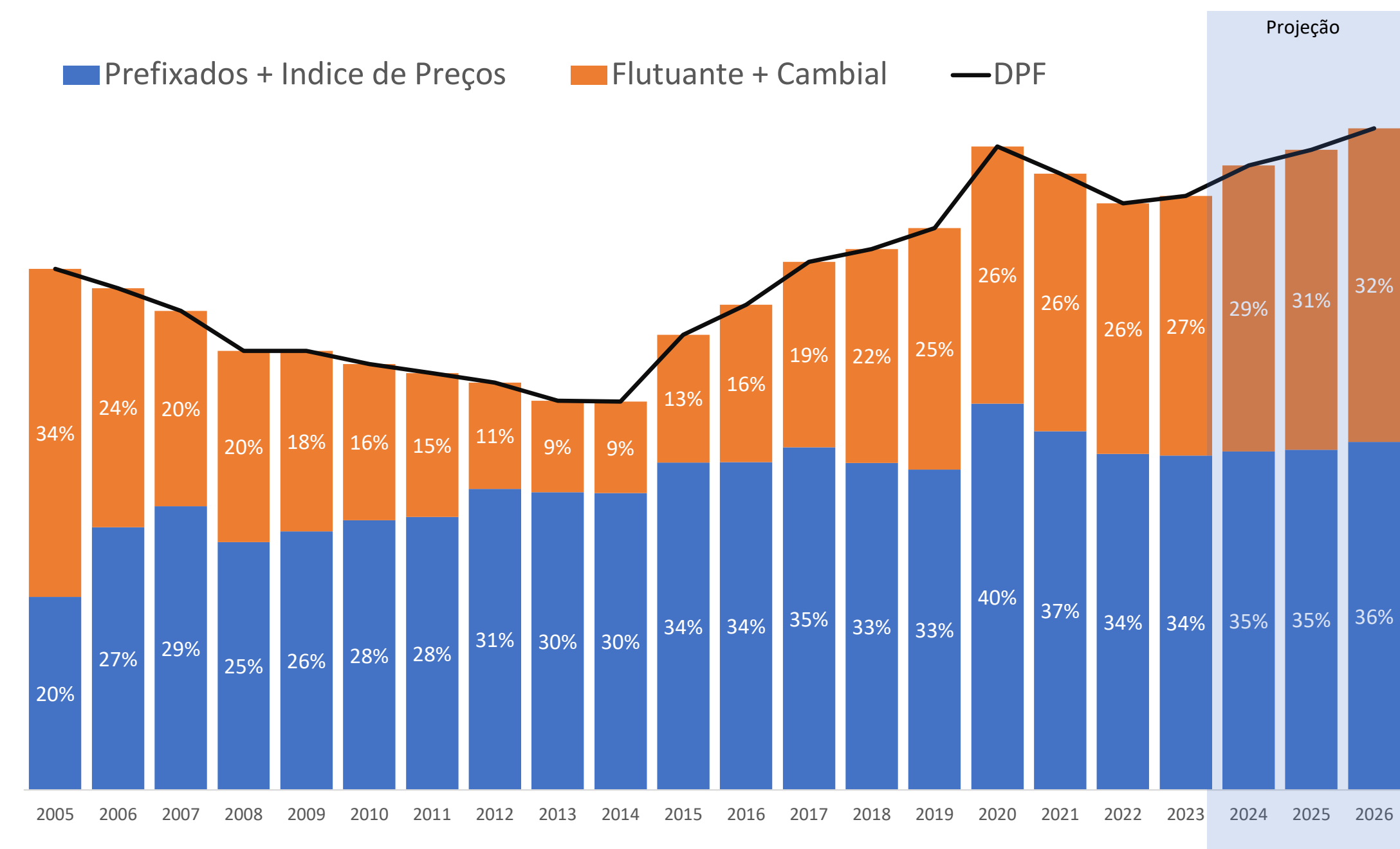
A composição da DPF é o indicador mais imediato do risco de mercado (vide anexo metodológico), influenciando diretamente a sensibilidade do estoque a alterações do custo de emissão dos títulos públicos, seja por variação na taxa básica de juros, nas taxas de câmbio ou de inflação. O portfólio *benchmark* reflete o fato de que os títulos remunerados por taxas de juros flutuantes, especialmente as LFT, e a dívida cambial representam as parcelas mais suscetíveis a esse risco na DPF. A exposição ao risco de mercado é menor para a dívida prefixada e a remunerada por índices de preços.

A possibilidade de aproximação da composição da dívida ao portfólio *benchmark* depende das condições macroeconômicas, incluindo a reversão dos déficits fiscais recentes e a redução da dívida/PIB no médio prazo. Na Figura 7, apresentamos a DPF em proporção do PIB para ilustrar a influência do maior nível de dívida em sua composição. Até 2014 houve redução da DPF/PIB, em um contexto de resultados primários positivos e percepção de risco favorável, refletida na nota de crédito do Brasil como grau de investimento. Assim, os títulos prefixados e os remunerados por índices de preços representavam juntos em torno de 30% do PIB, contra cerca de 9% do PIB para a parcela com taxas de juros flutuantes ou remuneradas pela variação cambial, ao final de 2014. Contudo, após esse período, o crescimento do endividamento levou a um aumento mais expressivo desse segundo grupo de títulos, principalmente devido à expansão da participação da LFT, na direção contrária ao *benchmark*. Ampliar a proporção dos prefixados de prazos mais longos não se mostrou uma alternativa viável nesse contexto.

Para o médio horizonte, embora ocorra uma elevação percentual dos títulos flutuantes nos primeiros anos da trajetória, incluindo 2024 (como vimos na seção 3.1), indicando um aparente distanciamento da composição ótima de longo prazo, isso se dá pela busca de elevar o prazo médio da DPF e minimizar a concentração de dívida no curto prazo. Ou seja, a melhora do perfil da dívida depende não apenas da composição por indexadores como também da suavização de seus vencimentos.

A estrutura de vencimentos da dívida está diretamente associada ao seu risco de refinanciamento (vide anexo metodológico). A redução da concentração de dívida vincenda no curto prazo e o alongamento do prazo médio da DPF são essenciais para a redução desse risco, juntamente com a manutenção de uma reserva de liquidez em níveis adequados.

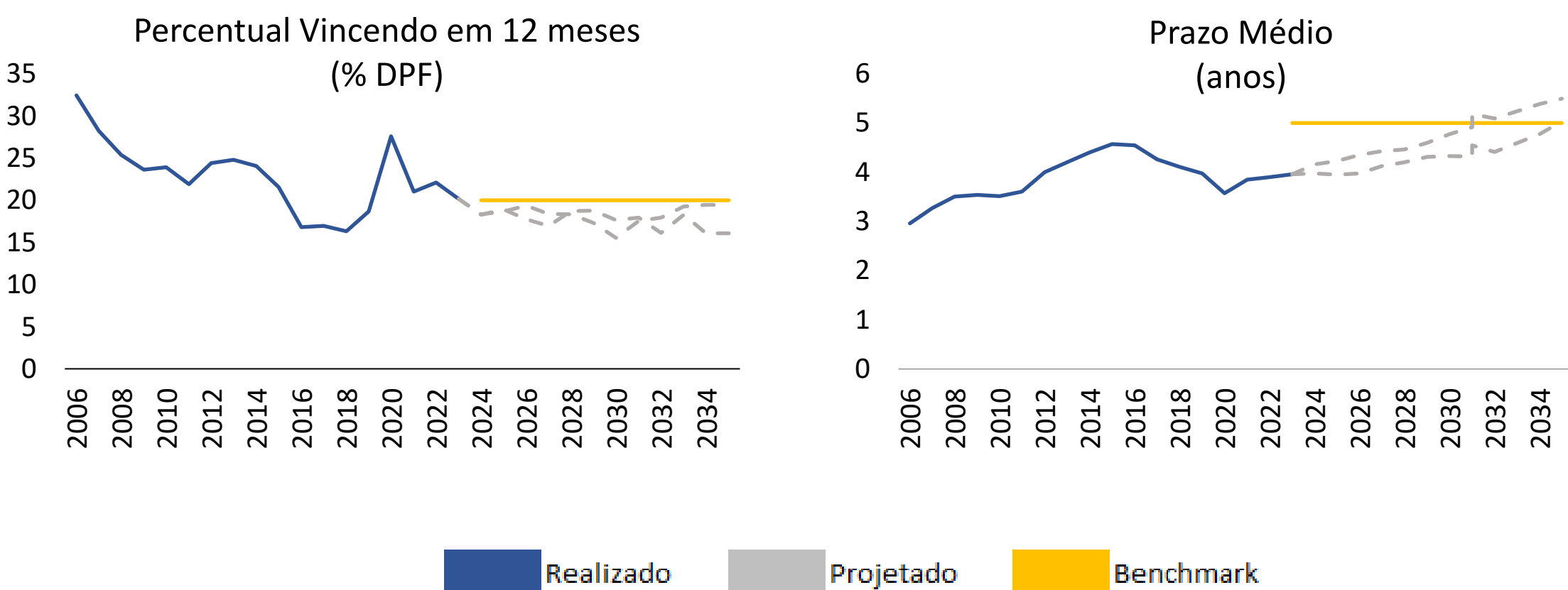
Figura 7 - Composição da DPF (% do PIB)



Fonte: Tesouro Nacional

Na Figura 8, as projeções mostram estabilidade do percentual da DPF vencendo em 12 meses em torno de seu referencial de longo prazo (20%) com leves oscilações ao longo do período, que refletem a dinâmica de vencimentos da dívida com concentração em anos específicos. Nota-se que, nos dois cenários projetados, os percentuais vencendo em 12 meses normalmente estão em patamares próximos ou inferiores à composição de longo prazo, seguindo a diretriz de suavização de vencimentos, especialmente a dívida de curto prazo.

Figura 8 - Indicadores da estrutura de vencimentos da DPF no médio prazo



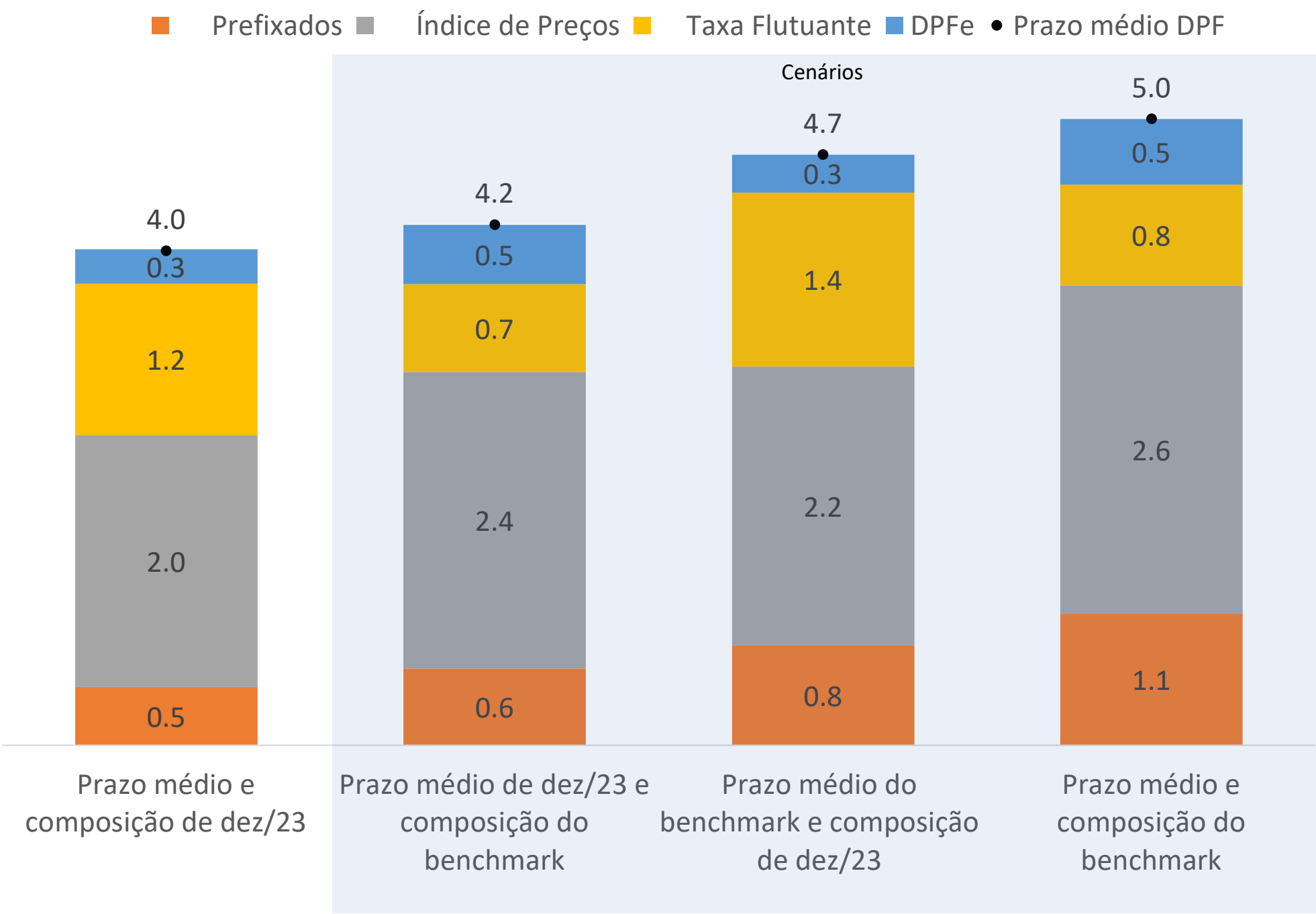
Fonte: Tesouro Nacional

O percentual vincendo em 12 meses, sinalizado no benchmark, e o observado no final de 2023 estão em patamar historicamente confortável, haja vista que esse indicador já registrou valores superiores a 30% da DPF no início dos anos 2000 (Figura 8). Há que se considerar ainda a complexidade para se alongar a dívida, diante de um processo de consolidação fiscal. Além disso, para mitigar o risco de refinanciamento associado, o Tesouro Nacional mantém sua reserva de liquidez elevada, tendo encerrado 2023 com o equivalente a pelo menos 9,1% do PIB em caixa, se preparando para meses de elevados vencimentos e ganhando flexibilidade para momentos voláteis nos mercados financeiros.

Outra métrica importante é o prazo médio da DPF. Na Figura 8, a expectativa é que esse indicador aumente nos próximos anos, convergindo para o *benchmark* de 5,0 anos no horizonte das projeções. Há tendência de elevação nos intervalos apresentados, como resultado da premissa de alongamento dos prazos dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional ao longo do horizonte. A projeção considera a introdução de uma LTN mais longa, com prazo de 72 meses, já em 2024, o alongamento de outros títulos no médio prazo, a exemplo das NTN-F e LFT, e o aumento do volume de emissões de títulos com prazo maiores em detrimento de títulos mais curtos, mesmo que a taxas flutuantes.

O aumento do prazo médio da DPF pode decorrer de mudanças na composição por indexadores ou do alongamento dos prazos de cada grupo de títulos. A análise da Figura 9 sugere que há limitado espaço para ganhos por meio da alteração da composição (essencialmente por meio de aumento da parcela remunerada por índices de preços). A primeira coluna revela a contribuição atual de cada indexador para o prazo médio da DPF, totalizando 4 anos. A simulação da segunda coluna mantém os prazos médios por indexadores, mas ajusta a composição da DPF conforme o *benchmark*, resultando em um aumento de apenas 0,2 ano no prazo médio. A terceira coluna, ao manter a composição atual e ajustar apenas os prazos conforme o *benchmark*, mostra um ganho mais significativo de 0,7 ano no prazo médio global, destacando-se a contribuição positiva do alongamento dos prefixados. A busca por prazos mais longos para cada grupo, tal como indicada pelo novo *benchmark*, é valiosa, com efeitos mais impactantes do que simplesmente aumentar a participação de prefixados ou índices de preços.

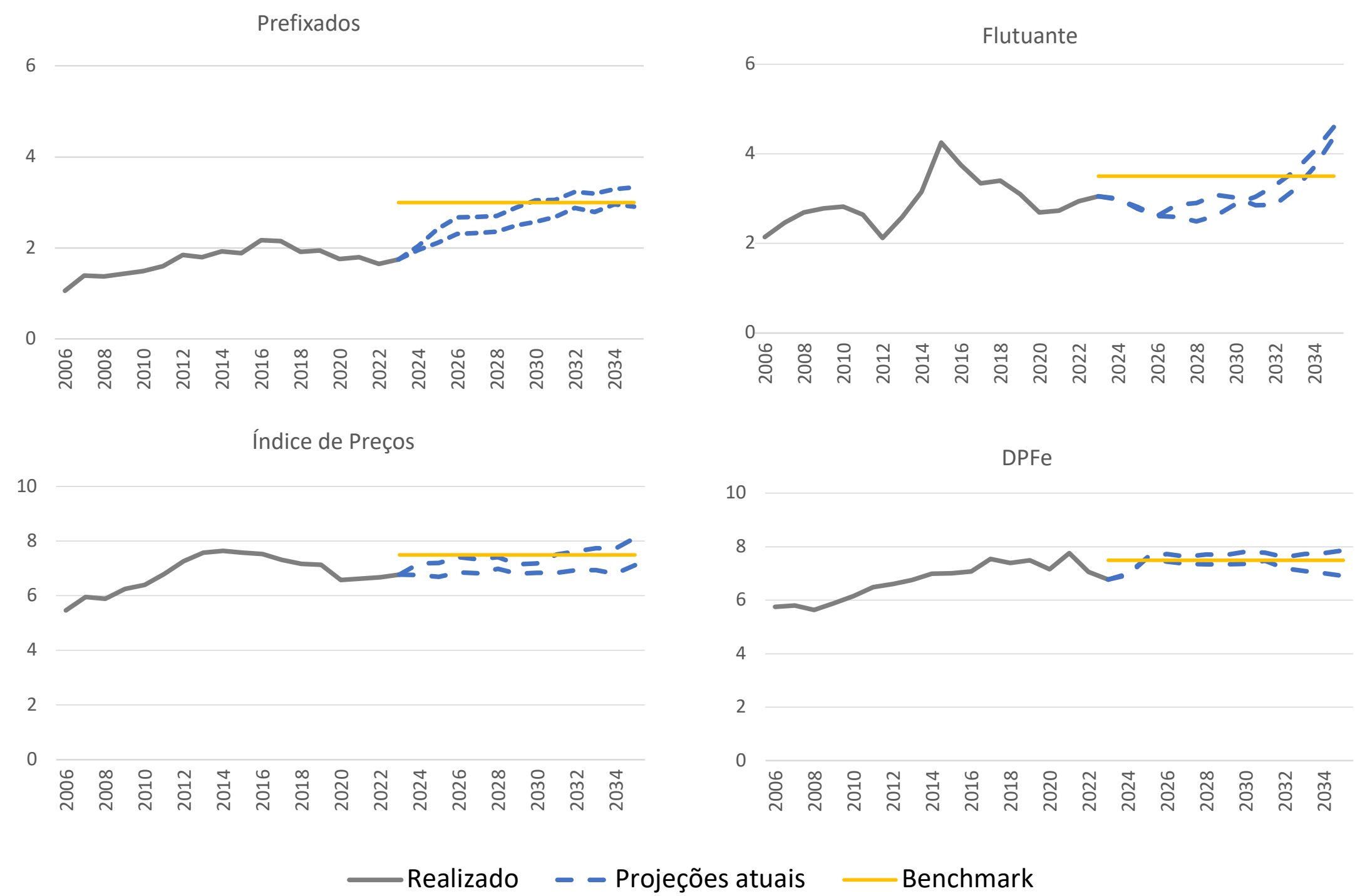
Figura 9. Prazo médio da DPF - composição (2023 e cenários)



Fonte: Tesouro Nacional

A extensão do prazo médio projetada por tipo de títulos está na Figura 10. O principal desafio é o alongamento da carteira de prefixados, que deve alcançar 3 anos, partindo de níveis abaixo de 2 anos. Há expectativa de aumento nos prazos dos demais instrumentos (flutuantes, remunerados por índices de preços e cambiais), mas de forma consistente com patamares históricos já alcançados para esses indicadores.

Figura 10. Prazo médio por indexador (em anos)



Fonte: Tesouro Nacional

Como principal desafio da estratégia de financiamento no médio horizonte, superar as restrições de demanda por títulos de mais longos depende, em parte, da expectativa de risco fiscal por parte dos investidores, o que, por sua vez, virá acompanhada de avanços na agenda de consolidação das contas públicas. A melhora desse cenário é peça fundamental para a caminhada em direção ao grau de investimento e, assim, ampliar a participação de investidores não-residentes no Brasil, atores estes que usualmente favorecem o alongamento da dívida.

4

Considerações Finais

Os cenários utilizados para elaboração do PAF 2024 consideram um ambiente internacional ainda desafiador, marcado por tensões geopolíticas e crescimento econômico menor nas economias mais avançadas. Já no cenário doméstico, as projeções são mais otimistas em relação à melhora fiscal do país, de modo a propiciar condições para um crescimento econômico mais sustentável. O contexto macrofiscal mais favorável já vem sendo reconhecido, a exemplo das melhoras observadas em 2023 na nota de crédito soberano por agências de classificação de risco.

Apesar do crescimento do endividamento público observado nos últimos anos, com destaque para o aumento da dívida de curto prazo, o Tesouro Nacional tem logrado reverter os efeitos adversos do encurtamento, aumentando as emissões de LFT em detrimento dos prefixados curtos e mantendo um nível prudente de reserva de liquidez para honrar os seus compromissos. A expectativa para 2024 é de avanço na estratégia de alongamento na dívida, em especial para os prefixados, que contarão agora com as LTN de 72 meses no rol dos títulos ofertados.

No âmbito da dívida externa, o Tesouro realizou em 2023 sua primeira emissão de um título sustentável, atrelado à agenda de desenvolvimento social e ambiental do país. Após essa emissão inaugural, a expectativa é que o Tesouro Nacional mantenha presença regular no mercado internacional para títulos temáticos, visando principalmente o desenvolvimento da curva de juros soberana, que sirva de referência para o Tesouro e para o setor corporativo brasileiro.

Por fim, neste PAF 2024 o Tesouro Nacional apresentou a composição ótima da dívida, que indica o perfil desejado no longo prazo para a DPF. A convergência da composição e da estrutura de vencimentos para os limites de referência de longo prazo, contudo, pressupõe condições macrofiscais que viabilizem uma agenda de crescimento econômico e de sustentabilidade da dívida. Estes pressupostos são fundamentais para o sucesso de uma estratégia de financiamento mais focada na emissão de títulos prefixados e remunerados por índices de preços de longo prazo no mercado doméstico.

Anexo Metodológico

DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL

A Dívida Pública Federal (DPF) corresponde à soma da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi – com a Dívida Pública Federal externa – DPFe, sendo esta última subdividida em mobiliária e contratual. As estatísticas apresentadas ao longo deste documento referem-se exclusivamente à dívida em poder do público, não sendo considerada a parcela da DPMFi em poder do Banco Central.

Informações sobre esta dívida podem ser acompanhadas nos anexos dos Relatórios Mensais da DPF, entre outras publicações, disponíveis em <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/publicacoes-da-divida>.

HONRAS DE GARANTIAS

Os valores destinados ao pagamento de honras de garantias referem-se, em sua maior parte, aos fluxos de pagamentos em contratos de entes estaduais inadimplentes em dívidas garantidas pela União, que aderiram ou podem vir a aderir ao Regime de Recuperação Fiscal – RRF (Lei Complementar nº 159/2017). A previsão para honras de garantias ainda inclui margem para cobrir os vencimentos de contratos garantidos de estados que vem sendo honrados pela União e cujas contragarantias não são recuperadas devido a liminares judiciais.

NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO

A necessidade de financiamento do governo federal é composta pelas despesas com os vencimentos da DPF, com as honras de garantias de operações de crédito dos entes subnacionais e por outras despesas orçamentárias pagas com receitas de emissão de títulos públicos. Já o conceito de necessidade líquida de financiamento subtrai desse montante os recursos orçamentários não oriundos de emissão de títulos públicos, mas que serão destinados ao pagamento da dívida pública.

O conceito de necessidade de financiamento utilizado no PAF segue a lógica orçamentária e, portanto, considera apenas as receitas que ingressam durante o ano corrente. Assim, por construção, não se incluem no cálculo da necessidade líquida de financiamento as receitas decorrentes do superávit financeiro obtidas em exercícios anteriores, que compõem as disponibilidades de caixa para pagar dívida. Desta forma, evita-se que uma mesma receita ingresse na estimativa por mais de um ano, caso ela não seja utilizada no exercício previsto, o que distorceria a análise histórica. Já a visão ex post, que é apresentada no Relatório Anual da Dívida, leva em conta o superávit financeiro efetivamente utilizado no exercício, de forma que o resultado líquido ex post indique o montante de despesas que foram pagas com recursos de emissões de títulos, independentemente da variação das disponibilidades de caixa.

As disponibilidades de caixa para pagamento de dívida compõem a reserva de liquidez, também conhecida como colchão da dívida, que é uma ferramenta importante para a gestão da dívida pública e que, por isso, deve ser preservada. Por esta razão, o indicador de necessidade de financiamento não deve ser visto como o volume de emissão de títulos a ser realizado ao longo do ano, e sim como o valor que deveria ser emitido para manter constante a reserva de liquidez.

PERCENTUAL DE REFINANCIAMENTO

O percentual de refinanciamento corresponde à razão entre as emissões e os resgates da dívida (multiplicada por 100) em determinado período, sendo que os resgates englobam os valores de principal e juros. Quando o percentual de refinanciamento da dívida é de 100%, ou seja, o Tesouro emite o mesmo montante de dívida vincenda em mercado, a evolução do estoque da dívida é dada pelo seu custo médio. Mas, havendo condições favoráveis de mercado, o Tesouro pode emitir acima do volume de dívida vincenda, atingindo um percentual de refinanciamento acima de 100%, e utilizar os recursos financeiros para reforçar o caixa da dívida.

Note que o aumento do estoque da DPF devido a um percentual de refinanciamento acima de 100%, quando associado ao fortalecimento do caixa da dívida, tem um efeito neutro sobre a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), visto que reduz, em contrapartida, o volume de operações compromissadas do Banco Central. Ou seja, emissões ou resgates líquidos de títulos da DPF em mercado levam a uma mudança na estrutura da dívida do governo central entre Tesouro Nacional e o Banco Central, não alterando o seu volume total.

PERCENTUAL VINCENDO EM 12 MESES

O percentual vincendo em 12 meses indica a concentração da dívida que vence no curto prazo, correspondendo à parcela do valor do estoque que terá vencimentos naquele prazo.

PRAZO MÉDIO DO ESTOQUE

O prazo médio do estoque reflete o tempo médio restante para os resgates, sendo estes ponderados pelos valores presentes dos fluxos de principal e juros.

PRAZO MÉDIO E VIDA MÉDIA

Diferentemente do prazo médio, que considera tanto os fluxos de principal quanto de juros para seu cálculo, a vida média indica apenas o prazo remanescente do principal da dívida pública. Este último, adotado por muitos países como o único indicador de maturidade de suas dívidas, muitas vezes é comparado com o prazo médio calculado pelo Brasil e divulgado em seus relatórios mensais, no Plano Anual de Financiamento e no Relatório Anual. Apenas para qualificar a diferença de percepção de risco de refinanciamento que surge ao utilizar a vida média em substituição ao prazo médio, a vida média da DPF alcançou 5,6 anos em dezembro de 2008, ante 3,5 anos do prazo médio. Não obstante a diferença entre tais indicadores, o Brasil continua a utilizar este último, pois acredita que ele captura de forma mais correta os riscos aos quais está exposta a DPF. Adicionalmente, continua a citar em seus relatórios o indicador 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.

RESERVA DE LIQUIDEZ

As disponibilidades de caixa da União integram a Conta Única do Tesouro, sendo a reserva de liquidez da dívida um subconjunto de tal Conta. Tais recursos são classificados em fontes orçamentárias, de acordo com sua origem, das quais compõem a reserva de liquidez dois grupos, a saber: (a) as fontes de emissão de títulos públicos, que têm origem nas captações de recursos em mercado por meio de dívida mobiliária; e (b) as fontes exclusivas para pagamento da dívida, conforme legislação específica para cada fonte (retorno das operações de crédito para instituições financeiras e para governos regionais, por exemplo).

RISCO DE MERCADO

O risco de mercado refere-se à possibilidade de elevação do estoque da dívida devido as variações em componentes do custo dos títulos públicos, a saber, mudanças na taxa básica de juros, na taxa de câmbio ou no nível de inflação.

RISCO DE REFINANCIAMENTO

O risco de refinanciamento representa a 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. O risco de refinanciamento da dívida será mais alto quanto mais elevado o percentual vincendo em 12 meses e quanto menor o prazo médio do estoque.