

2024

Publicado em
04/02/2025

Secretaria do Tesouro Nacional
Ministério da Fazenda

RAD - Relatório Anual da Dívida

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

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
Aline de Medeiros Dantas
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
Eduardo Antonio Gomes Barbosa
Fabio dos Santos Barbosa
Fabrício Merola Leão Lima
Fausto Jose Araujo Vieira
Felipe Costa
Fernando Cesar de Oliveira Leite

Fernando Eurico de Paiva Garrido
Flávia Fontoura Valle May
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
Leandro Enrique Pereira Espino
Lucas Gurgel Leite
Luis Alberto Beckman Meirelles
Marcelo de Alencar Soares Viana
Marcelo Rocha Vitorino
Marcelo Rodrigues Calil
Marcia Fernanda de Oliveira Tapajos
Marcio Rodrigo Vieira de Araujo
Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal
Mariana Padrao de Lamonica Freire
Nathália Filgueiras de Almeida

Nucilene Lima de Freitas França
Paulo de Castro Brandão
Paulo de Oliveira Leitão 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 Morgado Barata
Raquel Lima Pereira de Araujo Leite*
Renato Lourenço Guedes
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

**Coordenação Técnica*

Dívida Pública Federal: Relatório Anual da Dívida 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 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: Relatório Anual da Dívida 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	Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2024	6
	1.1 Contexto Macroeconômico	6
	1.2 Mercado Financeiro em 2024	10
2	Cenários e Necessidade de Financiamento	12
	2.1 Necessidade de Financiamento	12
	2.2 Reserva de Liquidez	13
	2.3 Dívida Interna	15
	2.4 Dívida Externa	18
	2.5 Emissões Soberanas Sustentáveis	19
3	Resultados Alcançados	21
	3.1 Plano Anual de Financiamento 2024 e Principais Resultados	21
	3.2 Estoque da DPF	22
	3.3 Riscos da DPF	22
	3.4 Custo da Dívida Pública	27
	3.5 Base de Investidores da DPMFi	28
	3.6 Tesouro Direto	29
4	Garantias	31
5	Considerações Finais	35





Mensagem do Tesouro Nacional

É com satisfação que apresentamos aqui o Relatório Anual da Dívida (RAD) 2024. Neste documento, o Tesouro Nacional apresenta a evolução da gestão da Dívida Pública Federal (DPF) ao longo do ano, tendo em vista o que havia sido exposto no Plano Anual de Financiamento (PAF).

O ano de 2024 foi caracterizado por uma reversão das expectativas em relação ao cenário macroeconômico ao longo do segundo semestre. Na primeira parte do ano, havia a expectativa de queda das taxas de juros, tanto em nível nacional quanto em nível internacional e, neste ambiente mais benigno, o Tesouro Nacional aproveitou para realizar leilões maiores do que o projetado inicialmente pelo PAF, reforçando a reserva de liquidez da dívida.

No segundo semestre, quando houve a conjunção da reversão da trajetória de queda da taxa de juros em nível local e o aumento das incertezas no cenário nacional e internacional, foi percebida uma redução da demanda pelos títulos públicos. Desse modo, adicionado a maior busca por títulos com taxas flutuantes, observada já no primeiro semestre, foi divulgado em setembro uma revisão do PAF 2024, com uma alteração nos limites de referência para maior participação de títulos com juros flutuantes, em detrimento dos títulos indexados à inflação e com taxas prefixadas.

Nos meses seguintes, a gestão da dívida foi aderente às expectativas da revisão do PAF 2024 anunciada em setembro, com todos os seus indicadores tendo concluído o ano dentro dos novos limites de referência. Estamos atentos a esse aumento da participação de títulos remunerados a juros flutuantes, próximo ao limite superior, que, ao mesmo tempo que torna a dívida mais suscetível a choques nas taxas de juros, contribui para o alongamento dos prazos de vencimento. Também importante ressaltar que o Tesouro Nacional possui uma reserva de liquidez de cerca de R\$ 860,1 bilhões, confortavelmente acima do limite prudencial.

Este ano foi importante em termos da estratégia de emissão externa, com o Tesouro Nacional emitindo US\$ 6,5 bilhões no mercado internacional. Este volume foi emitido em duas partes, primeiro em janeiro (US\$ 4,5 bilhões), em uma emissão *dual-tranche* e, em seguida, em junho (US\$ 2,0 bilhões), na emissão do segundo título público sustentável. Em relação aos títulos sustentáveis, este ano o Tesouro Nacional também publicou seu primeiro Relatório de Alocação e Impacto, refletindo o compromisso do País com a transparência e as boas práticas de mercado.

Destacam-se ainda em 2024, os movimentos positivos realizados pela agência de classificação de crédito Moody's, seguindo movimentações positivas da Fitch e da S&P em 2023. Após anos sem realizar nenhuma movimentação, a Moody's revisou no primeiro semestre a perspectiva da nota de crédito de estável para positiva e, no segundo semestre, houve a efetiva elevação da nota, de "Ba2" para "Ba1", com manutenção da perspectiva positiva, deixando o Brasil a um passo do grau de investimento.

No campo fiscal, ao final do ano, o Congresso Nacional aprovou pacote fiscal com impacto favorável à consolidação fiscal do país estimado em R\$ 70 bilhões no decorrer de dois anos. A continuidade da agenda de reformas econômicas, como a implementação da reforma tributária e medidas microeconômicas, somada às ações que garantam a sustentabilidade da dívida pública, proporcionarão a elevação do crescimento econômico, estabilidade dos preços e redução consistente da taxa de juros.

Avanços em agendas importantes para o processo de consolidação fiscal do país abrem um cenário favorável à gestão da dívida, permitindo ao Tesouro Nacional executar sua estratégia de financiamento em linha com as diretrizes de melhora na composição da DPF e alongamento de prazos já a partir de 2025.



1

Contexto Macroeconômico e financeiro em 2024

1.1 Contexto Macroeconômico

No cenário internacional, o ano de 2024 foi marcado pela manutenção de um nível de atividade resiliente nas principais economias desenvolvidas. Ao mesmo tempo, houve um atraso em relação ao início do ciclo de flexibilização monetária, que ocorreu somente no segundo semestre, em função da persistência inicial das taxas de inflação. O Fundo Monetário Internacional (FMI)¹ estima uma inflação global de 5,7% em 2024, comparado a 6,7% em 2023 e após atingir o pico de 8,6% em 2022. Quanto à atividade econômica, o Fundo estima que em 2024 o crescimento foi de 3,2%, similar à taxa de 3,3% em 2023. A intensificação de conflitos geopolíticos, tanto na Ucrânia quanto no Oriente Médio, também foi uma fonte de incertezas ao longo do ano.

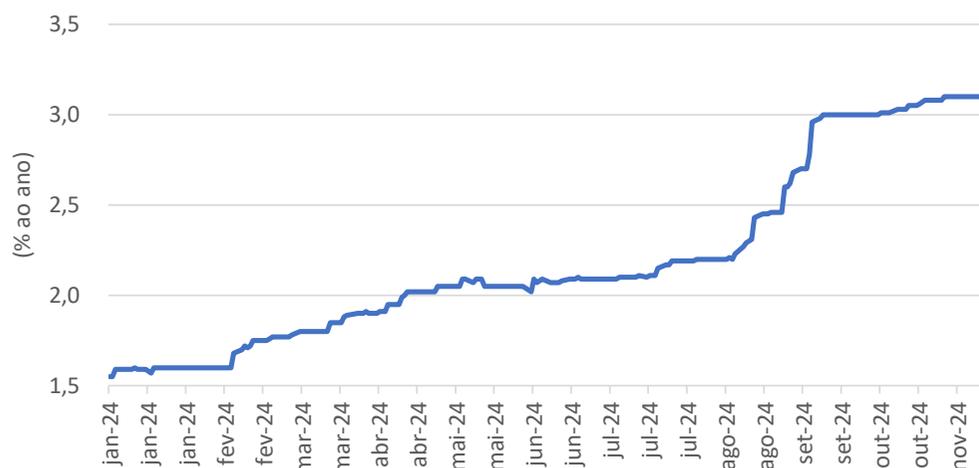
Nos Estados Unidos, os dados realizados de inflação permaneceram acima das expectativas de mercado até meados de 2024, de modo que o Federal Reserve (FED) iniciou seu ciclo de relaxamento monetário somente em setembro, seguido por mais duas reduções subsequentes até o final do ano. Ao longo de 2024, o bom crescimento econômico foi mantido pelo forte consumo das famílias e pelo mercado de trabalho resiliente. Na Zona do Euro, os dados de inflação e atividade

indicaram maior moderação, se comparado aos dados dos EUA, de forma que o Banco Central Europeu (BCE) pôde iniciar seu ciclo de relaxamento monetário já em junho. Quanto à economia chinesa, esta tem se ajustado a um patamar mais moderado de crescimento, após três décadas de crescimento médio de 9,0% a.a.. Para 2024, o FMI espera um crescimento de cerca de 4,8%, comparado a 5,2% a.a. em 2023, ainda relacionado à prolongada desaceleração no setor imobiliário iniciada em 2022.

No Brasil, ao final de 2023, as estimativas do mercado apontavam para um crescimento do PIB próximo a 1,5% a.a. em 2024, conforme Figura 1. No entanto, a atividade econômica mostrou forte crescimento nos três primeiros trimestres do ano, impulsionada principalmente pela demanda doméstica. Destacou-se o expressivo aumento no consumo das famílias, reflexo de um mercado de trabalho sólido, de modo que o crescimento econômico de 2024 mostrará uma composição muito diferente da observada em 2023, quando uma parcela relevante do crescimento foi relacionada à agropecuária e à indústria extrativa, que são setores exportadores. Dessa forma, pelo terceiro ano consecutivo, a economia brasileira vai crescer a uma taxa próxima a 3,0%.

¹ [World Economic Outlook Update, janeiro/2025](#)

Figura 1 – Mediana das expectativas de crescimento do PIB em 2024 (% ao ano) de acordo com o Focus*



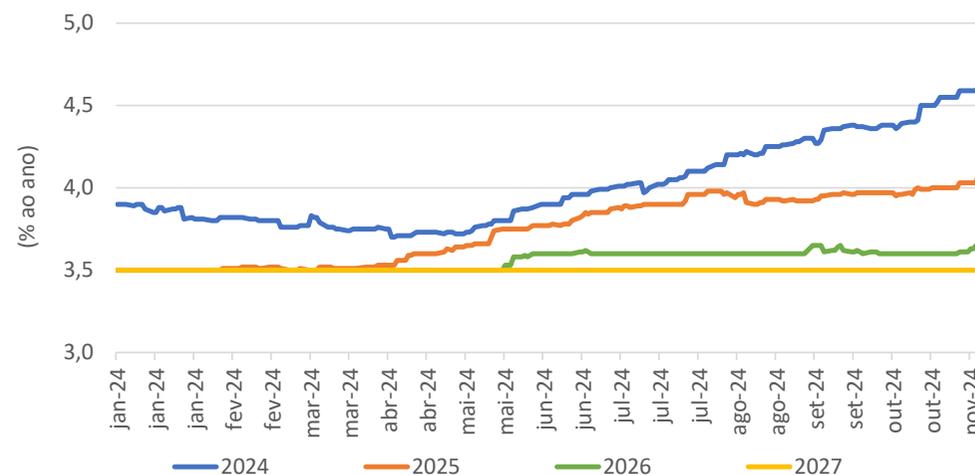
Fonte: Banco Central (Relatório Focus)

A atividade econômica aquecida, refletida também nas estimativas positivas do hiato do produto calculado pelo Banco Central² e nas condições restritas do mercado de trabalho, influenciou a taxa de inflação, que registrou variações de preços acima da meta ao longo do ano. A variação da inflação ao consumidor, IPCA, acumulada em 12 meses teve no primeiro semestre um processo de desinflação, com desaceleração da variação dos núcleos. No entanto, a partir de meados de 2024, a inflação acelerou com pressão dos preços livres, principalmente no grupo de alimentação e bebidas. O IPCA acumulado em 12 meses, que em abril chegou a desacelerar para 3,7%, *terminou* 2024 em 4,83%, superando a meta de inflação e a banda de tolerância. Além da própria atividade econômica aquecida, outros fatores que influenciaram a inflação resiliente foram o preço das commodities, que no início de 2024 contribuíra para desinflação, e o aumento da incerteza local e internacional, que refletiu na

² Relatório Trimestral de Inflação – setembro/2024

depreciação cambial. Quanto às expectativas de inflação, captadas pela pesquisa Focus do Banco Central, houve deterioração destas ao longo do ano, conforme Figura 2. A elevação das expectativas ocorreu para os diversos horizontes de previsão, aumentando a diferença do IPCA esperado nos anos de 2024 a 2027 em relação à meta definido pelo Comitê de Política Monetária (CMN).

Figura 2 - Evolução das projeções de mercado para a Inflação fim de período



Fonte: Banco Central (Relatório Focus)

Em resposta à elevação das expectativas, à resiliência da inflação e o aumento das incertezas, o Comitê de Política Monetária (Copom) interrompeu os cortes da taxa Selic e iniciou novo ciclo de alta da taxa básica em setembro, levando a Selic a finalizar 2024 em 12,25%, em contraposição ao patamar de 10,5% ao final do mês de agosto.

O cenário fiscal de 2024 é caracterizado por um processo de ajuste fiscal com redução do déficit primário do Governo Central. Já no 1º Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas, observou-se redução nas projeções de receitas líquidas, especialmente devido à revisão de impostos, concessões e exploração de recursos naturais. A queda foi compensada por ajustes em outras fontes de receita. As despesas

aumentaram ao longo do ano, com destaque para os benefícios previdenciários, de prestação continuada e extraordinários, como os destinados à calamidade no Rio Grande do Sul. Em abril, as revisões de despesas e receitas levaram à alteração da meta do resultado primário para os próximos anos.

Ainda no campo fiscal, em dezembro, o Congresso Nacional aprovou as medidas de fortalecimento da regra fiscal, por meio da Emenda Constitucional nº 135, de 20 de dezembro de 2024, da Lei Complementar nº 211, de 30 de dezembro de 2024, e da Lei Ordinária nº 15.077, de 27 de dezembro de 2024. Essas medidas possuem impacto favorável ao processo de consolidação fiscal do país estimado em, aproximadamente, R\$ 70 bilhões em 2025 e 2026.

Por sua vez, as contas externas seguiram refletindo uma situação confortável do balanço de pagamentos. A balança comercial seguiu com a boa performance do ano passado, em que pese a aceleração das importações. Além disso, os ingressos de investimentos estrangeiros diretos no país (IDP) permaneceram significativos, mais que compensando os déficits em conta corrente, e as reservas internacionais permaneceram em níveis elevados (finalizando o ano em US\$ 330 bilhões).

Por fim, destaque para a revisão do risco soberano pela agência de rating Moody`s, que elevou a nota de crédito do Brasil de Ba2 para Ba1, com perspectiva positiva, conforme visto no Box 1. A sustentabilidade fiscal segue se apresentando como elemento crítico para a obtenção do grau de investimento, que contribui para a melhora da percepção de risco e para a redução do custo da DPF, com consequente melhora do ambiente de emissão de títulos pelo Tesouro.

Box 1. Evolução das Classificações de Crédito do Brasil: Análise das Melhoras em 2023 e 2024

Nos anos de 2023 e 2024, o Brasil recebeu uma série de atualizações positivas em sua classificação de crédito por parte das principais agências de rating, refletindo avanços nas perspectivas *econômicas* do país, impulsionados por importantes reformas estruturais.

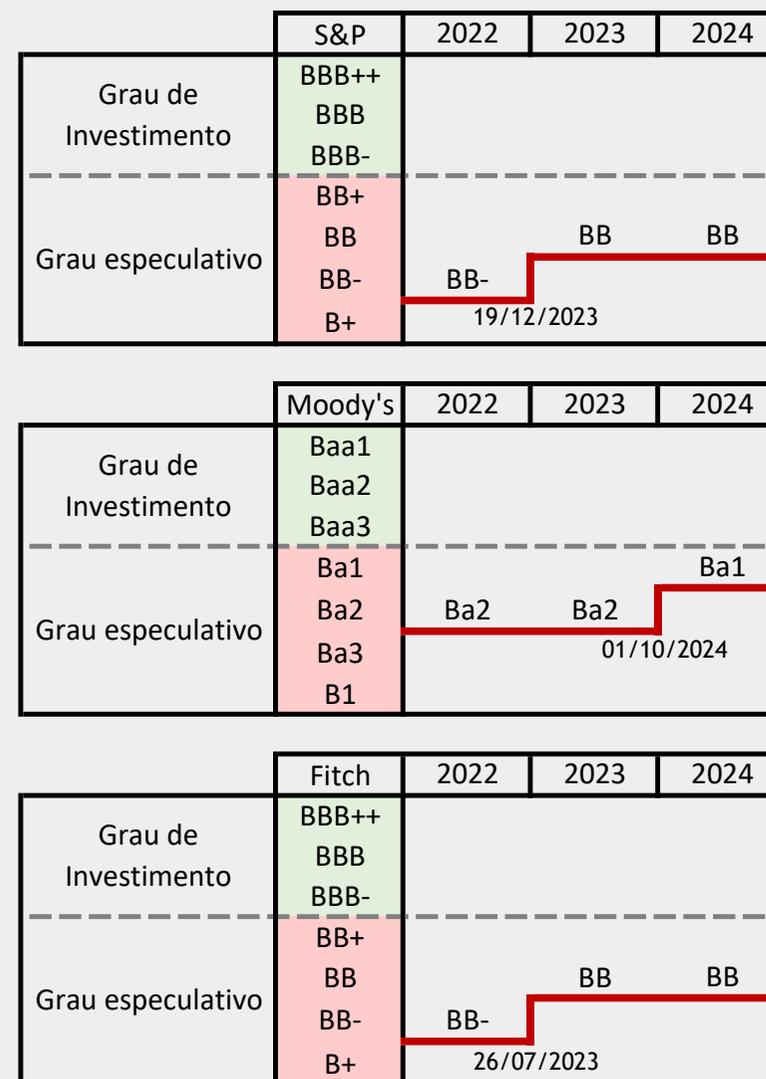
A agência Fitch elevou a nota de crédito soberano do Brasil de “BB-” para “BB”, com perspectiva estável, em julho de 2023. Essa decisão destacou os esforços do governo na consolidação fiscal e na implementação de uma agenda de reformas econômicas. A Fitch reconheceu o impacto positivo da Reforma Tributária, que busca simplificar o sistema fiscal, promover ganhos de produtividade a longo prazo e contribuir para a estabilização da dívida em relação ao PIB. Em setembro de 2024, a agência também revisou para cima sua previsão de crescimento real do PIB do Brasil para 2024, de 1,7% para 2,8%. A agência destacou a resiliência da economia brasileira, mesmo diante de choques sucessivos nos últimos anos, sustentada por reservas internacionais robustas e uma composição de dívida majoritariamente em moeda local.

A agência S&P primeiramente revisou a perspectiva da nota de crédito do Brasil, de estável para positiva, em junho de 2023. Em seguida, em dezembro de 2023, elevou a nota de “BB-” para “BB”, com perspectiva estável, patamar que tem permanecido desde então. Essa elevação reflete avanços importantes, como a aprovação da Reforma Tributária e um histórico consistente de reformas estruturais desde 2016, como a autonomia do Banco Central e melhorias nas políticas trabalhistas e previdenciárias. A S&P destacou a posição externa sólida do país, sustentada pela alta produção de commodities, baixo endividamento externo e uma política monetária confiável.

Por fim, em abril de 2024, a Moody's revisou a perspectiva da nota de crédito do Brasil de estável para positiva e, em outubro de 2024, elevou a nota de crédito soberano do Brasil de "Ba2" para "Ba1", com perspectiva positiva, aproximando o país do grau de investimento. A agência mencionou o crescimento robusto do PIB e a relevância das reformas fiscais e econômicas recentes, com ênfase no compromisso com a estabilidade fiscal e na trajetória de dívida em relação ao PIB. A Moody's também apontou a importância da Reforma Tributária e da agenda de transição energética como fatores-chave para atrair investimentos e fomentar o crescimento sustentável.

Essas elevações no *rating* do Brasil indicam que as principais agências de classificação de risco avaliam positivamente as medidas que estão sendo tomadas, principalmente em relação a continuidade das reformas estruturais. Essas mudanças permitem a melhora da produtividade da economia e maior resiliência da atividade econômica. Adicionalmente, ações de consolidação fiscal como medidas de aumento da arrecadação, racionalização dos gastos e o estabelecimento do Regime Fiscal Sustentável conforme Lei Complementar nº 200, de 30 de agosto de 2023. Ao alinhar crescimento econômico com responsabilidade fiscal, o Brasil não apenas atrai mais investimentos, mas também se posiciona de forma mais sólida e competitiva no cenário global. A continuidade dessas políticas será essencial para garantir que o país mantenha essa tendência ascendente, permitindo melhora na nota de crédito do país.

Figura 3 - Classificação de risco de crédito do Brasil

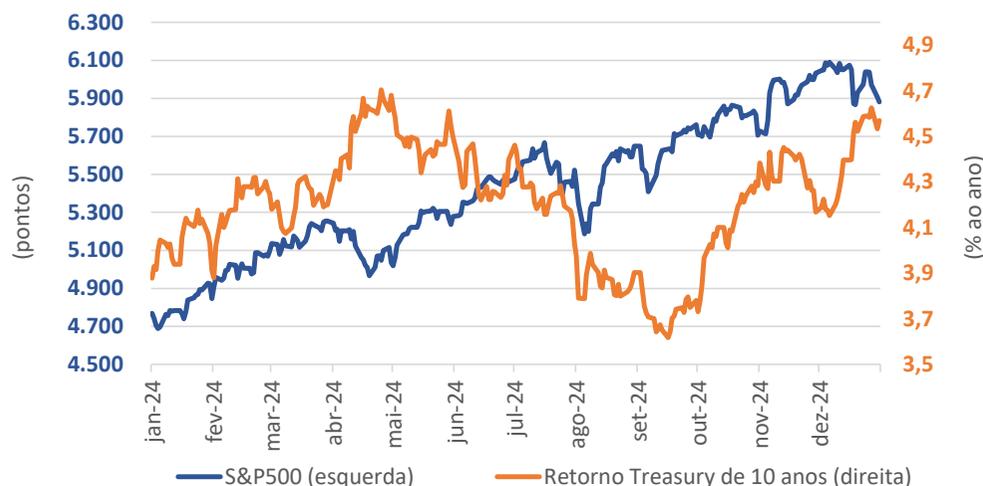


Fonte: S&P, Moody's e Fitch

1.2 Mercado Financeiro em 2024

Apoiadas pela resiliência da atividade econômica norte-americana, as bolsas internacionais alcançaram máximas históricas em 2024. Entretanto, o temor de um quadro inflacionário mais persistente no começo do ano trouxe volatilidade aos títulos do Tesouro norte-americano e manteve as taxas de juros pressionadas. Ao longo do segundo semestre de 2024, o resultado das eleições presidenciais dos Estados Unidos (EUA), em novembro, e a perspectiva de expansão fiscal sob a nova administração de Donald Trump amplificaram a volatilidade no mercado de renda fixa, com a Treasury de 10 anos voltando a se aproximar das máximas após cair substancialmente no início do segundo semestre.

Figura 4 - Bolsa e título norte-americano no ano

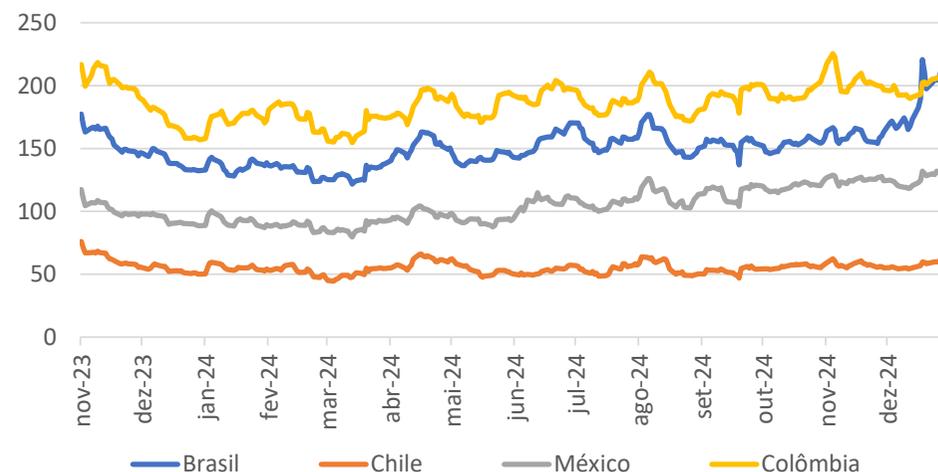


Fonte: Bloomberg

O cenário internacional trouxe ainda incertezas relacionadas aos conflitos geopolíticos no Oriente Médio e na Ucrânia e aos seus impactos, sobretudo no preço do petróleo. A eleição no México também provocou questionamentos quanto ao plano econômico do novo governo eleito, adicionando ruídos em especial, para economias

emergentes, que tiveram um desempenho misto ao longo do ano, com os indicadores de risco oscilando dentro de uma margem limitada de forma geral. No final do ano, entretanto a discussão sobre a implementação de barreiras protecionistas nos EUA elevou a percepção de risco. O CDS brasileiro terminou 2024 em patamar próximo a 215 bps, acima do ano anterior.

Figura 5 - Credit Default Swap (CDS) 5 anos - países selecionados (pontos-base)

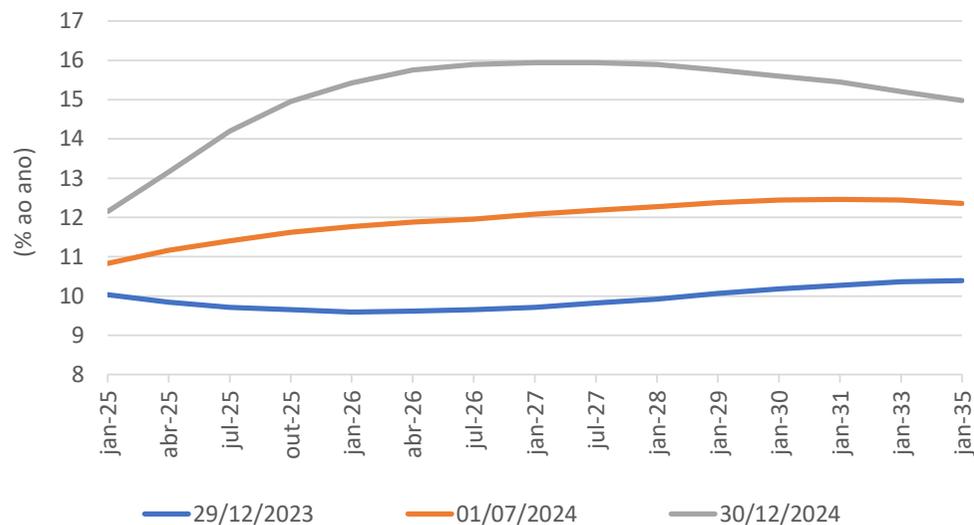


Fonte: Bloomberg

No campo doméstico, fatores internos amplificaram a volatilidade externa sobre os juros e o câmbio. Internamente, os ativos financeiros refletiram expectativas em relação à condução da política econômica, diante de um cenário de inflação persistente e de despesas elevadas, agravado pelo enfrentamento da calamidade decorrente de enchentes no Rio Grande do Sul. Em particular, durante o ano, houve movimento de reversão das expectativas quanto à trajetória futura dos juros. No início do ano, o Brasil apresentava um ciclo de

afrouxamento monetário iniciado pelo Banco Central do Brasil (BCB) em agosto de 2023. Contudo, uma série de surpresas altistas tanto no campo inflacionário quanto, em menor grau, no campo da atividade econômica se deram logo nos primeiros meses do ano, fazendo com que a autoridade monetária fosse paulatinamente adaptando seus discursos. Enquanto isso, no cenário externo, as autoridades norte-americanas, motivadas por uma economia mais resiliente que a esperada, sinalizaram sucessivas postergações do início de corte de juros nos EUA. Diante desse cenário, os agentes de mercado passaram a projetar uma antecipação do fim do ciclo monetário expansionista por parte do BCB e, posteriormente, a prever um novo ciclo de alta de juros, que se concretizou na reunião de setembro do Copom, cujo comunicado ressaltou a necessidade de manter a política monetária contracionista até que se consolide o processo de convergência da inflação à meta.

Figura 6 - Curva de juros futuros



Fonte: Bloomberg

Nesse contexto, o apetite do mercado por títulos públicos foi maior no primeiro semestre do ano, quando a taxa básica de juros se encontrava em trajetória de queda. Isso permitiu que o Tesouro Nacional emitisse um volume maior de títulos, em especial de títulos prefixados. De fato, mais de 43% das emissões de prefixados no ano se concentraram no primeiro trimestre. Não obstante esse comportamento, a demanda por títulos pós fixados, com destaque para a LFT, manteve-se forte ao longo do ano todo, em particular devido ao elevado grau de incerteza em relação à conjuntura econômica.

Com a proximidade do final do ano, contudo, a percepção de risco por parte dos agentes aumentou, gerando elevação da curva de juros. Nesse momento, o Tesouro realizou atuações extraordinárias pontuais, bem como implementou ajustes na estratégia de emissão de títulos públicos. Para isso, o Tesouro se valeu da gestão prudente das reservas de liquidez, que proporcionou a segurança e a flexibilidade suficientes para atender às necessidades de financiamento do Governo e, concomitantemente, zelar pelo bom funcionamento do mercado.

2

Estratégia de financiamento em 2024

A estratégia do PAF 2024 foi elaborada com base na melhora das perspectivas para a economia brasileira, como resultado do novo arcabouço fiscal, a tramitação da reforma tributária e outras medidas. Corroborando o panorama inicial, os primeiros meses do ano foram marcados por leilões de títulos públicos em volumes superiores aos estabelecidos no PAF, tendência que foi revertida a partir de meados do ano, devido ao aumento das incertezas internacionais e locais. As condições econômicas levaram a emissões menores nos meses seguintes e se agravaram no mês de dezembro, quando houve elevação adicional da incerteza e suspensão de leilões tradicionais e a realização de leilões extraordinários de compra e venda, assegurando o bom funcionamento do mercado de títulos públicos.

O ano foi caracterizado por uma demanda robusta por LFT, especialmente nos primeiros meses do ano, com destaque para as emissões do *benchmark* de 6 anos, que contribuíram para o alongamento da dívida. Na segunda parte do ano, observou-se maior cautela por parte dos agentes econômicos, em reflexo a um cenário mais desafiador. Em setembro, os limites de referência do PAF foram revisados com o objetivo de ajustar um aumento na participação de LFT na composição da DPF. Essa revisão reflete o maior apetite por esses títulos observado ao longo do ano, alinhando a estratégia de gestão da dívida às condições do mercado.

2.1 Necessidade Líquida 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. Assim, a necessidade líquida indica o montante de recursos captados junto ao setor privado utilizado para fazer frente as despesas supracitadas.

Em 2024, a necessidade líquida de financiamento do Tesouro Nacional alcançou R\$ 1.347,1 bilhões, valor R\$ 80,3 bilhões abaixo da previsão do Plano Anual de Financiamento (PAF) 2024, conforme mostra a Figura 7.

Figura 7 - Necessidade líquida de financiamento do Tesouro Nacional (R\$ bilhões)

	Realizado 2024	Projeção PAF	Diferença
Vencimentos da DPF	1.552,4	1.462,5	90,0
Dívida Externa	26,4	23,2	
Dívida Interna em Mercado	1.432,3	1.337,8	
Encargos do Banco Central*	93,7	101,4	
+ Despesas Orçamentárias (exceto Dívida)	112,3	214,2	-101,9
+ Honra de Garantias	11,5	13,1	-1,6
= Recursos Orçamentários	329,1	262,4	66,7
Fontes Livres	4,4	179,7	
Fontes Exclusivas	324,7	82,6	
= Necessidade Líquida de Financiamento	1.347,1	1.427,4	-80,3

*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

Os vencimentos da DPF realizados em 2024 totalizaram R\$ 1.552,4 bilhões, superando em R\$ 90,0 bilhões os valores projetados. Os principais fatores que explicam esse resultado são: emissão de títulos que possuíam fluxo de pagamento no próprio exercício (R\$ 47,04 bilhões) e os resgates antecipados do Programa Tesouro Direto (R\$ 36,9 bilhões).

As despesas orçamentárias (exceto dívida) realizadas com recursos de emissões de títulos da dívida (R\$ 112,3 bilhões) ficaram R\$ 101,9 bilhões abaixo do previsto na Lei Orçamentária Anual (LOA) 2024 (R\$ 214,2 bilhões). Após a apuração do superávit financeiro do exercício anterior, foi possível efetuar remanejamento de fontes de recursos (R\$ 179,7 bilhões), diminuindo a necessidade de utilização de fontes de emissão de dívida nessas despesas. Na direção contrária, ao longo do ano, houve elevação dos valores pagos de benefícios previdenciários (R\$ 75,9 bilhões) e de precatórios (R\$ 4,4 bilhões), além de pagamentos associados a Restos a Pagar (R\$ 20,3 bilhões), com receitas de emissões de títulos.

Por fim, as honras de garantias, que são mais bem detalhadas na seção 4 deste RAD, tiveram valor total R\$ 1,6 bilhão 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 n.º 194.

Quanto às receitas, os recursos não oriundos de operações de crédito e utilizados nos pagamentos da dívida (R\$ 329,1 bilhões) ficaram R\$ 66,7 bilhões acima do previsto inicialmente, sendo R\$ 263,9 bilhões correspondentes ao superávit financeiro de 2023 (dos quais R\$ 2,3 bilhões em fontes livres) e R\$ 65,2 bilhões em ingressos do exercício de 2024 (dos quais R\$ 2,1 bilhões em fontes livres).

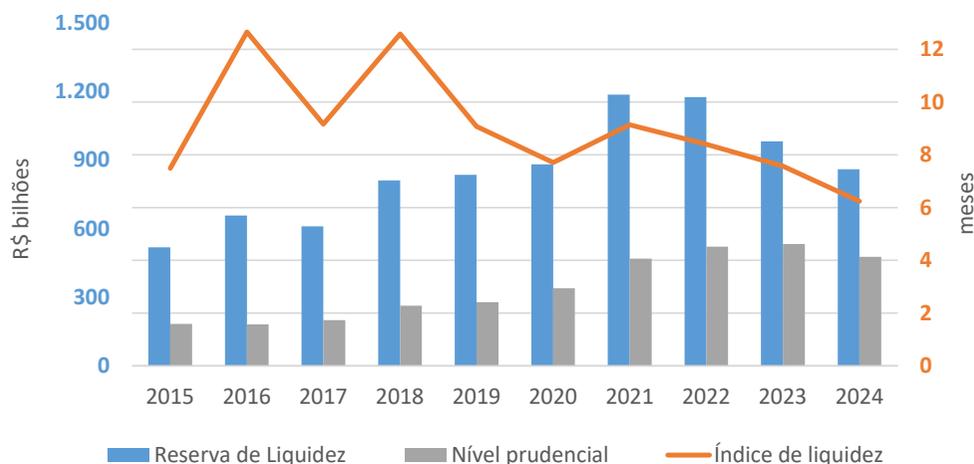
2.2 Reserva de Liquidez

A reserva de liquidez da Dívida Pública Federal refere-se ao montante disponível na Conta Única do Tesouro oriundo de fontes de emissão

de títulos públicos (443 e 444), de fontes exclusivas para pagamento da dívida (400 e 401), e ainda de fontes não exclusivas destinadas para o pagamento da dívida. A reserva de liquidez, também chamada de colchão da dívida, é uma ferramenta essencial para mitigar o risco de refinanciamento, tema que será explorado na seção 3.2 Riscos da DPF. Ao longo do ano, a robustez do caixa da dívida desempenhou um importante papel, proporcionando flexibilidade ao Tesouro Nacional para cobrir vencimentos em momentos de incerteza e para suavizar sua atuação no mercado de títulos públicos em circunstâncias de volatilidade.

A reserva de liquidez atingiu R\$ 860,1 bilhões, equivalente a cerca de 6,2 meses de vencimentos da dívida em mercado e juros no BCB (Figura 8), em dezembro 2024. 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, em sua gestão de riscos, patamar que historicamente se mostrou suficiente para administrar períodos de maior incerteza, preservando a estabilidade do mercado financeiro.

Figura 8 - Evolução da reserva de liquidez da Dívida Pública e meses de cobertura da DPMFi – Posição em dezembro de cada exercício



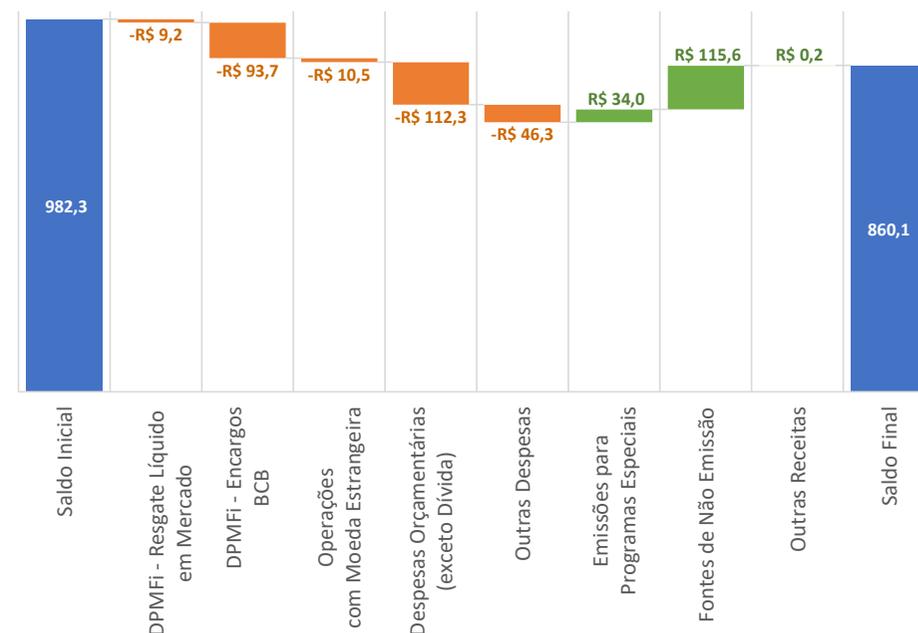
Fonte: Tesouro Nacional

A variação na reserva de liquidez em 2024 reflete os fluxos de despesas e receitas que afetaram o caixa da União, conforme a Figura 9 abaixo.

Durante o ano, o resgate líquido da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em mercado totalizou R\$ 9,2 bilhões, enquanto os encargos sobre vencimentos na carteira de títulos do BCB somaram R\$ 93,7 bilhões. Operações com moeda estrangeira registraram uma variação negativa na reserva de liquidez de R\$ 10,5 bilhões. Despesas orçamentárias externas à dívida utilizaram R\$ 112,3 bilhões da reserva de liquidez. Finalmente, outras despesas com dívida, incluindo pagamentos de garantias e despesas com o Fundo de Compensação de Variações Salarias, representaram R\$ 46,3 bilhões.

Entre as fontes não oriundas da emissão de títulos (R\$ 115,6 bilhões), destacamos o ingresso de retorno de crédito de entes subnacionais (R\$ 33,6 bilhões) e o recebimento de crédito de bancos públicos e de dividendos (R\$ 77,4 bilhões). Houve ainda a entrada de R\$ 4,4 bilhões de fontes livres, oriundas de arrecadação, e mais R\$ 0,2 bilhões de desembolsos em operações de crédito externas.

Figura 9- Fatores de Variação da Reserva de Liquidez em 2024 - R\$ bilhões



Fonte: Tesouro Nacional

A Tabela 1 abaixo mostra a composição da reserva de liquidez por fontes de recursos ao final do exercício de 2023 e sua variação ao longo de 2024. Por definição, essa reserva é composta apenas por receitas oriundas da emissão de títulos e de fontes exclusivas da dívida, mas pode eventualmente receber recursos de fontes livres, desde que sejam utilizados para o pagamento da dívida.

Tabela 1: Variação da reserva de liquidez por fontes em 2024 - em R\$ bilhões

Fonte	Origem dos Recursos	Saldo Inicial	Receita	Despesa	Saldo Final
400	Retorno de crédito de entes subnacionais e Resultado do BCB	116,5	33,6	-57,3	92,8
401	Retorno de crédito de bancos públicos e Dividendos	225,8	77,4	-267,5	35,7
443/444	Emissão de Títulos	635,1	1.904,0	-1.807,4	731,6
448	Desembolsos em Operações de Crédito Externas	4,9	0,2	-5,2	0,0
000	Fontes Livres	0,0	4,4	-4,4	0,0
Total		982,3	2.019,6	-2.141,8	860,1

* 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

2.3 Dívida Interna

A estratégia de emissões do Tesouro Nacional concentra-se principalmente no mercado doméstico, que representou 97,6% das captações da DPF em 2024, buscando atender às necessidades de financiamento e manter a reserva de liquidez em níveis adequados. O financiamento incluiu a emissão de títulos prefixados (LTN, sem cupom de juros, e NTN-F, com cupons semestrais), títulos remunerados por índices de preços (NTN-B) e títulos indexados à taxa Selic (LFT), com as LFT tendo a maior participação no refinanciamento da DPF no ano.

Nos leilões de títulos em 2024, as emissões de prefixados incorporaram um novo vencimento de 72 meses para as LTN, passando a contar com

cinco opções de prazo: curto prazo (6 e 12 meses), médio prazo (24 e 48 meses) e longo prazo (72 meses). Ao passo que, para as Notas do Tesouro Nacional - Série F (NTN-F), houve o alongamento do vértice mais curto, de 6 para 7 anos, evitando sobreposição com o prazo mais longo das LTN. Assim, a estrutura de *benchmarks* das NTN-F foi ajustada para 7 e 10 anos.

Os títulos indexados a índices de preços (NTN-B) continuaram sendo ofertados em 6 maturidades distintas, porém com ajustes na estrutura de benchmarks, com a retirada do vencimento de 15 anos e inclusão do vértice de 7 anos. Os leilões semanais mantiveram a alternância, com uma semana dedicada às referências de 3, 7 e 25 anos (vencimentos em maio de 2027, agosto de 2032 e maio de 2045) e outra às referências de 5, 10 e 40 anos (vencimentos em maio de 2029, maio de 2035 e agosto de 2060).

Nas emissões de LFT, permaneceu a estrutura de dois vértices de referência, um com prazo mais curto, de três anos, e outro mais longo, representando o benchmark de seis anos. A LFT de três anos foi negociada com vencimento em março de 2027 ao longo do primeiro semestre de 2024 e, com vencimento em setembro de 2027, no decorrer do segundo semestre. Já a LFT de seis anos, foi ofertada para um vencimento diferente a cada trimestre do ano: março, junho, setembro e dezembro de 2030.

Os títulos foram ofertados semanalmente por meio de leilões tradicionais de venda. No refinanciamento da DPF, não ocorreram leilões de troca ou rolagem antecipada. No entanto, devido à volatilidade acentuada no mercado de juros em dezembro, o Tesouro Nacional cancelou o leilão de títulos prefixados previsto para 19 de dezembro e realizou leilões de compra e venda nos dias 18, 19 e 20. Essa ação extraordinária é detalhada no Box 2.

Box 2. Atuações Extraordinária do Tesouro Nacional: Dezembro de 2024

O Tesouro Nacional monitora continuamente as condições do mercado financeiro, zelando pelo funcionamento eficiente do mercado secundário de títulos públicos e outros correlatos. Em dezembro de 2024, diante da elevação da volatilidade de mercado, o Tesouro Nacional implementou ajustes na estratégia de emissão de títulos públicos, bem como realizou leilões extraordinários de compra e venda entre os dias 18 e 20, com o intuito de promover a liquidez e auxiliar o processo de formação de preços do mercado de títulos públicos.

O volume financeiro total das operações foi de R\$ 9,5 bilhões em compras e R\$ 0,4 bilhão em vendas, resultando em um resgate líquido de R\$ 9,1 bilhões, conforme Tabela 2.

Tabela 2 - Balanço dos leilões extraordinários de compra e venda em 2024

Financeiro por Títulos (R\$ milhões)

Títulos	Recompra	Venda	Líquido
NTN-F	1.974,08	0,00	1.974,08
LTN	6.390,39	0,00	6.390,39
NTN-B	1.087,43	368,73	718,70
Total	9.451,90	368,73	9.083,17

Fonte: Tesouro Nacional

Tabela 3 - Atuações extraordinárias do Tesouro Nacional - dez/24

Data Leilão	Título	Vencimento	COMPRA			VENDA		
			Quantidade (Milhares)		Financeiro aceito (R\$ milhões)	Quantidade (Milhares)		Financeiro aceito (R\$ milhões)
			Ofertada	Aceita		Ofertada	Aceita	
18/12/2024	NTN-F	jan-29	1.000	100	89,7	300	-	-
		jan-31	1.000	100	85,9	300	-	-
		jan-33	1.000	100	83,6	300	-	-
		jan-35	1.000	100	81,6	300	-	-
19/12/2024	LTN	jul-27	5.000	1.400	980,4	1.000	-	-
		jan-28	5.000	4.100	2.676,8	1.000	-	-
		jul-28	5.000	300	182,9	1.000	-	-
	NTN-B	jan-30	5.000	1.550	773,8	1.000	-	-
		ago-28	3.000	103	425,8	300	80	331,1
		ago-32	3.000	50	199,9	300	-	-
20/12/2024	LTN	mai-35	3.000	38	148,6	300	-	-
		mai-45	3.000	83	313,1	300	10	37,7
		jul-27	5.000	0	-	1.000	-	-
	jan-28	5.000	500	326,1	1.000	-	-	
	NTN-F	jan-30	5.000	2.900	1.450,3	1.000	-	-
jan-31		1.000	1.000	870,1	300	-	-	
		jan-33	1.000	900	763,3	300	-	-
Total					9.451,9		368,7	

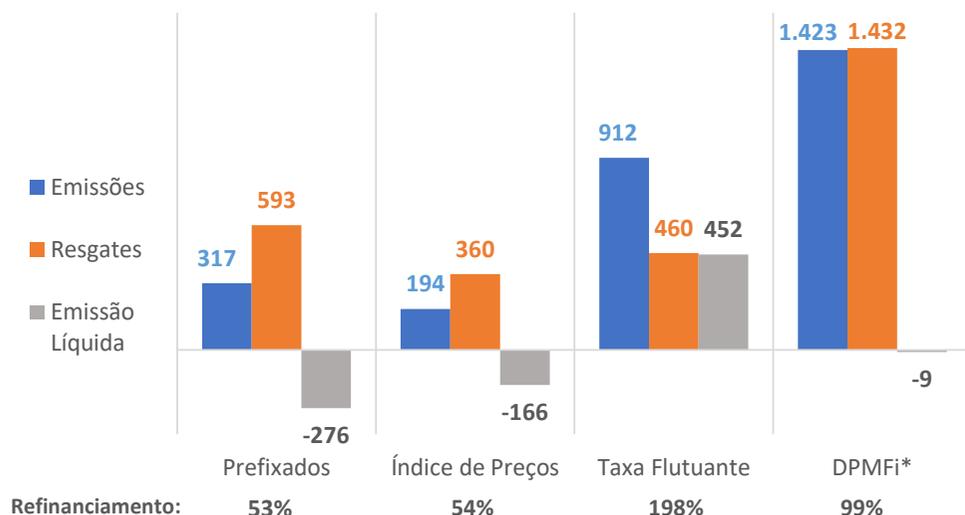
Fonte: Tesouro Nacional

Na execução do processo de financiamento há priorização dos mecanismos tradicionais, por meio de ofertas públicas e leilões competitivos, em que a previsibilidade se destaca como um atributo essencial. Entretanto, para garantir maior eficiência no gerenciamento da dívida, o Tesouro Nacional mantém uma reserva de liquidez que possibilita ajustes estratégicos ao longo do processo de financiamento.

No balanço anual da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), considerando apenas as emissões e resgates com impacto na liquidez, os resgates superaram as emissões em R\$ 9,2 bilhões, resultando em uma taxa de refinanciamento de 99%, em comparação com 96% no ano anterior. Para os títulos flutuantes, registrou-se uma emissão líquida de R\$ 452,3 bilhões, com uma taxa de refinanciamento de 198,4%. Já os títulos prefixados apresentaram resgate líquido de R\$

275,7 bilhões, representando uma taxa de refinanciamento de 53,5%, enquanto os títulos atrelados a índices de preços tiveram um resgate líquido de R\$ 166,3 bilhões, conforme ilustrado na Figura 10.

Figura 10 – Emissão líquida da DPMFi e percentual de refinanciamento por indicador



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

Fonte: Tesouro Nacional.

As captações por meio dos leilões tradicionais de venda de títulos da DPMFi totalizaram cerca de R\$ 1.354,9 bilhões, em 2024, valor superior ao do ano anterior, de R\$ 1.303,3 bilhões, conforme ilustra a Tabela 4. O principal instrumento de financiamento no ano foi a LFT de 6 anos e de 3 anos, que responderam, respectivamente, por 47,3% e 17,7 % das emissões tradicionais. O conjunto de prefixados representou 22,8% das colocações totais. Por último, as NTN-B responderam por 12,2% do total, com destaque para os vértices de 5 e 15 anos.

Tabela 4- Emissão de títulos da DPMFi – Somente leilões tradicionais* de venda (Tabela não atualizada)

Títulos emitidos	2023		2024	
	Total (R\$ bilhões)	%	Total (R\$ bilhões)	%
LFT	506,8	38,9%	881,4	65,1%
LFT - 03 anos	117,9	9,0%	240,3	17,7%
LFT - 06 anos	388,9	29,8%	641,1	47,3%
LTN	460,1	35,3%	247,8	18,3%
LTN - 06 meses	23,4	1,8%	19,8	1,5%
LTN - 12 meses	20,7	1,6%	17,2	1,3%
LTN - 24 meses	186,1	14,3%	82,7	6,1%
LTN - 48 meses	229,9	17,6%	68,5	5,1%
LTN - 72 meses	0,0	0,0%	59,6	4,4%
NTN-F	78,6	6,0%	60,9	4,5%
NTN-F - 07 anos	40,2	3,1%	31,9	2,4%
NTN-F - 10 anos	38,4	2,9%	29,1	2,1%
NTN-B	257,8	19,8%	164,8	12,2%
NTN-B - 03 anos	69,3	5,3%	27,2	2,0%
NTN-B - 05 anos	90,0	6,9%	45,1	3,3%
NTN-B - 10 anos	44,5	3,4%	24,0	1,8%
NTN-B - 15 anos	22,1	1,7%	39,9	2,9%
NTN-B - 25 anos	12,7	1,0%	13,7	1,0%
NTN-B - 40 anos	19,2	1,5%	14,9	1,1%
Total	1.303,3	100%	1.354,9	100%

* Não foram considerados os leilões de compra e venda extraordinários.

Fonte: Tesouro Nacional.

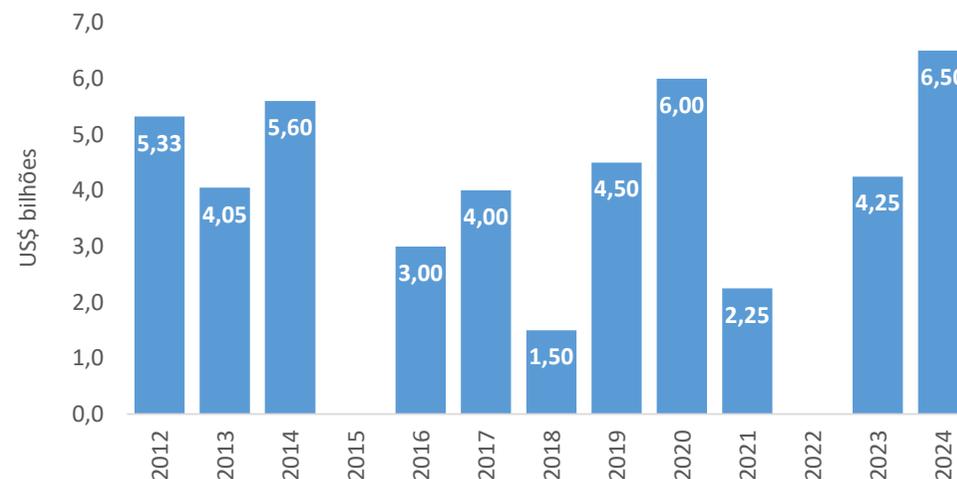
2.4 Dívida Externa

A gestão da Dívida Pública Federal externa (DPFe) segue orientada pela meta de fortalecer a estrutura da dívida pública, priorizando a formação de referências sólidas e acessíveis na curva de juros soberana. Esse esforço também visa atrair um espectro mais amplo de investidores e prolongar os prazos de vencimento, promovendo maior eficiência e diversificação no financiamento governamental.

Em 2024, o Tesouro Nacional emitiu US\$6,5 bilhões no mercado internacional (Figura 11), em linha com o direcionamento apresentado na revisão do benchmark, que eleva a composição da dívida cambial para a DPF no longo prazo de 5% para 7%. O início do ano foi marcado pela perspectiva de início dos cortes de juros nos EUA, despertando o otimismo e proporcionando liquidez ao mercado de renda fixa. O apetite por títulos brasileiros também se encontrava em momento favorável, com indicadores de riscos nos menores patamares desde 2020. Assim, em janeiro, o Tesouro Nacional captou US\$ 4,5 bilhões em uma operação que incluiu a emissão de dois títulos simultaneamente: os novos Global 2034 e Global 2054.

Além do volume recorde de captação em divisa estrangeira, a operação também foi bem-sucedida em termos de custo, com spreads nas mínimas dos últimos seis anos, além de contribuir para o alongamento do perfil da dívida externa, com o Global 2054 representando o primeiro título de 30 anos emitido desde 2019. O Global 2034 foi emitido no montante de US\$ 2,25 bilhões, com taxa de retorno para o investidor de 6,35% a.a.. O spread da operação ficou em 225,2 pontos-base acima da *Treasury* (título do tesouro norte-americano) de referência. O título tem cupom semestral de juros de 6,125% a.a.. Já o Global 2054 também foi emitido no montante de US\$ 2,25 bilhões, com taxa de retorno para o investidor de 7,15% a.a., spread de 281,8 pontos-base acima da *Treasury* de referência e cupom semestral de juros de 7,125% a.a..

Figura 11 – Histórico de emissões títulos mobiliários da Dívida Pública Federal externa –US\$ bilhões, valores correntes



Fonte: Tesouro Nacional

Ao final do primeiro trimestre, a inflação nos EUA deu sinais de resiliência, refletindo em alta dos rendimentos dos títulos do Tesouro americano, mas sem afetar significativamente a demanda por títulos brasileiros. Assim, em junho de 2024, o Tesouro emitiu o segundo título soberano sustentável, o Global 2032, no volume de US\$ 2 bilhões, em linha com o objetivo de manter uma presença ativa e constante do Brasil no mercado internacional de títulos temáticos. Esta emissão será mais detalhada na seção 2.5.

Na gestão da Dívida Pública Federal externa (DPFe), o Tesouro Nacional tem adotado uma estratégia proativa para garantir os recursos necessários ao cumprimento dos vencimentos da dívida. Em 2024, além de manter uma reserva de liquidez em reais, a gestão da dívida assegura disponibilidades em moeda estrangeira suficientes para honrar os compromissos de principal e juros da dívida externa até 2025, mesmo sem depender de novas captações externas. Essa abordagem visa garantir maior estabilidade e previsibilidade no financiamento do governo.

2.5 Emissões Soberanas Sustentáveis

Em junho de 2024, o Tesouro Nacional realizou sua segunda emissão de títulos soberanos sustentáveis. O Global 2032, um *benchmark* de 7 anos, foi emitido em dólares (US\$) com vencimento em 2032, no mercado norte-americano.

O Global 2032 foi emitido no montante de US\$ 2 bilhões, com taxa de retorno para o investidor de 6,375% a.a. e com vencimento em janeiro de 2032. O spread da operação ficou em 212,80 pontos-base acima da Treasury (título do tesouro norte-americano) de referência. O título sustentável tem cupom semestral de juros de 6,125% a.a. A emissão foi realizada ao preço de 98,510% do seu valor de face.

No que tange ao mercado, os títulos sustentáveis continuam atraindo a atenção de investidores qualificados e agentes especializados do setor. A operação do Global 2032, em junho de 2024, registrou demanda robusta, superando em mais de duas vezes o valor da oferta, com diversas propostas superiores a US\$ 100 milhões advindas de investidores finais e fundos dedicados às finanças sustentáveis.

Em relação aos recursos captados por meio das emissões sustentáveis, o Governo Federal se comprometeu a alocar o montante equivalente em categorias elegíveis de despesas que impulsionem a sustentabilidade e contribuam para a mitigação das mudanças climáticas, a conservação dos recursos naturais e o desenvolvimento social, conforme estabelecido no Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis³. Para a emissão de junho de 2024, o Tesouro Nacional publicou previamente um Relatório de Pré-Emissão com Alocação Indicativa de Recursos⁴, apresentando os intervalos indicativos para despesas ambientais e sociais, em relação aos recursos líquidos de cada emissão, conforme Tabela 5.

³ [Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis](#)

⁴ [Relatório de Pré-Emissão com Alocação Indicativa de Recursos](#). Além dos intervalos globais para os conjuntos de despesas ambientais e sociais, o relatório de pré-emissão apresenta também intervalos indicativos da alocação por categorias do Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis.

Tabela 5: 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

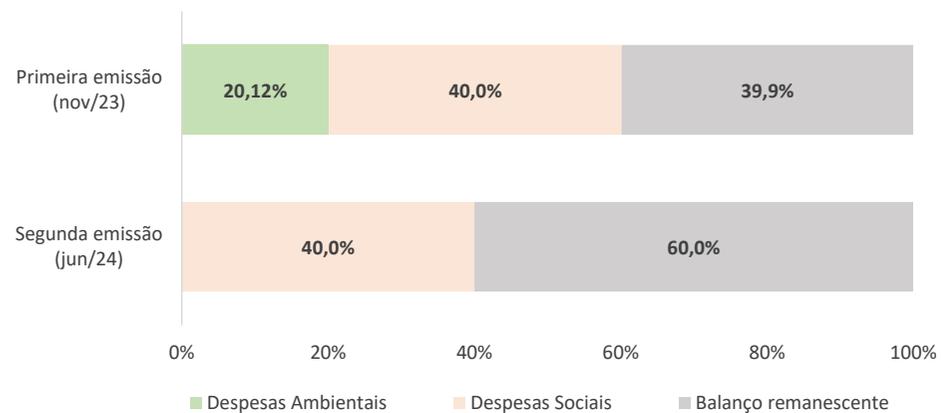
Em novembro de 2024, em linha com as diretrizes traçadas pelo Arcabouço, o Comitê de Finanças Sustentáveis Soberanas (CFSS)⁵ divulgou o primeiro Relatório de Alocação e Impacto (RAI)⁶ dos títulos soberanos sustentáveis. Esse relatório refere-se às emissões de títulos públicos sustentáveis realizadas em novembro de 2023 e junho de 2024, e reflete o compromisso do País com a transparência e as boas práticas de mercado, atendendo ainda aos princípios do *International Capital Market Association* (ICMA) para emissões sustentáveis.

Em relação à alocação, conforme Figura 12, valores equivalentes a 20,1% dos recursos líquidos da primeira emissão (R\$ 1,93 bilhão) foram direcionados a despesas ambientais, e 40,0% (R\$ 3,85 bilhões) a despesas sociais, entre janeiro de 2023 e julho de 2024. Já em relação à segunda emissão, o equivalente a 40,0% (R\$ 4,33 bilhões) dos recursos líquidos foi destinado a despesas sociais, até julho de 2024. Importante destacar que o Arcabouço prevê um prazo de até 24 meses após cada emissão para a alocação integral dos recursos.

⁵ 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.

⁶ [Relatório de Alocação e Impacto \(RAI\) 2024](#)

Figura 12 - Alocação dos Recursos Líquidos das Emissões



Fonte: Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI) e BNDES

Ao dar continuidade nas emissões de títulos públicos sustentáveis, a gestão da Dívida Pública Federal reforça o compromisso da República de assegurar a sustentabilidade ambiental e social, implementando políticas e iniciativas que visam melhorar a qualidade de vida da população e promover a inclusão social.

3

Resultados alcançados

Nesta seção, serão apresentados os principais indicadores relacionados à gestão da Dívida Pública Federal (DPF) em 2024. Serão analisados os resultados alcançados em relação ao Plano Anual de Financiamento (PAF) 2024 e sua subsequente revisão, bem como os principais indicadores de risco, de custo e da base de investidores. Por fim, serão detalhados os resultados específicos do programa Tesouro Direto.

3.1 Plano Anual de Financiamento 2024 e Principais Resultados

Ao longo de 2024, houve um aumento da aversão ao risco por parte dos investidores, motivado tanto por fatores do cenário internacional quanto doméstico. Diante disso, o aumento dos títulos com juros flutuantes na dívida foi mais rápido que o projetado inicialmente pelo PAF 2024, considerando a demanda robusta por LFT no ano, principalmente no primeiro semestre. Ao mesmo tempo, mudanças tributária e de comportamento dos agentes econômicos também afetaram o mercado de títulos indexados a índices de preços. Em resposta, o Tesouro revisou as expectativas para a composição da DPF em setembro⁷, ajustando seus limites de referência no PAF, conforme Tabela 6. Nessa revisão, se destaca o aumento da proporção de títulos com juros flutuantes, ao passo que há uma redução na proporção dos

títulos com taxas prefixadas e indexados a índices de preços.

O estoque da DPF encerrou 2024 em R\$ 7.316,1 bilhões, um aumento de 12,2% em relação ao ano anterior. A participação de títulos com juros flutuantes (LFT) cresceu, enquanto a de títulos indexados à inflação e prefixados diminuiu, conforme Tabela 6. A predominância das LFT aumenta a sensibilidade da DPF às taxas de juros de curto prazo, mas ajuda a alongar os vencimentos. A parcela de dívida de curto prazo (12 meses) recuou pelo segundo ano consecutivo, e o prazo médio do estoque da dívida ficou estável. A maior emissão de LFT contribuiu ainda para reforçar a reserva de liquidez nos primeiros meses de 2024.

As estatísticas da DPF ao final do exercício, assim, alinharam-se às novas projeções do PAF revisado.

⁷ Informe - Tesouro Nacional altera limites de referência do Plano Anual de Financiamento 2024

Tabela 6 – Limites de referência para a DPF e principais resultados em 2024

Indicadores	2023	2024	Limites Originais 2024		Limites revisados 2024	
			Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)						
DPF	6.520,3	7.316,1	7.000,0	7.400,0	7.000,0	7.400,0
Composição (%)						
Prefixados	26,5	22,0	24,0	28,0	22,0	26,0
Índice de Preços	29,8	27,0	27,0	31,0	25,0	29,0
Taxa Flutuante	39,7	46,3	40,0	44,0	43,0	47,0
Câmbio	4,1	4,8	3,0	7,0	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos						
% Vencendo em 12 meses	20,1	17,9	17,0	21,0	17,0	21,0
Prazo Médio (anos)	4,0	4,0	3,8	4,2	3,8	4,2

Fonte: Tesouro Nacional

3.2 Estoque da DPF

O estoque da Dívida Pública Federal (DPF) aumentou em R\$ 795,7 bilhões, o que corresponde a cerca de 12,2% a mais do que no ano anterior. Esse crescimento foi, em grande parte, impulsionado pela apropriação de juros, que adicionou R\$ 762,4 bilhões. A emissão líquida acrescentou R\$ 33,3 bilhões, conforme indicado na Tabela 7. Devido à maior parte da dívida brasileira ser em moeda local, a principal contribuição para essa variação veio das mudanças na DPMFi. Na DPFe, a apropriação de juros incluí o impacto das flutuações cambiais sobre o valor da dívida em moeda estrangeira.

Tabela 7 – Fatores de variação da DPF (R\$ bilhões)

Indicadores	Estoque			Fatores de Variação			
	2023	2024	Dif.	Emissões (a)	Resgates* (b)	Emissões líquidas (a-b)	Juros apropriados
DPF	6.520,3	7.316,1	795,7	1.492,5	1.459,2	33,3	762,4
DPMFi	6.268,9	6.966,9	698,0	1.457,1	1.433,0	24,1	673,9
DPFe	251,5	349,2	97,7	35,3	26,1	9,2	88,6

* Inclui operações de transferência de carteira entre mercado e BCB no valor líquido de R\$ 0,68 bilhão, conforme explicitado na planilha 2.9 do anexo do Relatório Mensal da Dívida.

Fonte: Tesouro Nacional

O maior volume de emissão títulos em moeda estrangeira possibilitou uma taxa de refinanciamento (emissões/resgates)⁸ da dívida externa (DPFe) de 135,1%. Já para a dívida interna, esse percentual foi de 101,7%. A taxa de refinanciamento global da DPF foi de 102,3% no ano. Para mais informações sobre os conceitos e a dinâmica do endividamento público, é possível consultar o portal Dinâmica da Dívida⁹, que apresenta de maneira visual os principais elementos que explicam a evolução da DPF.

3.3 Riscos da DPF

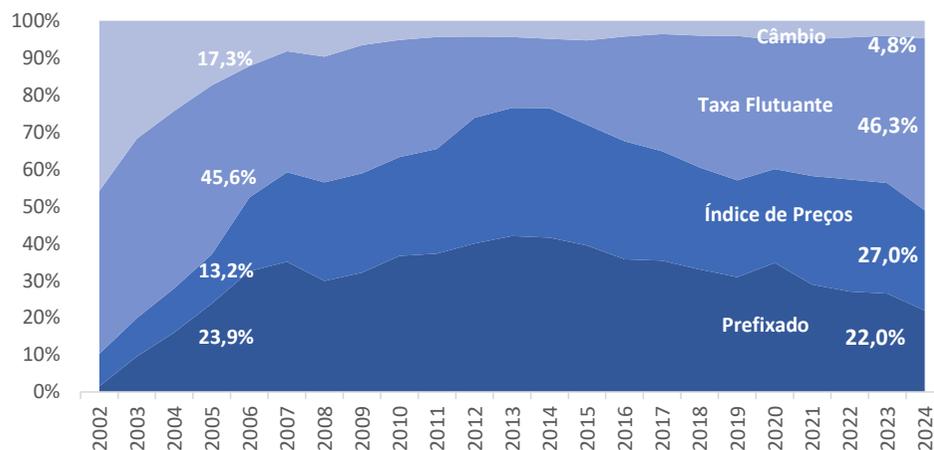
3.3.1 Composição da DPF

Os títulos com taxas prefixadas continuaram a reduzir sua participação na DPF, atingindo 22,0% da DPF ao final de 2024, o menor valor desde 2005 para dezembro, conforme Figura 13. Títulos remunerados por índices de preços também diminuíram sua proporção na DPF, encerrando o ano em 27,0% contra 29,8% em 2023. Em contrapartida, a participação dos títulos com juros flutuantes aumentou para 46,3% da DPF, o maior valor desde 2005 para dezembro, conforme Figura 13. Por fim, os instrumentos cambiais mantiveram sua participação abaixo de 5% da DPF.

⁸ 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.

⁹ [Dinâmica da Dívida](#)

Figura 13- Composição por indexadores da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

As estratégias de médio prazo para a DPF buscam aumentar a participação de títulos prefixados e atrelados à inflação, reduzindo os de juros flutuantes. O portfólio de referência de longo prazo (*benchmark*) do Tesouro Nacional prevê 23% em flutuantes, 35% em prefixados, 35% em indexados a preços e 7% em cambiais, com prazos médios específicos para cada grupo, conforme Tabela 8. No entanto, no curto prazo, tem sido desafiador avançar nessa direção, considerando a composição e os prazos atuais.

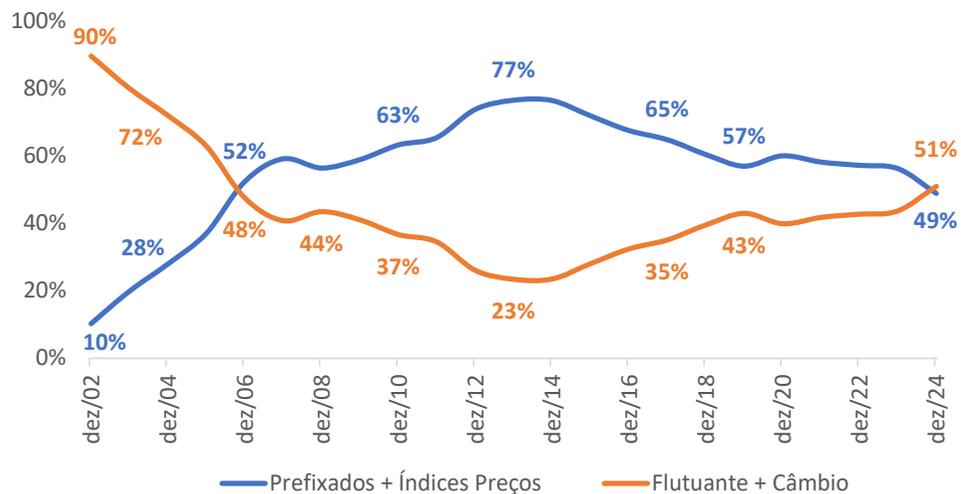
Tabela 8 - Composição desejada para a DPF no longo prazo (2035)

Indicador	<i>Benchmark</i>		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

Um fator crucial para alinhar a composição da DPF ao portfólio *benchmark* é a consolidação fiscal, com resultados primários positivos para reverter a tendência de déficits dos últimos anos. Além disso, a preferência dos investidores por ativos de menor risco, como as LFT e títulos de curtíssimo prazo, devido às crescentes incertezas externas e locais, tem desafiado esse objetivo. Assim, a gestão da dívida pública tem adaptado suas estratégias às condições de mercado para evitar distorções na precificação dos títulos públicos, levando em conta a demanda pelos instrumentos ofertados. Assim, nos últimos dez anos observa-se uma queda na participação conjunta de títulos prefixados e indexados à inflação, conforme Figura 14. Por outro lado, as LFT, que cresceram, apresentam como vantagem um prazo médio de emissões superior ao prazo médio do estoque da DPF.

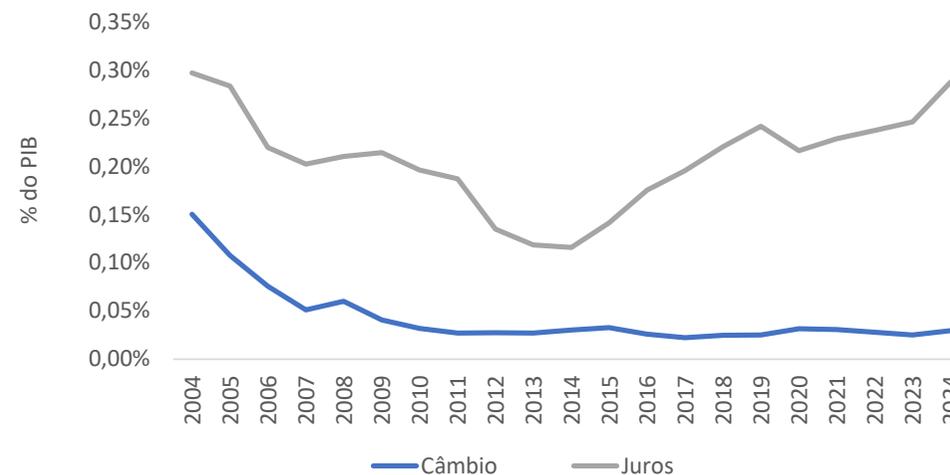
Figura 14 - Composição por indexadores da DPF



Fonte: Tesouro Nacional

A maior proporção de LFT na DPF elevou sua sensibilidade a variações nas taxas de juros, aumentando o risco de mercado, que se refere ao impacto no custo ou no estoque da dívida derivado de variações nos indexadores da dívida. A Figura 15 ilustra essa sensibilidade atual e compara com o impacto que seria observado caso a composição da dívida fosse similar à de anos anteriores. A sensibilidade aos juros está no nível mais alto desde 2005. Em contraste, o risco de flutuações cambiais permanece estável desde 2011, devido à baixa participação da dívida em moeda estrangeira.

Figura 15 - Sensibilidade da DPF/PIB a choques nos juros e na taxa de câmbio

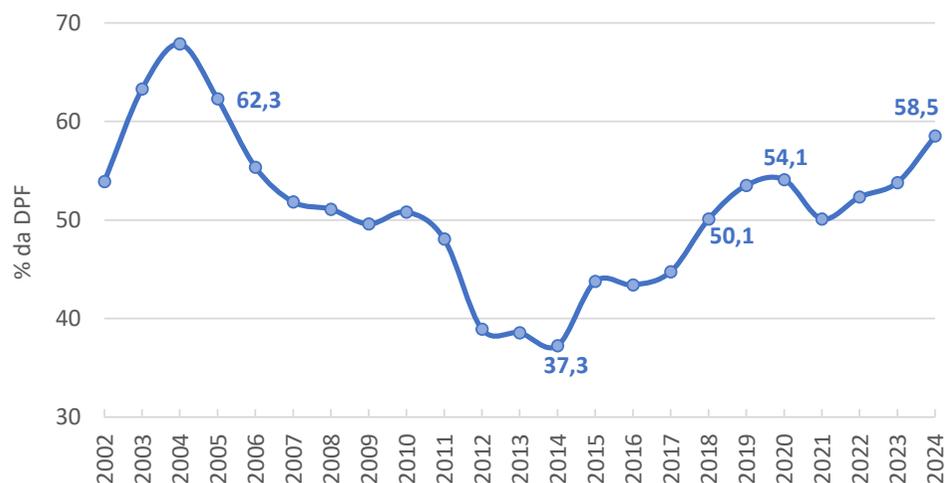


Nota: Nesta análise contrafactual, aplica-se choques de 1 ponto percentual nas taxas de juros (com duração de 12 meses) e de 1% na variação cambial sobre o estoque atual da DPF/PIB (posição em dezembro de 2024), variando-se a composição conforme os percentuais históricos de participação da dívida remunerada por juros flutuantes e da dívida cambial.

Fonte: Tesouro Nacional

Embora a maior participação de LFT na DPF eleve o risco de mercado, substituí-las por títulos prefixados de curtíssimo prazo não seria eficaz, devido ao refinanciamento frequente que os tornaria igualmente suscetíveis a choques nas taxas de juros e mais caros. Uma análise mais ampla da sensibilidade da dívida a essas mudanças é o percentual de renovação do custo da DPF em 12 meses, que abrange tanto a dívida vincenda nesse período quanto a dívida com taxas flutuantes e vencimento posterior. Na Figura 16, esse indicador atingiu 58,5% ao final de 2024, o maior valor desde 2005. É importante destacar que ele também subiu em 2020, quando os prefixados representavam 34,8% da DPF, mas com uma alta proporção de títulos com menos de 12 meses, atingindo 27,6% da DPF.

Figura 16- Percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses (% da dívida)



Fonte: Tesouro Nacional

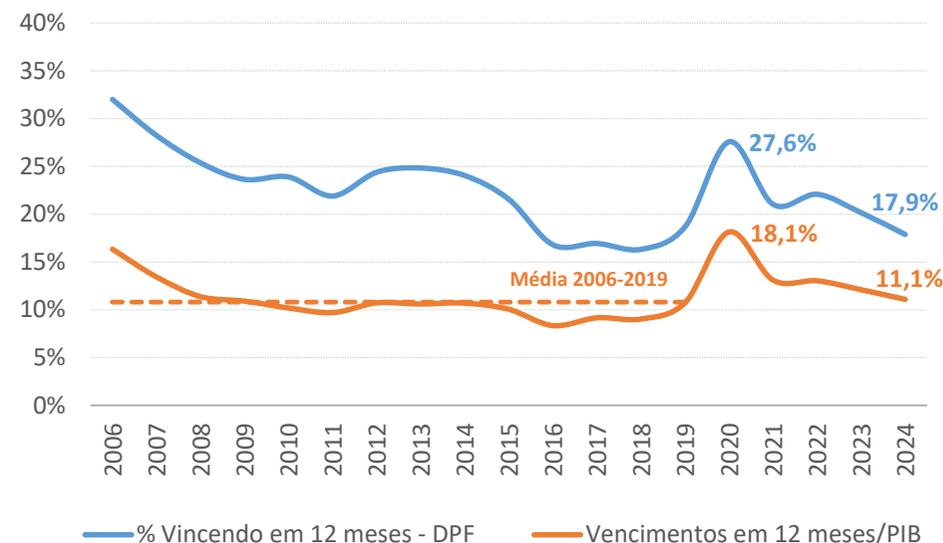
3.3.2 Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

Análise da estrutura de vencimentos da dívida é essencial para monitorar o risco de refinanciamento, que envolve o cenário de o Tesouro Nacional, ao buscar recursos para refinar sua dívida vencida, enfrentar condições financeiras adversas. Isso poderia resultar no aumento dos custos de emissão ou, em casos extremos, na incapacidade de levantar recursos suficientes para honrar seus compromissos.

A avaliação do risco de refinanciamento da Dívida Pública Federal (DPF) baseia-se em dois principais indicadores: o percentual vencendo em 12 meses, o que revela a concentração de vencimentos no curto prazo; e o prazo médio do estoque, que indica o tempo médio restante até os pagamentos da dívida. Em 2024, a estratégia adotada nas emissões de títulos públicos foi bem-sucedida em manter o risco de refinanciamento da dívida em níveis historicamente confortáveis.

O percentual vencendo em 12 meses caiu para 17,9% da DPF, contra 20,1% no ano anterior, o menor patamar desde o início da pandemia, como mostra a Figura 17. Quando considerado em relação ao PIB, a parcela da dívida que vence em 12 meses também apresentou queda, passando de 12% do PIB em 2023 para 11,1% do PIB em 2024, retornando à média histórica registrada entre 2006 e 2019, de 10,8%, mesmo levando em conta uma DPF/PIB mais alta atualmente.

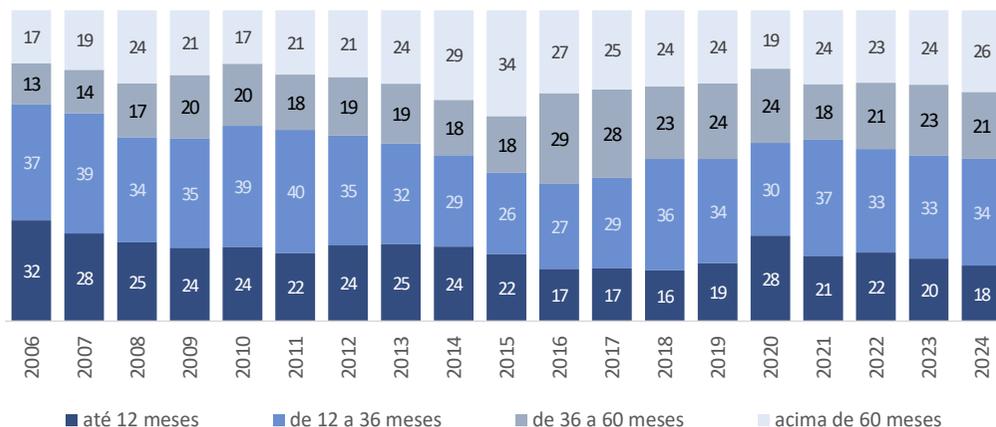
Figura 17- Percentual de vencimentos em 12 meses e em relação ao PIB



Fonte: Tesouro Nacional

A Figura 18 apresenta a estrutura de vencimentos da DPF em diferentes recortes temporais. A predominância de vencimentos em até 36 meses vem diminuindo nos últimos três anos, embora ainda esteja elevada, representando 52% 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.

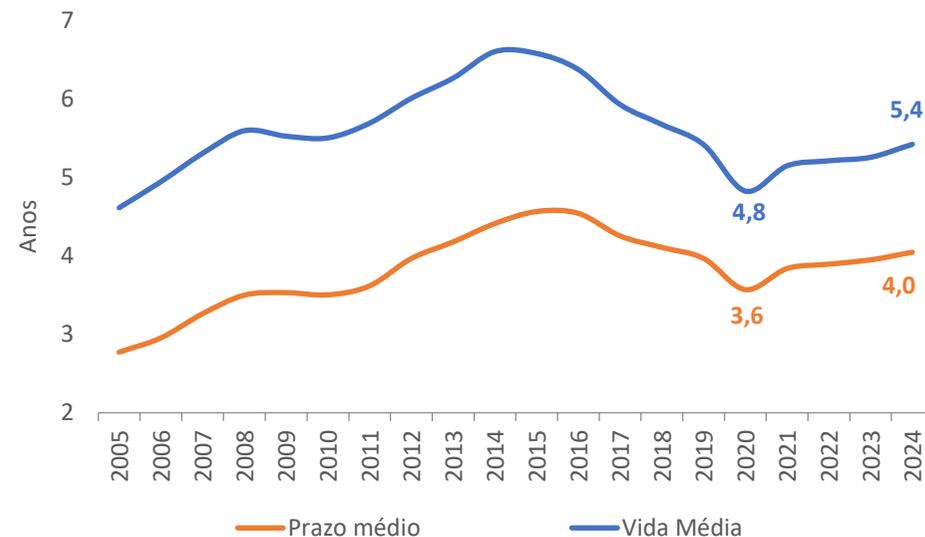
Figura 18- Composição da DPF por prazos de vencimento (em %)



Fonte: Tesouro Nacional.

O prazo médio da DPF, por sua vez, tem se elevado marginalmente nos últimos anos, alcançado o valor de 4,0 anos ao final de 2024 (Figura 19¹⁰). Os dois principais fatores para o aumento do indicador são o aumento da participação da LFT em detrimento ao prefixado e a elevação do prazo médio dos títulos indexados a índices de preços, que aumentou 0,3 ano em relação a dezembro de 2023 (conforme a Figura 19).

Figura 19 - Prazo Médio e Vida Média da DPF

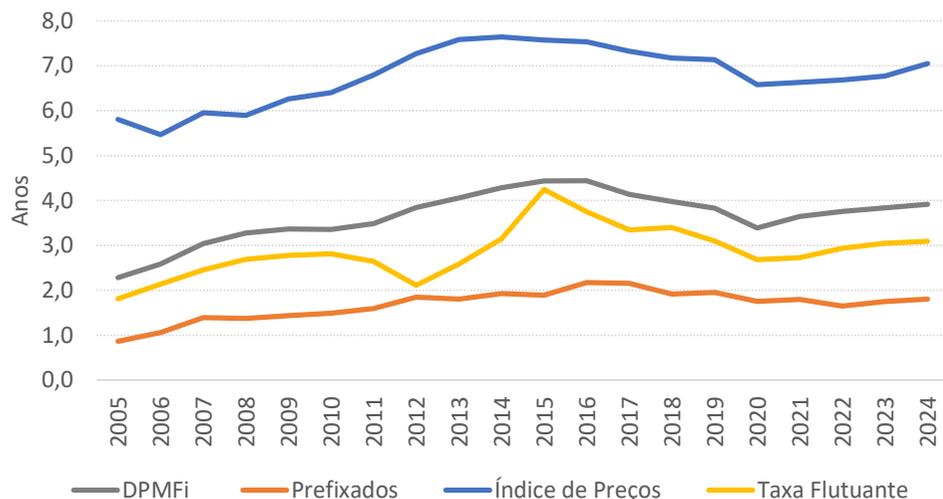


Fonte: Tesouro Nacional

Adicionalmente, observa-se uma elevação paulatina do prazo médio para todos os indexadores (Figura 20), com destaque para a NTN-B. Há o aumento marginal do prazo da LTN, embora o nível atual esteja aquém dos 2 anos e inferior ao estipulado no *benchmark*. O principal destaque é que a melhora dos últimos anos reverte a tendência de queda do prazo médio, ocorrida até 2020. A manutenção e fortalecimento dessa tendência deve ser acompanhado pelo aprofundamento das reformas econômicas, que proporcionem aceleração do crescimento econômico, e reversão dos déficits primários, fortalecendo o processo de consolidação fiscal.

¹⁰ A figura compara o indicador de prazo médio com o de vida média. O prazo médio representa o tempo médio restante para os resgates, sendo estes ponderados pelos valores presentes dos fluxos de principal e juros. O percentual vincendo em 12 meses indica a concentração de vencimentos de títulos no curto prazo. A vida média não considera os pagamentos de cupons intermediários de juros ou o valor presente dos fluxos de principal. Assim, considera-se mais apropriado, para as estatísticas de Dívida Pública no Brasil, o uso do indicador de prazo médio como medida principal de referência para a estrutura de vencimentos. Para maiores informações a respeito da metodologia do prazo médio consulte [Dívida Pública: Experiência Brasileira \(2009\)](#).

Figura 20 – Prazo Médio do Estoque da DPMFi por Indexador



Fonte: Tesouro Nacional

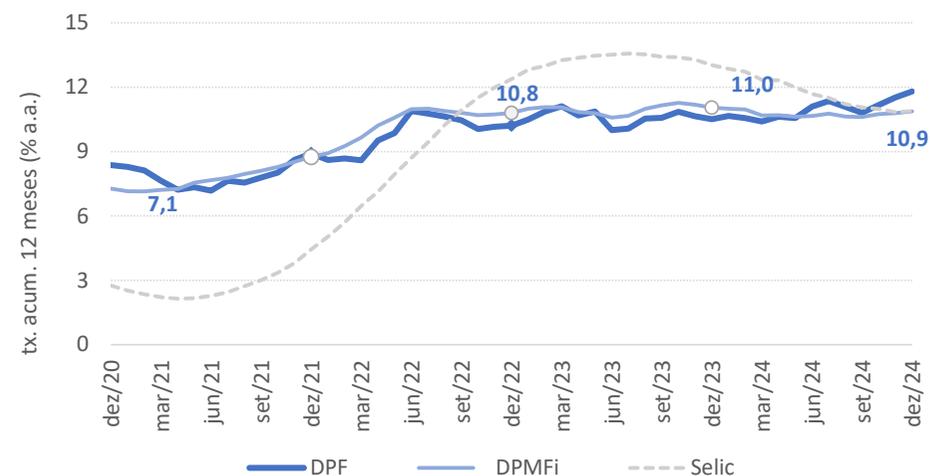
Para alcançar o alongamento sustentável da dívida, é necessária uma mudança estrutural na demanda por títulos públicos, que favoreça a emissão de LTN de maior maturação, de NTN-B com prazos superiores a 10 anos, predominante entre fundos de pensão, e de NTN-F, com maior interesse de investidores não-residentes.

3.4 Custo da Dívida Pública

Em 2024, os indicadores de custo médio da Dívida Pública Federal (DPF) se mantiveram relativamente estáveis até o mês de maio, apresentando maior volatilidade a partir de junho, devido principalmente ao desempenho do câmbio no período. Houve um aumento do custo médio da DPF, de 10,5% em dezembro de 2023 para 11,8% no fechamento de 2024. Já o custo médio da DPMFi apresentou maior estabilidade, registrando pequena redução no fechamento do ano, contabilizando 10,9% em dezembro de 2024 quando comparado ao valor de 11,0% do mesmo período do ano anterior (vide Figura

21). A trajetória do custo se relaciona com os indexadores da dívida, a composição dos títulos em estoque, o perfil das novas emissões e com a estrutura a termo da taxa de juros, que esta, por sua vez, tem influência da taxa Selic.

Figura 21- Custo médio da DPF e da DPMFi e taxa Selic (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)



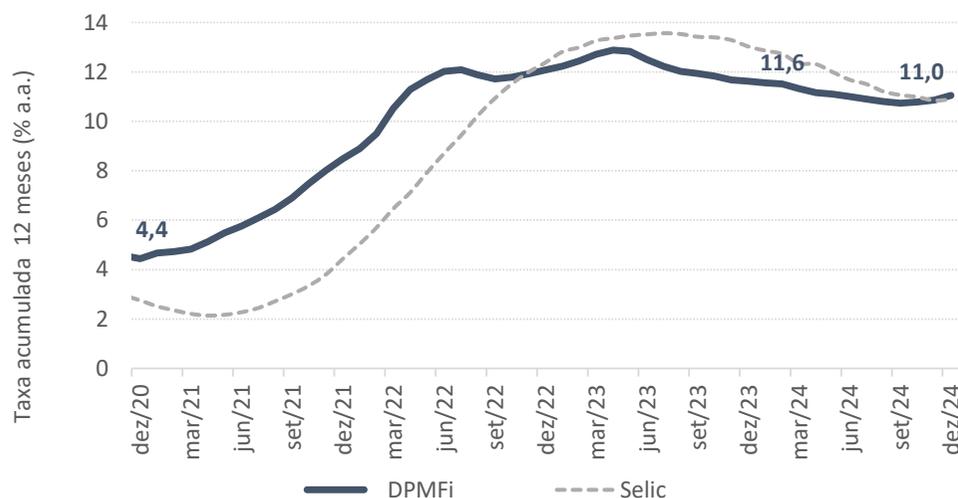
Fonte: Tesouro Nacional

A taxa de juros Selic acumulada em 2024 ficou mais baixa do que no ano anterior, contribuindo para reduzir o custo médio da DPMFi. Destaca-se que o custo médio da DPMFi tem oscilado em torno de uma média de 10,7% ao ano entre 2022 e 2024, tendo ficado até mesmo abaixo da taxa Selic em boa parte desse período. A menor volatilidade do custo do estoque dívida em relação a Selic se deve à diversificação da composição da DPF, considerando uma inércia no custo de títulos em estoque. Isso atenua o impacto das flutuações da Selic sobre esse indicador.

Para um olhar das condições de custo das captações mais recentes, o

custo médio de emissão da DPMFi¹¹, mantendo correspondência com a taxa Selic, reduziu até meados de 2024, síncrono ao processo de distensão monetária. Apesar da reversão da tendência das taxas de juros, que se iniciou ao longo do terceiro trimestre de 2024, o custo médio de emissão da DPMFi reduziu de 11,6% em 2023 para 11,0% em 2024 (Figura 22). Esse indicador é mais tempestivo às alterações das condições de mercado, respondendo mais rapidamente às variações das taxas de juros, inclusive a taxa Selic.

Figura 22 – Custo médio de emissão da DPMFi e taxa Selic (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)



Fonte: Tesouro Nacional

3.5 Base de investidores da DPMFi

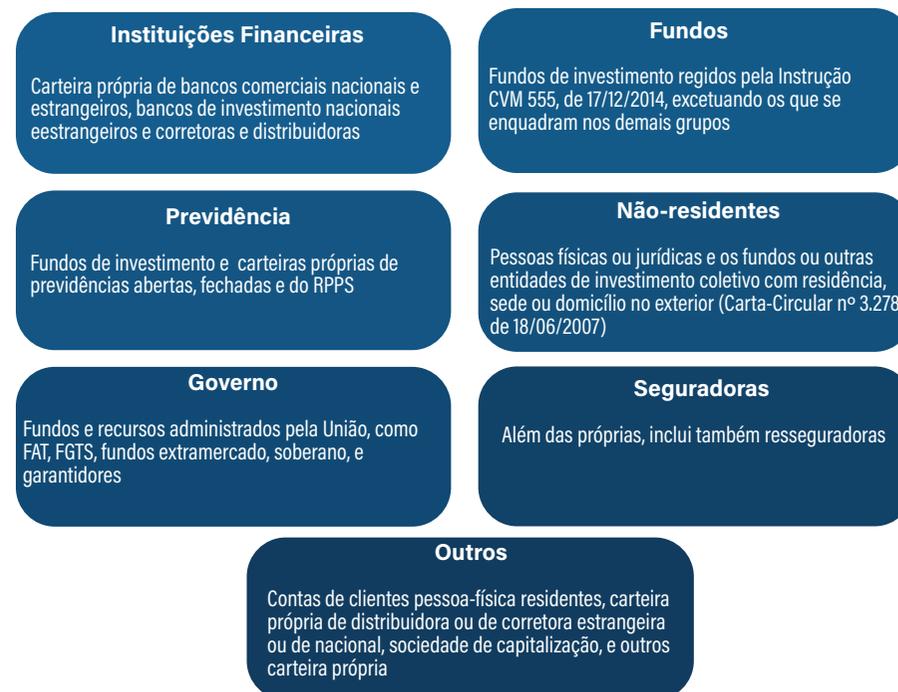
A ampliação e a diversificação da base de investidores é uma das diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento

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

da DPF e contribuem para que a sua gestão seja mais eficiente. Ao diversificar a base, com investidores de diferentes perfis de risco e de horizontes de investimento, os efeitos do comportamento de determinado grupo sobre os preços dos títulos públicos são minimizados. Isso mitiga riscos da dívida, na medida em que contribui para ampliar a liquidez dos títulos no mercado secundário e para reduzir sua volatilidade.

O Tesouro Nacional classifica os investidores em sete grupos, conforme Anexo 2.7 do Relatório Mensal da Dívida (RMD)¹². A Figura 23 apresenta um resumo dessa classificação.

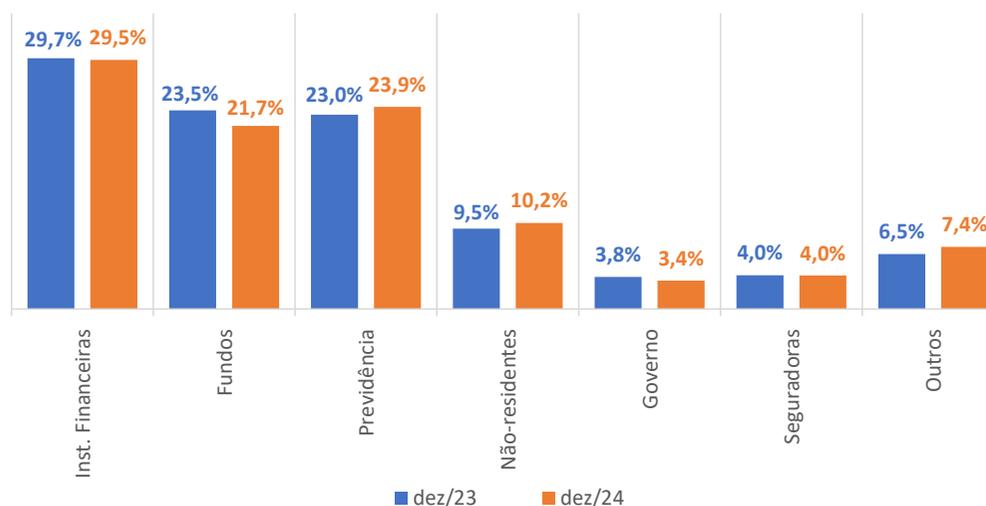
Figura 23: Classificação dos investidores pelo Tesouro Nacional



Fonte: Tesouro Nacional

Em relação à DPMFi, o grupo Instituições Financeiras se manteve como o principal grupo de detentores, encerrando 2024, com participação de 29,5%. Neste ano, o grupo Previdência ultrapassou a participação do grupo Fundos, alcançando 23,9% e 21,7%, respectivamente. Destaca-se que o grupo Instituições Financeiras se mantém como o maior detentor da dívida desde 2020. Fundos e Previdência têm mantido uma proporção próxima nos últimos cinco anos, variando entre 21% e 27% da composição total. Em relação ao grupo de não-residentes, houve uma pequena redução da participação em 2024, de 10,5% para 10,2%. Deste modo, verifica-se a manutenção da diversidade da base de detentores, conforme detalhamento da Figura 24.

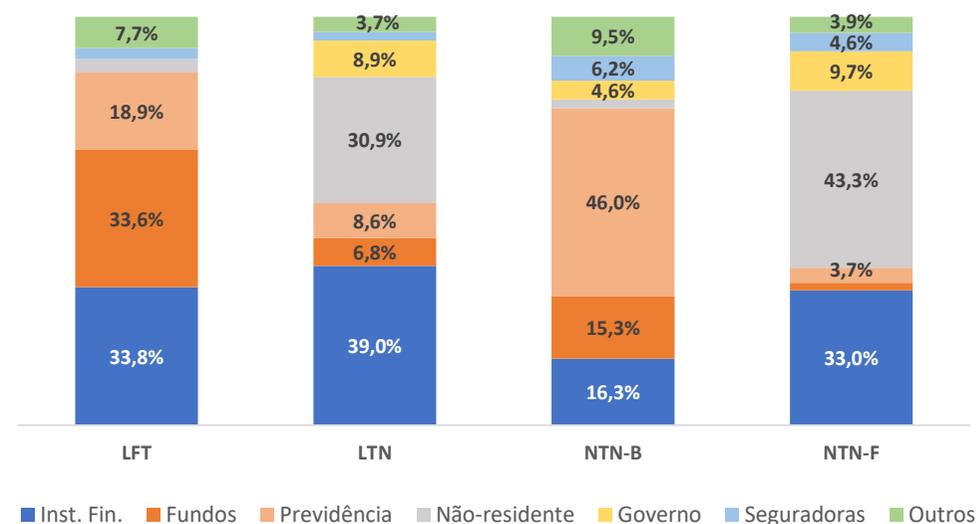
Figura 24- Evolução da Base de Detentores da DPMFi (% da DPMFi)



Fonte: Tesouro Nacional e Selic

A Figura 25 mostra a participação de cada grupo de detentores no estoque total de cada título, com os seguintes destaques: 33,8% do estoque de LFT e 39,0% da LTN estão na carteira de Instituições Financeiras; 46,0% do total de NTN-B em mercado são detidos pelo grupo Previdência e 43,3% da NTN-F são detidos por não-residentes.

Figura 25 - Participação de detentores da DPMFi por títulos - (dezembro 2024) (%)



Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

3.6 Tesouro Direto

O Tesouro Direto manteve sua trajetória de expansão em 2024, ao apresentar um crescimento de 22% no número de investidores ativos (aqueles com aplicações realizadas), alcançando a marca de 3,01 milhões de participantes. O volume total investido no programa chegou a R\$ 156,9 bilhões, o que corresponde a um crescimento de 22,3% em relação ao encerramento de 2023. Os vencimentos de títulos ocorridos durante o ano de 2024 foram os maiores da série histórica do Tesouro Direto, em um total de R\$ 16,48 bilhões, mas o volume de reinvestimento desses valores também foi significativo, de modo que as vendas líquidas do ano totalizaram R\$ 14,48 bilhões.

Durante o ano, o Tesouro Direto destacou-se pela evolução dos títulos Tesouro EducA+ e Tesouro RendA+, ambos indexados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Esses produtos combinam

uma fase de acumulação de recursos e outra de pagamento de rendas mensais. O Tesouro RendA+ alcançou um montante de R\$ 3,74 bilhões, distribuído entre 279 mil investidores, enquanto o Tesouro EducA+ totalizou R\$ 976,1 milhões, com participação de 118 mil pessoas. Esses títulos têm como objetivo principal auxiliar os investidores no planejamento financeiro voltado para metas específicas, como a complementação da aposentadoria e o custeio da educação superior de jovens, contribuindo de forma significativa para a disseminação da educação financeira.

Em termos de vendas líquidas do Programa Tesouro Direto, o Tesouro IPCA + teve um volume total de R\$ 4,8 bilhões, seguido pelo Tesouro Selic, com um total de R\$ 3,8 bilhões, e pelo Tesouro RendA+, com R\$ 1,98 bilhões.

Além da oferta de alternativas de investimento aos cidadãos, visando promover e estimular o conhecimento financeiro entre estudantes da Educação Básica, o Tesouro Nacional lançou a Olimpíada do Tesouro Direto de Educação Financeira - OLITEF, que tem por objetivo fornecer aos alunos conhecimentos fundamentais sobre finanças pessoais, investimentos e economia. Participaram da OLITEF 545.394 estudantes, de 6.561 escolas de todo o país, marcas que tornaram a OLITEF a maior olimpíada de educação financeira do país na sua primeira edição.

Também com o objetivo de apoiar a educação financeira, o Tesouro Nacional, em parceria com a B3 - Brasil Bolsa Balcão, lançou o TD Impacta, uma plataforma de apoio e investimento para negócios de impacto voltados principalmente para educação financeira. Nesse primeiro ano, as 40 propostas selecionadas, nas categorias Aceleração, Inovação Aberta e Criação, receberam apoio por meio de suporte especializado e de acesso a capital, no montante de até R\$ 5,2 milhões (financiados pela B3), para negócios de impacto que tenham desenvolvido soluções para a educação financeira, educação profissionalizante, educação inclusiva ou soluções socioambientais.

Ainda em 2024, foi disponibilizado um novo recurso, o TD Garantia,

que permite o registro no Banco Central de garantias bilaterais envolvendo os títulos negociados por meio do Tesouro Direto. Na prática, a nova funcionalidade tem o potencial de reduzir o custo de uma série de transações financeiras na economia, como aluguéis ou operações de crédito, entre outras, ao possibilitar aos investidores a utilização dos títulos do Programa Tesouro Direto como garantia para essas operações.

Por fim, 2024 marcou também o lançamento do *Gift Card* do Tesouro Direto, criado para promover a educação financeira e ampliar o acesso aos investimentos em títulos públicos. Disponível no site oficial do Tesouro Direto¹³, o *Gift Card* permite que valores sejam enviados como presente para amigos e familiares, que os resgatam por meio de investimentos em quaisquer títulos públicos disponíveis. Além de ser uma alternativa prática e segura de presente financeiro, essa iniciativa reforça os objetivos do Programa Tesouro Direto de fomentar a cultura do planejamento financeiro e oferecer opções de investimento acessíveis, seguras e rentáveis para os brasileiros.

13 [Tesouro Direto - Gift Card](#)

4

Garantias

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

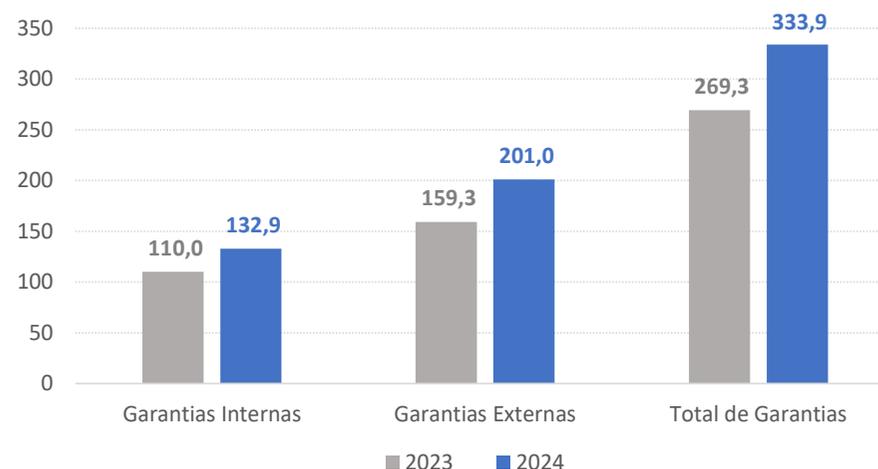
No âmbito do Tesouro Nacional, o Sistema de Garantias compreende a concessão de garantias pela União, o controle do saldo das dívidas garantidas, assim como a execução de garantias e contragarantias. É importante destacar que o aumento de honras de garantia sem a correspondente recuperação das contragarantias tem como efeito final o aumento da DPF, uma vez que essas despesas são pagas com recursos de emissão de dívida. Nesse sentido, a dívida garantida é um passivo contingente da União e incorpora as necessidades orçamentárias e financeiras do governo federal, de modo que seu controle e acompanhamento é relevante para a gestão da dívida pública¹⁴.

Atualmente a União possui 1.156 operações de crédito garantidas sob responsabilidade do Tesouro Nacional. Como mostra a Figura 26, ao

¹⁴ Para apresentar mais detalhes desse passivo contingente, o Tesouro Nacional divulga o [Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas](#). Além disso, os dados do relatório estão disponíveis na página das [Histórias das Garantias](#), que explica as garantias concedidas pela União de forma didática e inovadora, e no [Painel de Garantias](#), que permite visualizar os dados detalhados sobre as garantias. Por fim, o [Painel de Garantias Honradas](#) e o [Relatório Mensal de Garantias Honradas](#) trazem as informações disponíveis sobre as garantias honradas pela União.

final de 2024 o saldo devedor das operações garantidas totalizou R\$ 333,9 bilhões, sendo R\$ 132,9 bilhões em operações internas e R\$ 201,0 bilhões em operações externas¹⁵.

Figura 26 – Garantias Internas e Externas (R\$ bilhões)

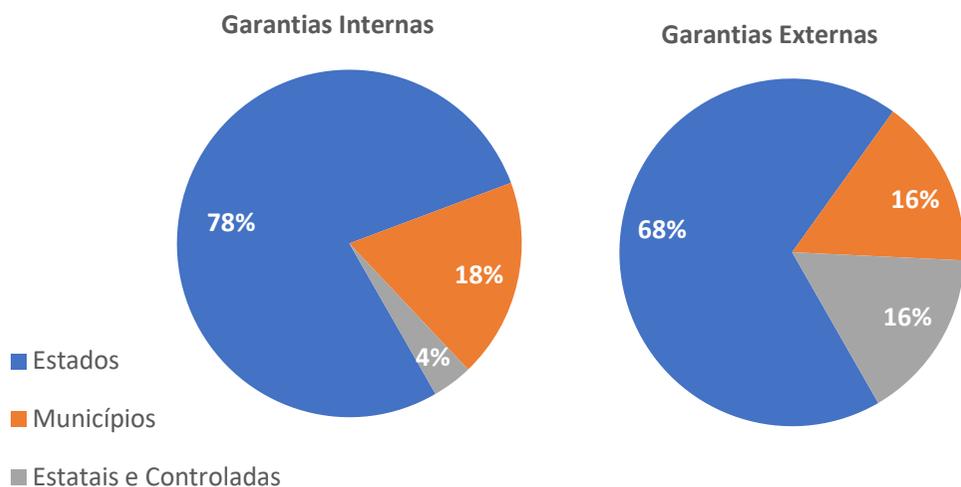


Fonte: Tesouro Nacional

¹⁵ A tabela com a série histórica completa encontra-se no Anexo 1 do [Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas](#).

Em relação à composição, percebe-se, pela Figura 27, uma predominância de garantias referentes aos Estados, tanto em relação às garantias internas quanto às externas. A parcela de garantias referente às estatais e entidades controladas tem maior relevância nas operações de crédito externas.

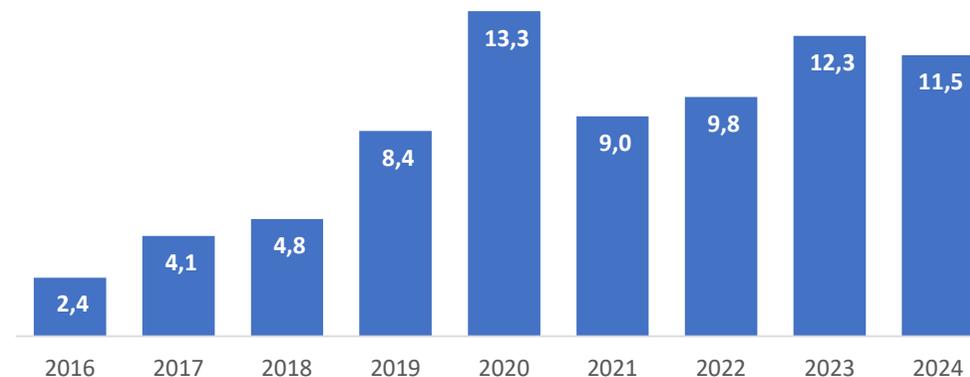
Figura 27 - Composição das Garantias Internas e Externas (2024)



Fonte: Tesouro Nacional

Em 2024, a União realizou o pagamento de R\$ 11,5 bilhões em honras de garantias concedidas a operações de crédito, conforme Figura 28. As honras de garantia pagas no ano são referentes a cinco estados e a cinco municípios, listados na Tabela 9.

Figura 28 - Honras de Garantias (R\$ bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional

Tabela 9 - Honras de garantias em operações de crédito em 2024 (R\$ milhões)

	2024
Estados	11.312,43
Rio de Janeiro	5.152,49
Minas Gerais	3.732,68
Rio Grande do Sul	1.524,07
Goiás	903,10
Acre	0,10
Municípios	142,14
Taubaté - SP	73,44
Caucaia - CE	35,93
São José dos Campos - SP	24,41
São Gonçalo do Amarante - RN	7,95
Santanópolis - BA	0,41
Total	11.454,57

Fonte: Tesouro Nacional

Dos R\$ 11,5 bilhões de garantias honradas em 2024, apenas R\$ 32,9 milhões foram recuperados por meio da execução de contragarantia. O restante impactou direta e imediatamente a DPF.

Existem alguns motivos para o baixo percentual de execução de contragarantias. De forma geral, o Regime de Recuperação Fiscal (RRF)¹⁶ 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.

Atualmente, somente os estados do Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Goiás e, por força de decisão judicial, Minas Gerais 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. Todos os demais casos de não-execução das contragarantias são decorrentes de decisões judiciais que impedem a União de executá-las.

Além do impacto das honras de garantia, a DPF também é impactada pela perda de receitas do Governo Federal decorrente das renegociações de dívida com os entes subnacionais. Um importante marco legal do processo de renegociação das dívidas estaduais foi a Lei n. 9.496/1997, que permitiu que a União consolidasse e assumisse as dívidas estaduais. A Medida Provisória 2185/2001 teve papel similar para as dívidas municipais. À época, essas renegociações resultaram em um aumento da DPF, à medida que União assumia esse passivo dos demais entes. Esse aumento da DPF seria compensado no futuro conforme os estados e

16 O Regime de Recuperação Fiscal (RRF) foi instituído em 2017, por meio da Lei Complementar nº 159, de 19 de maio de 2017. O Regime visa a auxiliar Estados e o Distrito Federal que, eventualmente, se defrontem com grave desequilíbrio fiscal. Em termos gerais, o RRF constitui estrutura legal que permite que estados em situação de desequilíbrio fiscal gozem de benefícios, como a flexibilização de regras fiscais, concessão de operações de crédito e a possibilidade de suspensão do pagamento da dívida, desde que a Unidade da Federação adote reformas institucionais que objetivem a reestruturação do equilíbrio fiscal. Para mais informações, veja [Regime de Recuperação Fiscal \(RRF\)](#).

municípios retornassem esses créditos à União.

Subsequentemente, mudanças em relação as essas Leis foram promovidas, principalmente pelas LC nº 148/2014, LC nº 156/2016, LC nº 178/2021, LC nº 194/2023 e LC nº 201/23 (essas duas leis trataram de compensação de perdas de arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços - ICMS). Em 2024, houve também aplicação dos efeitos da LC nº 206/2024 à situação de calamidade pública ocorrida no estado do Rio Grande do Sul (RS), com impacto no ano de R\$ 3,9 bilhões nas receitas previstas para a União¹⁷. Também em 2024, a Ação Cível Originária (ACO) 3678, movida pelo Estado do Rio de Janeiro, suspendeu penalidades por descumprimento do Regime de Recuperação Fiscal e limitou os pagamentos da dívida com a União aos valores de 2023, gerando impacto de R\$ 4,8 bilhões.

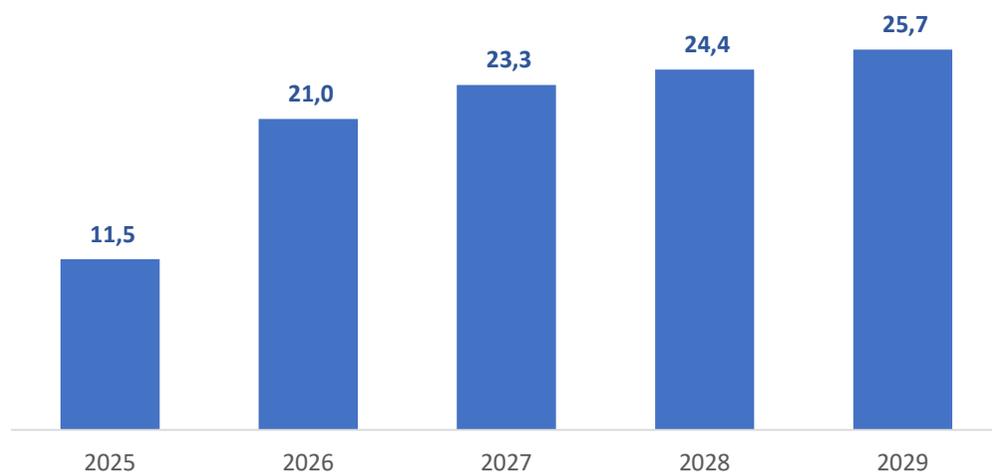
A alteração mais recente nas condições das dívidas dos entes subnacionais foi introduzida pelo Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados (Propag), conforme a LC n. 212/2025¹⁸. O Propag traz a possibilidade de que os Estados venham a renegociar os termos de suas dívidas com a União, podendo realizar amortizações extraordinárias, alterar os índices de correção monetária originais dos contratos para IPCA, alterar o valor da taxa de juros das dívidas (mediante contrapartidas estipuladas na lei) e refinar o saldo devedor de cada contrato em 360 meses. Estimativas preliminares indicam que a redução de receitas para a União pode alcançar R\$ 105,9 bilhões entre 2025 e 2029¹⁹, conforme Figura 29.

17 Este normativo reduz a 0% os juros nos contratos de dívida contratual do ente com a União pelo período de 36 (trinta e seis) meses, bem como, pelo mesmo período, posterga integralmente pagamentos devidos.

18 [Lei Complementar n. 212, de 13 de janeiro de 2025](#)

19 Para reduzir os encargos financeiros, os Estados podem optar entre vários percentuais de amortização extraordinária do saldo devedor, percentuais de aportes ao Fundo de Equalização e percentuais de aplicação de recursos em investimentos específicos. As estimativas de impacto consideram um cenário em que todos os Estados optem por não realizar amortizações extraordinárias do saldo devedor e que seja aplicada uma taxa de juros real de 2% a.a. para todos. O impacto é calculado como a diferença entre os fluxos de pagamentos com os encargos vigentes e os fluxos projetados com a taxa de 2%. Ressalta-se que o cálculo ainda é preliminar, pois depende tanto da regulamentação da lei quanto da definição dos cenários adotados por cada Estado. Para maiores detalhes, vide [Nota Técnica - Estimativa de Impacto da Lei Complementar no 212/2025, do dia 21 de janeiro de 2025](#)

Figura 29 - Estimativa de impacto financeiro da LC nº212/2025 (R\$ bilhões)*

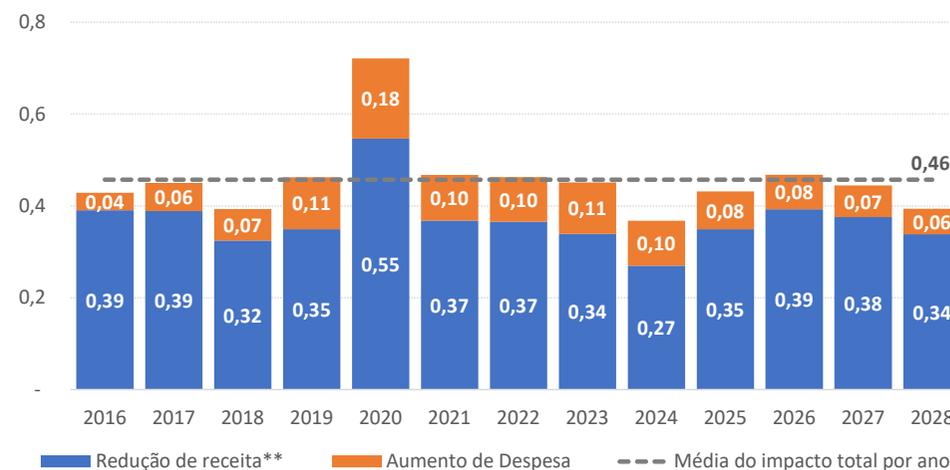


*Corresponde ao Cenário II da Nota Técnica “Estimativa de Impacto da Lei Complementar n. 212/2025”

Fonte: Tesouro Nacional

As legislações mencionadas alteraram retroativamente índices de correção e taxas de juros, além de alongarem as dívidas, reduzindo o fluxo esperado de recebimentos pela União em comparação às projeções originais da Lei n. 9.496/1997 ou MP 2185/2001. Essa redução, somada às honras de garantias, aumenta a necessidade de financiamento do Tesouro Nacional, resultando em uma DPF mais alta no mercado. A Figura 30 estima o impacto financeiro na DPF, considerando as honras de garantias e a redução de receita de todas as renegociações de dívidas dos entes subnacionais desde 2016 até o Propag. Em média, esses fatores elevaram a DPF em cerca de 0,46% do PIB por ano.

Figura 30 - Impacto de reestruturações e honras de aval (% PIB)*



*A preços constantes, corrigidos pelo IGP-DI de dezembro de 2024.

** 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 2024; 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, 201 e 212, para valores de 2025 a 2028. Inclui também os efeitos da LC n. 206/2024, que beneficiou os Rio Grande do Sul com a suspensão das cobranças das dívidas.

Fonte: Tesouro Nacional

5

Considerações finais

O ano de 2024 foi marcado, na esfera nacional, pelo debate em relação ao cenário fiscal e seus impactos na inflação e no endividamento público. Ao iniciar o ano, se antevia um cenário de desaceleração inflacionária, permitindo a flexibilização da política monetária. Esse cenário foi substancialmente alterado ao longo do ano, com um aumento das expectativas em relação à inflação e uma reversão da trajetória de queda da taxa Selic, para uma estabilização e, subsequentemente, para duas elevações no segundo semestre.

No cenário externo, este também foi se alterando ao longo do ano. De início, havia uma expectativa para o início do ciclo de afrouxamento monetário nos Estados Unidos, que acabou se iniciando somente no segundo semestre. Essas incertezas afetaram os mercados emergentes, pressionando as taxas de câmbio e aumentando a aversão ao risco.

Essas mudanças de cenário impuseram a necessidade de revisão da estratégia de financiamento da DPF inicialmente exposta no PAF 2024, com um aumento da proporção de títulos remunerados por juros flutuantes na DPF, em detrimento tanto dos títulos indexados à inflação quanto dos títulos com taxas prefixadas.

Os indicadores de estoque, composição e estrutura de vencimentos da DPF encerraram o ano aderentes aos intervalos apontados na revisão do PAF. Ressalta-se, em especial, o indicador de percentual vincendo em 12 meses, que ficou em 17,8%, próximo ao limite inferior e abaixo

dos 20,1% do ano anterior, mostrando a continuidade do processo de reversão da dinâmica de concentração da dívida no curto prazo.

Na agenda de títulos sustentáveis, houve a emissão do segundo título soberano temático do Brasil no mercado internacional, refletindo a manutenção da estratégia de emissões regulares nesse mercado. Foi também publicado, em novembro, o primeiro Relatório de Alocação e Impacto dos títulos soberanos sustentáveis, evidenciando a alocação de recursos em montante equivalente a 60% da primeira emissão e 40% da segunda.

Como destaque positivo, houve ao longo do ano dois importantes movimentos da Moody's, uma das três principais agências de classificação de risco de crédito. Em abril de 2024, a agência alterou o *outlook* atribuído ao país, de estável para positivo. Em seguida, em setembro de 2024, a Moody's elevou a nota de crédito soberano do Brasil de "Ba2" para "Ba1", com a manutenção do *outlook* positivo, deixando o país a um nível do grau de investimento.

A expectativa de avanços na nota de crédito do país deve se apoiar nos esforços de consolidação fiscal e reformas voltadas ao crescimento econômico, que fomentem investimentos no país. Esses fatores são cruciais para o avanço da gestão da DPF, especialmente na melhora de sua composição, com o objetivo de reduzir a exposição a juros flutuantes e ampliar a fatia de dívida com taxas prefixadas, a ser alcançada gradualmente no médio prazo.