

2025

Publicado em
04/02/2025

Secretaria do Tesouro Nacional
Ministério da Fazenda

PAF - 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)

Daniel Cardoso Leal

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

Coordenador-Geral do Tesouro Direto

Paulo Moreira Marques

Equipe Técnica

Alison de Oliveira Barcelos
Amanda Giordani Pereira
Ana Carolina Kanemaru Fetter
Ana Cristina Gomes e Silva Ilha
André Duarte Veras
Bruno Westin Prado Soares Leal
Carlos Roberto de Carvalho Júnior
Cecília de Souza Salviano
Cesar Almeida de Menezes Silva
Cesar de Oliveira Leite
Cinthia de Fátima Rocha
Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva
Claudio Araujo de Freitas Gago
Daniel Mário Alves de Paula
Diogo Martins Esteves
Diogo Osti Coscrato
Leandro Enrique Pereira Espino
Fabio dos Santos Barbosa
Fabrício Merola Leão Lima
Fausto Jose Araujo Vieira*
Felipe Costa
Fernando Eurico de Paiva Garrido

Flávia Fontoura Valle May
Frederico Hartmann de Souza
Giovana Leivas Craveiro
Guilherme Barbosa Pelegrini
Gustavo Matte Russomanno
Helano Borges Dias
Helio Henrique Fonseca Miranda
Jorge Lenardt
Josiane Kuhnen da Silva Almeida
Juan Guillermo Valdivia Murillo
Julia Cavalcante Fontes
Juliana Torres da Paz
Leandro de Lima Galvão
Leonardo Martins Canuto Rocha
Livia Farias Ferreira de Oliveira
Lucas Gurgel Leite
Luis Alberto Beckman Meirelles
Marcelo de Alencar Soares Viana
Marcelo Rocha Vitorino
Marcelo Rodrigues Calil
Marcia Fernanda de Oliveira Tapajós
Marcio Rodrigo Vieira de Araujo

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal
Mariana Padrao de Lamonica Freire
Nucilene Lima de Freitas França
Paulo de Castro Brandão
Paulo de Oliveira Leitao Neto
Paulo Ernesto Monteiro Gomes
Pedro Gomes Vasconcelos
Petronio de Oliveira Castanheira
Plínio Portela de Oliveira
Poliana de Carvalho Pereira
Rafael Danilo de Sales Leal
Rafael Morgado Barata
Raquel Lima Pereira de Araujo Leite
Ricardo Machado Miranda Filho
Roberto Beier Lobarinhas
Rodrigo Sampaio Marques
Rosa Isabel Cavalcanti
Sérgio Ricardo de Brito Gadelha*
Victor Valdivino Caetano de Almeida
Vinicius Pinto de Menezes*

*Coordenação Técnica

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2025.
1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional,
Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Fevereiro, 2025,
número 25.

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 2025 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 e Rayane Amorim

Fotos: Adobe Stock

Última alteração: 04/02/2025

Sumário

1	Mensagem do Tesouro Nacional	4
1	Introdução	6
2	Cenários e Necessidade de Financiamento	7
	2.1. Cenários Macroeconômicos	7
	2.2. Necessidade de Financiamento em 2025	8
3	Estratégia de Financiamento	10
	3.1. Dívida Interna	10
	3.2. Dívida Externa	10
4	Resultados Esperados	12
	4.1. A DPF no curto prazo (2025)	12
	4.2. Composição ótima de longo prazo	13
	4.3. Indicativos para a DPF no Médio Prazo	13
5	Considerações Finais	16
	Anexo Metodológico	17



Mensagem do Tesouro Nacional

É com grande prazer que a Secretaria do Tesouro Nacional celebra a divulgação do 25º Plano Anual de Financiamento (PAF). A consolidação desse documento aponta para um processo contínuo de transparência e comunicação institucional com a sociedade, apresentando os objetivos, as diretrizes e os limites da estratégia de gestão da Dívida Pública Federal (DPF) ao longo dos anos.

Os documentos ao longo do tempo reforçam que os avanços institucionais, como as reformas econômicas que promovam a elevação da produtividade e o processo de consolidação fiscal, são essenciais para a boa gestão da dívida pública.

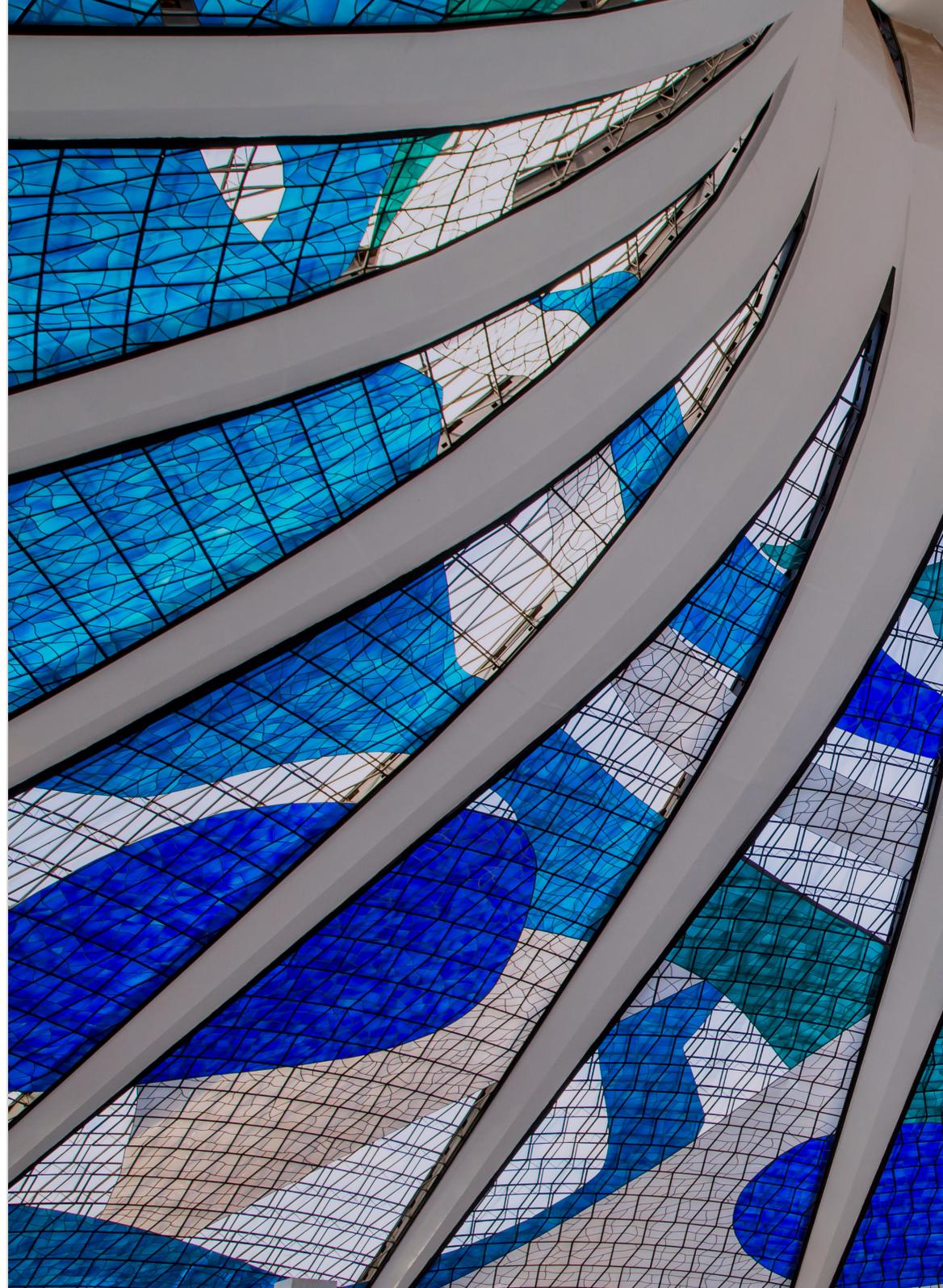
Dessa forma, observa-se que ao longo do ano de 2024, houve avanços legislativos importantes na implementação da reforma tributária e que o crescimento da atividade brasileira tem confirmado a maior resiliência da economia, fruto das reformas que se acumularam nos últimos anos. Como resposta, desde 2023, as três principais agências de *rating* elevaram a nota de crédito do Brasil e, em especial, no ano passado, a Moody's elevou a nota brasileira ao patamar mais próximo do grau de investimento.

Se, por um lado, há progressos importantes na economia e na agenda de consolidação fiscal, o cenário macroeconômico e financeiro ainda exige atenção e cautela. Nos últimos meses de 2024, as incertezas locais e internacionais se ampliaram, resultando na elevação da estrutura a termo da taxa de juros e na depreciação da moeda brasileira. Para 2025, espera-se a reversão dessas incertezas, o que pode trazer reflexos positivos sobre a volatilidade nos mercados financeiros, embora seja

necessário manter um olhar atento às possíveis consequências de mudanças na política externa americana e ao processo de desaceleração da economia chinesa.

Já no Brasil, destacam-se as boas notícias sobre o crescimento econômico e o robusto mercado de trabalho. Ao mesmo tempo, a inflação acima da meta e a elevação das expectativas dos agentes de mercado têm imposto a necessidade de um ciclo de restrição monetária pelo Banco Central. No campo fiscal, o governo tem empreendido esforços para fortalecimento do arcabouço fiscal, zelando pela sustentabilidade da dívida pública.

O PAF 2025 é lançado neste contexto, considerando o desafio de promover ajustes na composição da dívida, com maior participação de títulos prefixados e atrelados a índices de preços, em detrimento dos títulos com juros flutuantes, além da busca pelo alongamento dos prazos. O Tesouro Nacional destaca, contudo, que as mudanças nessa composição são uma diretriz a ser alcançada de forma gradual, no médio prazo, sem exercer pressões desnecessárias sobre as condições de mercado. Além disso, para que o processo de melhoria da nota de crédito continue e os indicadores da DPF convirjam mais rapidamente para uma composição mais saudável de indexadores e prazos, é fundamental o aprofundamento das reformas econômicas e o fortalecimento do processo de consolidação fiscal.



1

Introdução

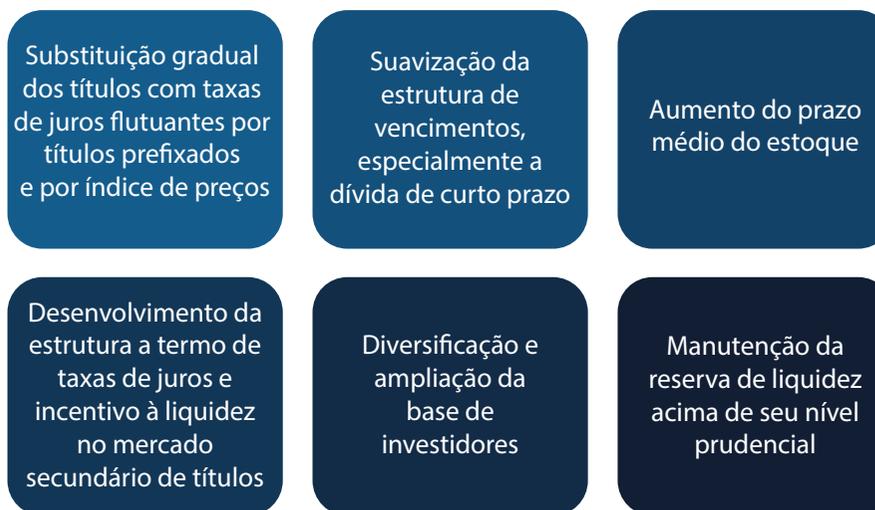
A publicação do Plano Anual de Financiamento (PAF) é uma ferramenta essencial para alinhar as expectativas dos agentes de mercado e da sociedade, apresentando “as diretrizes, a estratégia anual para as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal em mercado e os intervalos de referência para os principais indicadores desta dívida ao final do ano” conforme definido no inciso I do artigo 14, da Portaria STN/MF nº 559, de 5 de abril de 2024.

A estratégia de financiamento apresentada no PAF 2025 é orientada pelo objetivo da gestão da dívida, conforme definido no parágrafo único do artigo 2º da Portaria STN/MF nº 559:

“O objetivo da dívida pública federal é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do Governo Federal, ao menor custo no longo prazo, respeitando a manutenção de níveis prudentes de risco e, adicionalmente, buscando contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos.”

Além disso, o PAF 2025 adota um conjunto de diretrizes gerais, conforme ilustrado na Figura 1.

Figura 1. Diretrizes da Gestão da DPF



O conteúdo deste documento está estruturado em quatro seções, além desta introdução. A seção 2 apresenta um resumo dos cenários macroeconômicos e da necessidade de financiamento prevista neste PAF. Em seguida, a seção 3 descreve as linhas gerais da estratégia de emissão de títulos públicos para 2025. Os resultados esperados para os indicadores da DPF em 2025 são detalhados na seção 4, que aborda ainda os indicativos de médio prazo para a composição e a estrutura de vencimentos da DPF. Por fim, a seção 5 traz as considerações finais.

2

Cenários Macroeconômicos e necessidade de financiamento

2.1 Cenários macroeconômicos

O PAF 2025 foi elaborado considerando um cenário externo de fortalecimento do dólar e alta das curvas de juros, impulsionado pela vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais nos EUA. Embora não se espere recessão nos EUA, o ciclo de afrouxamento monetário deve se encerrar em 2027, com a taxa básica chegando a 3,0%. A economia chinesa deve manter um crescimento médio de 4%, sem desaceleração abrupta. O cenário também considera tensões geopolíticas e protecionismo econômico em escala moderada. Esses fatores, aliados ao dólar forte e juros externos elevados, podem pressionar preços e juros no Brasil.

No cenário doméstico, as expectativas para 2025 refletem o dinamismo econômico recente, sustentado por um mercado de trabalho robusto e pela implementação da reforma tributária do consumo. Contudo, a atividade acima do potencial e a depreciação da moeda nacional podem elevar a inflação, exigindo um ciclo de aperto monetário mais longo. A evolução da percepção fiscal é um fator decisivo para os desdobramentos desse cenário.

Os cenários alternativos consideram um ambiente externo mais turbulento, com desaceleração do crescimento dos EUA no curto prazo, exigindo cortes mais intensos nos juros em 2025 e 2026. A economia chinesa desaceleraria para um crescimento médio de 3,0%

em 2026 e 2027, além da persistência de tensões geopolíticas e aumento do protecionismo.

Em um cenário externo desafiador, a economia doméstica enfrentaria menor dinamismo e momentos de instabilidade, acompanhados pela deterioração de indicadores financeiros, como a taxa futura de juros e a taxa de câmbio. Esse contexto resultaria em maior pressão inflacionária e demandaria um aperto monetário mais intenso e uma taxa de juros neutra mais alta. Além disso, a percepção fiscal mais desfavorável por parte dos agentes de mercado poderia gerar impactos negativos nas variáveis financeiras.

Por outro lado, o PAF 2025 considera também um cenário doméstico otimista, marcado por impacto positivo no câmbio, melhores expectativas de inflação e menor necessidade de aperto monetário. A economia manteria forte crescimento, impulsionada pela reforma tributária do consumo e condições econômico-financeiras favoráveis.

Cenários extremos, embora relevantes para análises complementares, não são usados como base para a definição dos elementos centrais da estratégia de financiamento e dos limites do PAF 2025.

2.2 Necessidade de Financiamento em 2025

Em 2025, a necessidade líquida de financiamento do Governo Federal é estimada em R\$ 1.460,9 bilhões¹, conforme detalhado na Figura 2 e explicado no anexo metodológico. O principal fator é o vencimento da DPF, estimado em R\$ 1.453,7 bilhões.

Figura 2. Necessidade de financiamento em 2025 (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional e SOF

Dos vencimentos totais da DPF, R\$ 1.359,1 bilhões correspondem à dívida em mercado, enquanto R\$ 94,6 bilhões são encargos da carteira de títulos do Banco Central, que, por lei², não podem ser refinanciados. A maior parte refere-se à Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em poder do mercado (R\$ 1.299,5 bilhões), com predominância de títulos prefixados (44,3%), conforme o Quadro 1. As maiores concentrações de vencimentos ocorrem em janeiro e setembro (Figura 3). Do total, R\$ 1.126,2 bilhões (83%) correspondem ao principal, e R\$ 232,9 bilhões (17%) ao pagamento de juros.

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.

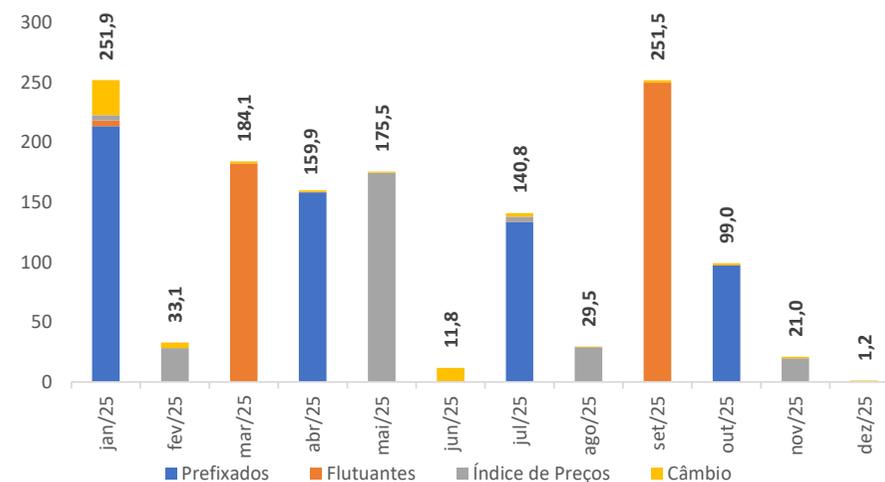
² Lei Complementar nº 101/2000, Art. 29.

Quadro 1. Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2025 (R\$ bilhões e % do total)

Rentabilidade	DPF		DPMFI		DPFe	
	R\$ bilhões	% do total	R\$ bilhões	% do total	R\$ bilhões	% do total
Prefixados	602,3	44,3%	601,8	46,3%	0,5	0,8%
Flutuantes	437,6	32,2%	437,6	33,7%	0,0	0,0%
Índice de Preços	259,5	19,1%	259,5	20,0%	0,0	0,0%
Câmbio	59,8	4,4%	0,6	0,0%	59,1	99,2%
Total	1.359,1	100,0%	1.299,5	100,0%	59,6	100,0%

Fonte: Tesouro Nacional

Figura 3. Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2025 (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional. Posição em 31/12/2024. Não inclui o efeito dos vencimentos de emissões de títulos que ocorrerão ao longo de 2025.

O orçamento de 2025 prevê R\$ 256,5 bilhões em recursos de emissões de títulos públicos para outras despesas orçamentárias, não relacionadas a vencimentos da DPF, sendo R\$ 167,2 bilhões destinados a Benefícios Previdenciários. Além disso, R\$ 245,0 bilhões dependem da aprovação de créditos suplementares pelo Congresso Nacional, em conformidade com a Regra de Ouro (art. 167, inciso III,

da Constituição Federal)³.

Como redutor da necessidade de financiamento, o orçamento de 2025 prevê R\$ 259,8 bilhões em receitas não provenientes de emissões de títulos públicos para o pagamento da DPF, conforme mostrado na Figura 2. Esses recursos incluem: (i) R\$ 93,8 bilhões em receitas vinculadas à DPF e (ii) R\$ 166,0 bilhões em fontes livres, sem vinculação específica.

A gestão da dívida conta com uma reserva de liquidez de R\$ 860,1 bilhões, suficiente para cobrir os próximos 6,2 meses de vencimentos da DPMFi e encargos da carteira do Banco Central. Como política, o Tesouro busca garantir que pelo menos 3 meses de vencimentos estejam disponíveis, o que tem se mostrado eficaz em períodos de maior volatilidade. A necessidade líquida de financiamento, portanto, não corresponde diretamente ao volume de emissões de títulos, já que o montante a ser emitido pode variar conforme as condições de mercado ao longo do ano.

³ Vide item “regra de ouro e despesas condicionadas”, no anexo metodológico, para mais detalhes.



3

Estratégia de financiamento

A estratégia de emissões de títulos públicos para 2025 visa atender à necessidade de financiamento e manter a reserva de liquidez adequada, alinhando-se aos objetivos da gestão da DPF (vide Seção 1) e às condições macroeconômicas e de mercado.

3.1 Dívida Interna

A estratégia de financiamento do Tesouro Nacional inclui a emissão de títulos prefixados (LTN, sem cupom de juros, e NTN-F, com cupons semestrais de juros), alinhados às diretrizes de mudança na composição da DPF, que visa aumentar a participação desses títulos no médio prazo. As LTN, com destaque no mercado secundário devido à sua liquidez, terão prazos de 6 a 72 meses, com vencimentos definidos em cronogramas trimestrais. As NTN-F serão emitidas com vencimentos em 2031 e 2035, representando prazos de 7 e 10 anos, respectivamente, contribuindo para o alongamento da dívida.

As NTN-B, com prazos mais longos, também seguem a diretriz de alongamento da DPF, afetando positivamente seus indicadores de prazo médio. Serão emitidas em 6 vértices, com vencimentos de 3 a 40 anos.

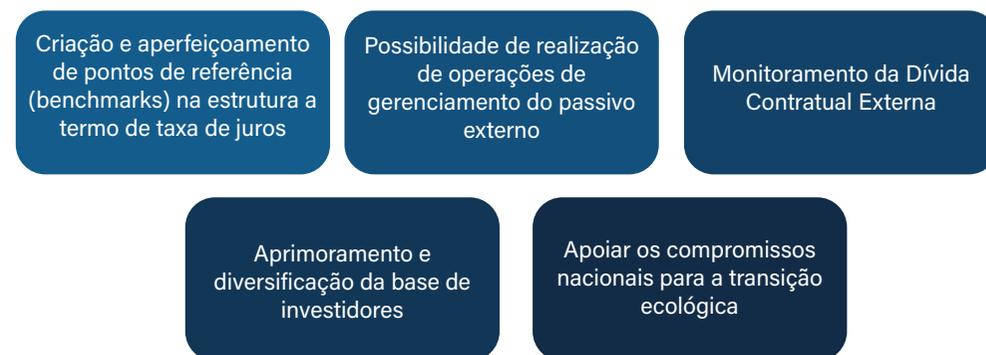
Já as LFT, com juros pós-fixados, permanecem essenciais no financiamento da DPF, especialmente em cenários de aversão a riscos, permitindo prazos médios mais elevados em comparação com a média dos prefixados.

Os leilões ocorrerão semanalmente: NTN-B e LFT às terças-feiras, e prefixados às quintas-feiras. Os vencimentos serão definidos no dia do leilão, conforme o cronograma de leilões a ser divulgado trimestralmente. O Tesouro Nacional poderá ajustar sua estratégia conforme as condições de mercado.

3.2 Dívida Externa

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

Figura 4. Diretrizes para a gestão da dívida externa



A estratégia para a DPFe prioriza a emissão de títulos de referência em dólares americanos (US\$), para manter uma curva de juros soberana eficiente, garantindo boa formação de preços e liquidez. Além de beneficiar as emissões da República, essa curva também é relevante para as captações das companhias brasileiras no mercado internacional, ampliando e diversificando a base de investidores no país.

O planejamento atual inclui a continuidade dessa abordagem, com a introdução de títulos sustentáveis⁴ como instrumentos adicionais para estabelecer *benchmarks* na curva de juros soberana. Complementarmente, o Tesouro Nacional poderá utilizar operações de gerenciamento do passivo externo para otimizar a eficiência da curva de juros.

⁴ Saiba mais a respeito dos títulos sustentáveis da República Federativa do Brasil em www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/titulos-sustentaveis.



4

Resultados esperados

4.1 A DPF no curto prazo (2025)

O Quadro 2 apresenta os resultados esperados para os indicadores da DPF ao final de 2025, destacando os limites indicativos para o valor nominal do estoque, sua composição e estrutura de vencimentos. Esses limites são baseados no cenário econômico e na necessidade de financiamento discutidos na seção 2, além da estratégia de financiamento detalhada na seção 3.

Quadro 2. Limites de Referência para a DPF em 2025

Indicadores	2024	Limites para 2025	
		Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)			
DPF	7.316,1	8.100,0	8.500,0
Composição (%)			
Prefixados	22,0	19,0	23,0
Índices de Preços	27,0	24,0	28,0
Taxa Flutuante	46,3	48,0	52,0
Câmbio	4,8	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos			
Vincendo em 12 meses (%)	17,9	16,0	20,0
Prazo Médio (anos)	4,0	3,8	4,2

Fonte: Tesouro Nacional

O intervalo projetado para o estoque da DPF ao final de 2025 leva em conta a apropriação dos juros, as expectativas para os indexadores dos títulos e o planejamento de emissões e resgates. O limite superior permite emissões superiores aos resgates, ou seja, um percentual de refinanciamento acima de 100% dos vencimentos do ano, conforme as condições de mercado sejam favoráveis a esse cenário, fortalecendo a reserva de liquidez.

O cenário central para 2025 indica uma queda na participação de títulos prefixados e indexados a preços, com aumento dos títulos de taxas flutuantes. No entanto, os limites estabelecidos permitem a elevação tanto de prefixados quanto de indexados, dependendo das condições de mercado.

A concentração de vencimentos no curto prazo deve permanecer próxima àquela registrada no final de 2024, com o cenário central apontando para 18% da DPF vencendo em 12 meses ao final de 2025. O prazo médio⁵ da dívida também se mantém estável, embora seja desejável estender sua maturidade no médio horizonte por meio do aumento das emissões de títulos de maior duração, como NTN-F e NTN-B, além das LTN de 48 e 72 meses.

⁵ Para fins de comparações internacionais, recomendamos utilizar o indicador de vida média da DPF. Vide anexo metodológico para esclarecimentos.

4.2 Composição ótima de longo prazo

As diretrizes para a composição e a estrutura de vencimentos da DPF (vide seção 1) se traduzem nas referências quantitativas da composição desejada para a DPF no longo prazo, ou *benchmark*, que se encontra no Quadro 3, considerando os indicadores de composição, prazo médio e concentração de vencimentos.

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

Indicador	Benchmark		Intervalo	
	Composição (%)	Prazo médio (Anos)	Composição (%)	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
% Vencendo em 12 meses	20		± 2,0	

Fonte: Tesouro Nacional

Ajustar a composição da DPF ao *benchmark* requer um aumento na participação de instrumentos prefixados e atrelados à inflação, ao mesmo tempo em que se reduz a fatia de títulos com juros flutuantes. Esse movimento, porém, deve ocorrer em um cenário que permita também o alongamento dos prazos, especialmente dos títulos prefixados.

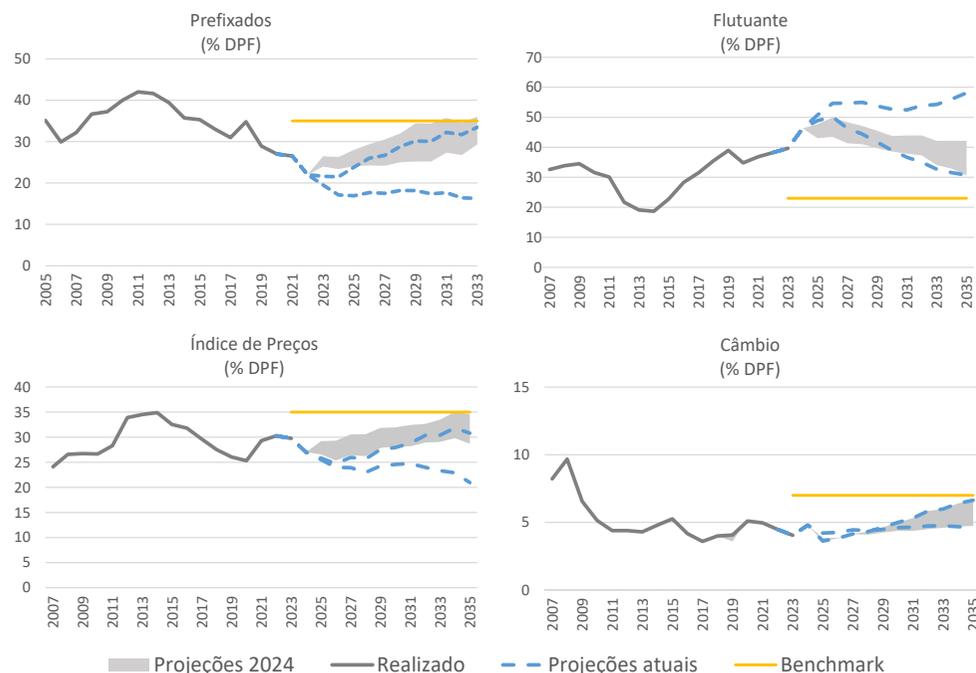
Nos últimos anos, a DPF registrou maior participação de títulos com juros flutuantes (especialmente as LFT), devido à aversão ao risco e à incerteza, particularmente frente a instrumentos prefixados ou atrelados à inflação com prazos longos. Neste cenário, as LFT têm como vantagem um prazo médio de emissões superior ao prazo médio do estoque da DPF, contribuindo para a dinâmica desse indicador e evitando aumentar a concentração de dívida no curto prazo.

O *benchmark* estabelece um prazo médio global de 5 anos para a DPF. O alongamento da DPF dos atuais 4 anos em direção a esse valor depende da extensão dos prazos de cada grupo de instrumentos na composição da dívida. Esse objetivo deve ser alcançado de forma gradual, sem gerar pressões nas condições financeiras para o financiamento da dívida. Além disso, o percentual vencendo em 12 meses desejado no *benchmark* é de 20% da DPF, patamar próximo aos valores atuais desse indicador.

4.3 Indicativos para a DPF no Médio Prazo

Esta seção descreve a convergência dos indicadores da DPF de curto prazo (Seção 4.1) para a composição de longo prazo (*benchmark*, Seção 4.2), projetando seu desenvolvimento nos próximos anos. As projeções até 2035 indicam um aumento na participação de dívida com juros flutuantes nos primeiros anos, especialmente em cenários mais conservadores. Essa tendência deve se reverter, contudo, de forma que ao final do período de simulação a composição da dívida se aproxime do *benchmark*, considerando indexadores e prazos, embora uma convergência plena não seja esperada. O aumento da participação das LFT em 2024, mais forte do que o projetado anteriormente, deve alongar o tempo necessário para atingir o *benchmark*.

Figura 5. Composição da DPF no médio prazo - % da DPF



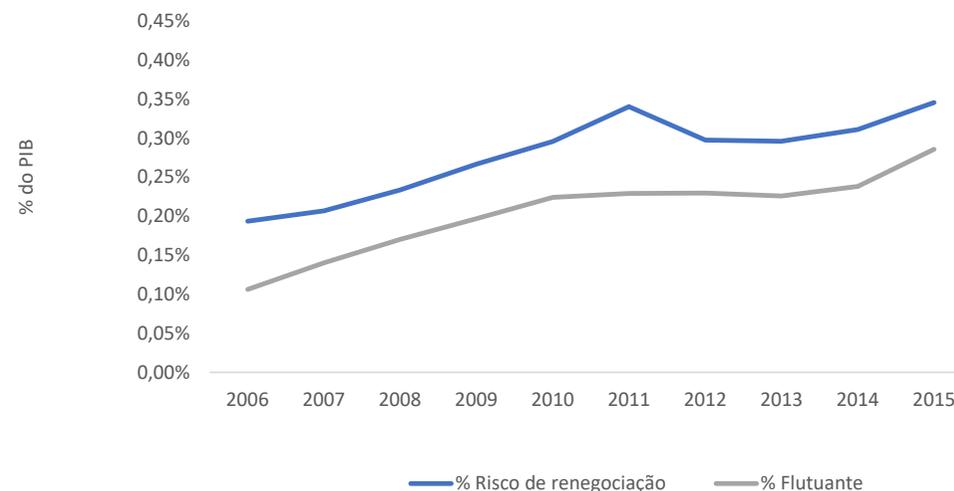
Fonte: Tesouro Nacional

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.

Uma maior participação de LFT no estoque da dívida aumenta a exposição a variações nas taxas de juros, como mostrado na Figura 6. Embora o percentual de dívida com juros flutuantes tenha elevado a sensibilidade aos juros nos últimos anos, alcançando o maior valor recente da série, ao considerar a sensibilidade com base no percentual de repactuação (que combina LFT e dívida de curto prazo), o aumento dessa sensibilidade é comparável aos níveis de 2020, quando houve emissão relevante de títulos prefixados de curto

prazo e menor participação de LFT. Isso indica que reduzir a parcela de flutuantes é desejável, mas só terá impacto na sensibilidade aos juros se for viável emitir mais títulos de maior prazo.

Figura 6. Sensibilidade da DPF/PIB a choques nos juros



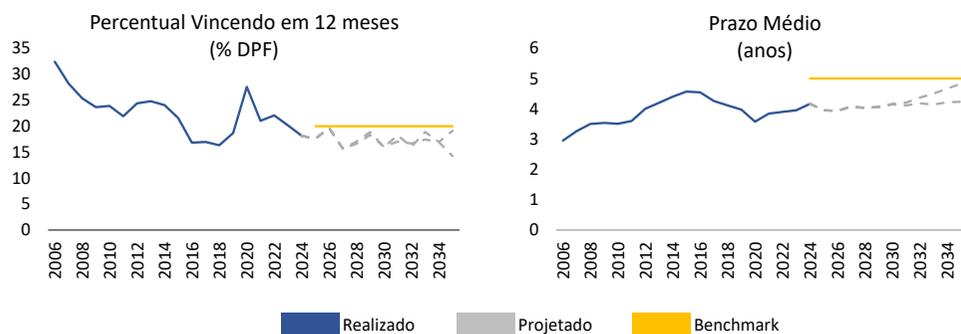
Fonte: Tesouro Nacional

Em contrapartida ao aumento percentual de títulos flutuantes observado recentemente, o prazo médio da DPF e a concentração de dívida de curto prazo têm sido mantidos em níveis favoráveis à gestão do risco de refinanciamento, que está diretamente relacionado à estrutura de vencimentos, além da manutenção de uma reserva de liquidez adequada. Vale ressaltar que a melhoria do perfil da dívida depende não apenas da composição por indexadores, mas também da suavização dos vencimentos.

As projeções na Figura 7 mostram que o percentual da DPF vincendo em 12 meses deve se manter estável em torno de 20% nos próximos anos, com pequenas variações refletindo a dinâmica de vencimentos concentrados em anos específicos. Adicionalmente, para mitigar o risco de refinanciamento o Tesouro Nacional mantém uma reserva de

liquidez elevada, com caixa equivalente a cerca de 7,3 % do PIB ao final de 2024, garantindo flexibilidade para efetuar as despesas da dívida e administrar momentos voláteis nos mercados financeiros, se necessário.

Figura 7. Indicadores da estrutura de vencimentos da DPF no médio prazo



Fonte: Tesouro Nacional

O prazo médio da DPF deve permanecer em torno de 4 anos nos próximos períodos, com possibilidade de alongamento ao final da trajetória, aproximando-se do *benchmark*. Isso depende da melhoria das condições macroeconômicas e fiscais, permitindo a emissão de mais títulos longos em vez de títulos curtos e LFT.

O principal desafio para elevar o prazo médio é o alongamento da carteira de prefixados, que deve atingir 3 anos, a partir de níveis abaixo de 2 anos. Espera-se também o aumento dos prazos dos outros instrumentos (flutuantes, indexados a índices de preços e cambiais), mas de forma compatível com os níveis históricos desses indicadores.

Em resumo, o principal desafio da estratégia de financiamento no médio prazo é superar as restrições de demanda por títulos mais longos, o que depende da percepção de risco fiscal dos investidores. Essa percepção está relacionada aos avanços na consolidação fiscal, essenciais para o Brasil alcançar o grau de investimento e atrair investidores não-residentes, que favorecem o alongamento da dívida. A mudança na composição da DPF em direção ao *benchmark* depende dessa melhora.





5

Considerações finais

O PAF 2025 foi construído com base em um cenário externo desafiador, caracterizado pela valorização do dólar e altas taxas de juros, e um cenário doméstico que reflete tanto otimismo quanto desafios, como os avanços na regulamentação da reforma tributária e seus benefícios para a dinâmica econômica e, por outro lado, a necessidade de conter pressões inflacionárias. A evolução da percepção fiscal é um fator decisivo para os desdobramentos dos cenários para a execução deste PAF.

O PAF é desenvolvido para atender às necessidades de financiamento do Governo Federal por meio de captações no mercado, seguindo diretrizes que visam melhorar a composição da dívida, reduzindo a exposição a juros flutuantes e aprimorando o perfil de vencimentos e prazos. No curto prazo, pode ser necessário optar por uma maior exposição a juros para manter uma estrutura de vencimentos mais saudável, o que tem ocorrido nos últimos anos. Reverter esse quadro deve ser um processo gradual nos próximos anos.

A convergência da composição e estrutura de vencimentos aos limites desejados no longo prazo depende de condições macrofiscais que favoreçam o crescimento econômico e a consolidação fiscal. Esses fatores são essenciais para o sucesso de uma estratégia de financiamento com maior ênfase na emissão de títulos prefixados e atrelados a índices de preços no mercado doméstico.



A nexos Metodológicos

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 superior a 100% dos vencimentos da dívida no período, 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 5,4 anos em dezembro de 2024, ante 4,0 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 indicado.

Regra de ouro e despesas condicionadas

De acordo com o art. 22 da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2025 (Lei nº 15.080, de 30 de dezembro de 2024), in verbis:

“Art. 22. O Projeto de Lei Orçamentária de 2025 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. 49, inclusive aquela relativa a operação de crédito já autorizada, disponibilizada por prévia alteração de fonte de recursos, sem prejuízo do disposto no art. 61.”

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 refinarciamentar 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.