

**2025**

Publicado em  
28/01/2026

Secretaria do Tesouro Nacional  
Ministério da Fazenda

# **RAD - Relatório Anual da Dívida**

**Ministro da Fazenda**  
Fernando Haddad

**Secretário Executivo do Ministério da Fazenda**  
Dario Carnevalli Durigan

**Secretário do Tesouro Nacional**  
Rogério Ceron de Oliveira

**Secretária Adjunta do Tesouro Nacional**  
Viviane Aparecida da Silva Varga

**Subsecretário de Gestão Fiscal (SUGEF)**  
Rafael Rezende Brigolini

**Subsecretário de Planejamento Estratégico da Política Fiscal (SUPEF)**  
David Rebelo Athayde

**Subsecretário de Contabilidade Pública (SUCON)**  
Heriberto Henrique Vilela do Nascimento

**Subsecretário de Administração Financeira Federal (SUAFI)**  
Paulo Moreira Marques

**Subsecretária de Relações Financeiras Intergovernamentais (SURIN)**  
Suzana Teixeira Braga

**Subsecretário de Dívida Pública (SUDIP)**  
Daniel Cardoso Leal

**Subsecretária de Administração, Transformação Digital e Inovação (SUATI)**  
Maria Betânia Gonçalves Xavier

**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

**Coordenadora-Geral do Tesouro Direto**  
Thayssa Mendes Tavares Pena

**Equipe Técnica**

Alison de Oliveira Barcelos  
Amanda Giordani Pereira  
Ana Cristini Gomes e Silva Ilha  
Ana Lucia Barbosa Coelho Nielsen  
André Duarte Veras  
Aline de Medeiros Dantas  
Augusto César Araújo Maeda  
Carlos Roberto de Carvalho Júnior  
Cassio Sobocinski Castro  
Cecília de Souza Salviano  
Cesar Almeida de Meneses 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  
Duilio Itacarambi Reis Canedo  
Eduardo Antonio Gomes Barbosa  
Eduardo Henrique Leitner  
Edson Silveira Sobrinho  
Fabiana Magalhaes Rodopoulos  
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  
Juan Guillermo Valdivia Murillo  
Juliana Cintra Miranda de Souza Aranha  
Juliana Torres da Paz  
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  
Marcos Minoru Taketomi  
Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrao de Lamonica Freire  
Paulo de Castro Brandão  
Paulo de Oliveira Leitao Neto  
Paulo Ernesto Monteiro Gomes  
Pedro Ferreira Barbosa  
Pedro Manfroio Iurinic da Costa  
Petrônio de Oliveira Castanheira  
Plínio Portela de Oliveira  
Poliana de Carvalho Pereira  
Rafael Danilo de Sales Leal  
Raquel Lima Pereira de Araujo Leite\*  
Renato Lourenço Guedes\*  
Ricardo José Macedo dos Santos  
Ricardo Machado Miranda Filho  
Ricardo Milsztajn  
Rodrigo Sampaio Marques  
Sérgio Ricardo de Brito Gadelha  
Victor Valdivino Caetano de Almeida  
Vinicius Pinto de Menezes  
Vivian Fernandes Rodrigues Barbosa

\*Coordenação Técnica

Dívida Pública Federal: Relatório Anual da Dívida 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2026, número 26.

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](mailto:ascom@tesouro.gov.br)

**Disponível em:** [www.tesourotransparente.gov.br](http://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 - Rayane Amorim

Fotos: Adobe Stock

**Última alteração:** 28/01/2026

# Sumário

	<b>Mensagem do Tesouro Nacional</b>	<b>4</b>
<b>1</b>	<b>Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2025</b>	<b>5</b>
	1.1 Contexto Macroeconômico	5
	1.2 Mercado Financeiro em 2025	6
<b>2</b>	<b>Cenários e Necessidade de Financiamento em 2025</b>	<b>9</b>
	2.1 Necessidade de Financiamento	9
	2.2 Reserva de Liquidez	10
	2.3 Dívida Interna	11
	2.4 Dívida Externa	13
	2.5 Emissões Soberanas Sustentáveis	14
<b>3</b>	<b>Resultados Alcançados</b>	<b>17</b>
	3.1 Plano Anual de Financiamento 2025 e Principais Resultados	17
	3.2 Estoque da DPF	18
	3.3 Riscos da DPF	18
	3.4 Custo da Dívida Pública	22
	3.5 Base de Investidores da DPMFi	22
	3.6 Tesouro Direto	23
<b>4</b>	<b>Garantias</b>	<b>25</b>
<b>5</b>	<b>Considerações Finais</b>	<b>29</b>
	<b>Anexo Metodológico</b>	<b>30</b>



# Mensagem do Tesouro Nacional

Temos o prazer de apresentar o Relatório Anual da Dívida 2025, documento que consolida os principais resultados da gestão da Dívida Pública Federal (DPF) ao longo do ano. A divulgação do relatório integra o compromisso do Tesouro Nacional com uma gestão responsável, transparente e alinhada às melhores práticas internacionais.

A execução da estratégia de financiamento em 2025 ocorreu em um ambiente internacional desafiador, marcado por elevada incerteza comercial e geopolítica, e por taxas de juros domésticas em patamar historicamente elevado. No campo fiscal, os esforços para o alcance da meta de resultado primário reforçaram o compromisso com a consolidação das contas públicas.

Nesse contexto, a demanda por títulos públicos permaneceu consistente ao longo do ano. Isso permitiu ao Tesouro Nacional fortalecer sua reserva de liquidez e conduzir uma composição de emissões mais balanceada entre os diferentes instrumentos, com destaque para os títulos prefixados. As LFT seguiram exercendo papel relevante no financiamento, acompanhadas pelos títulos indexados a índices de preços.

Em 2025, a dívida externa da DPF alcançou desempenho histórico, com a maior captação desde 2005 e o maior número de emissões desde 2010, evidenciando o apetite dos investidores estrangeiros e a confiança na solidez da economia brasileira. Esse resultado reforça a presença do Tesouro Nacional nos mercados internacionais e contribui para a diversificação das fontes de financiamento.

O Tesouro Nacional permanece atento às condições e à adequada dinâmica do mercado de títulos públicos, buscando conciliar sua estratégia de financiamento com a preservação da liquidez e do bom funcionamento do mercado.

# 1 Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2025

## 1.1 Contexto Macroeconômico

Em 2025, o ambiente internacional foi marcado por incerteza e volatilidade, em especial devido ao endurecimento da política comercial dos Estados Unidos e às medidas tarifárias que afetaram diversos parceiros, incluindo o Brasil. Essas ações elevaram a percepção de risco global, pressionaram preços de ativos e criaram desafios adicionais para o comércio exterior brasileiro ao longo do ano, apesar de alguns ajustes pontuais nas tarifas.

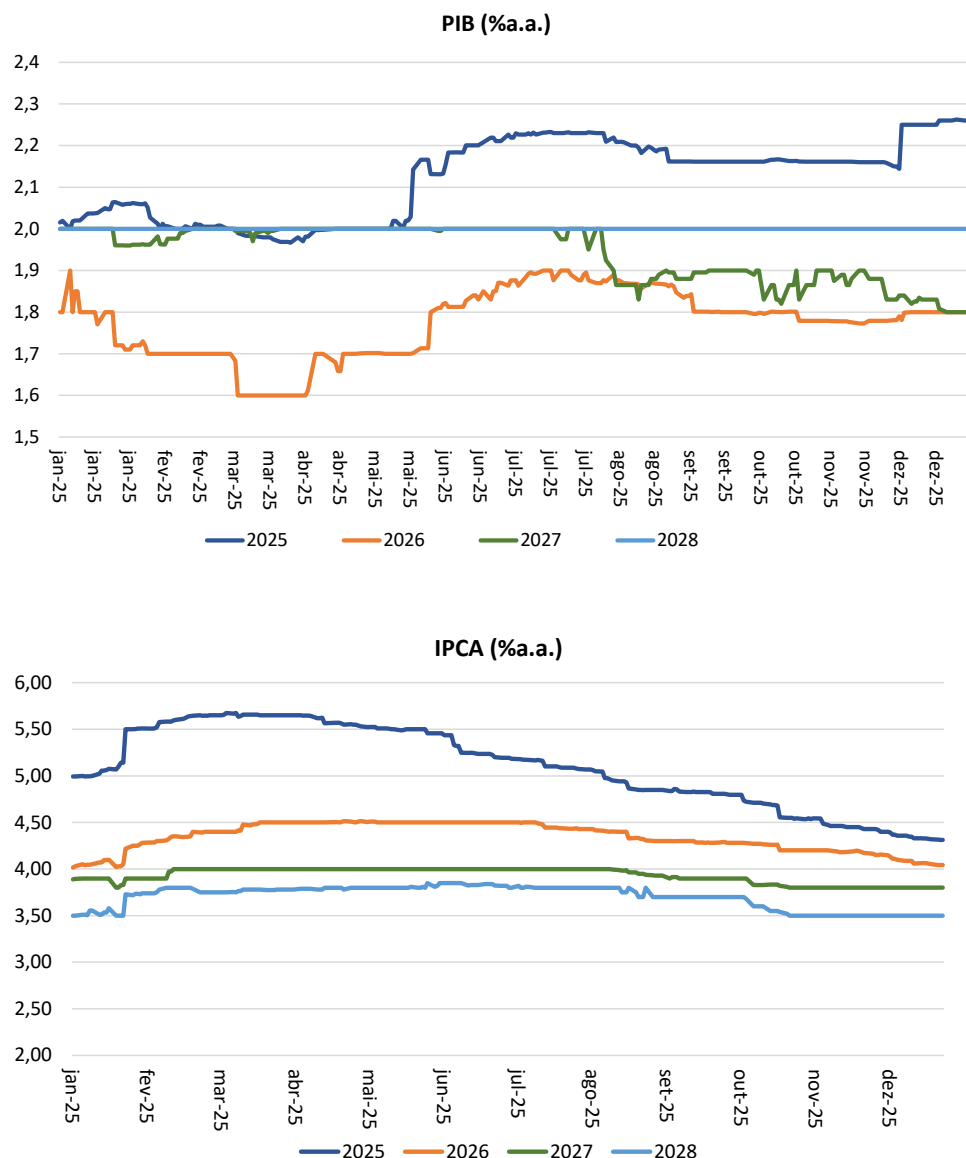
Nas principais economias, a dinâmica também contribuiu para um ambiente com pressões. Nos Estados Unidos, a atividade seguiu robusta e a inflação manteve-se acima da meta, ainda que o Federal Reserve tenha iniciado, no segundo semestre, um processo gradual de flexibilização monetária diante de sinais de desaceleração do mercado de trabalho. Já a China continuou seu movimento de transição para um crescimento mais moderado, influenciado pela persistente fragilidade do setor imobiliário desde 2022.

No âmbito doméstico, a economia brasileira manteve crescimento robusto em 2025, embora em ritmo mais moderado que nos anos anteriores. A expansão, estimada em cerca de 2,3% (Focus de 31/12/25), representa desaceleração frente ao desempenho de 2024.

No início de 2025, a agropecuária e os investimentos em infraestrutura impulsionaram os resultados, enquanto o consumo das famílias e a indústria avançaram mais lentamente, influenciados pelas taxas de juros elevadas e menor expansão do crédito. O setor de serviços permaneceu como destaque, sustentado pelo processo de desinflação e pelo mercado de trabalho aquecido, com taxa de desemprego em mínima histórica, favorecendo a demanda interna.

A inflação apresentou trajetória de desaceleração ao longo do ano, em linha com a moderação de alguns setores da atividade econômica. A apreciação cambial contribuiu para aproximar a variação do índice de preço do intervalo de tolerância da meta. A redução foi mais intensa nos bens comercializáveis, favorecida pela valorização do câmbio, enquanto os serviços ajustaram-se de forma mais lenta devido ao mercado de trabalho aquecido. As expectativas de inflação em 12 meses convergiram gradualmente para o intervalo de tolerância, reforçando um cenário de desinflação consistente com o arrefecimento da economia. A Figura 1 ilustra a evolução das projeções de mercado para o PIB e a inflação.

**Figura 1. Evolução das projeções de mercado para o PIB e inflação (% ao ano)**



Fonte: Banco Central (Pesquisa Focus)

Em relação à política monetária, o Banco Central continuou o ciclo de aperto iniciado em setembro de 2024, promovendo sucessivos aumentos na taxa Selic até atingir 15% em junho, patamar que permaneceu estável até o fim do ano. Os juros em terreno restritivo e a sinalização pela autoridade monetária de manter a Selic elevada por período prolongado tem o objetivo de assegurar a convergência da inflação à meta de 3,0%.

Quanto à política fiscal, o cenário permaneceu desafiador, com avanços graduais no controle de despesas e na ampliação de receitas sob o novo Arcabouço Fiscal. As projeções mais recentes, divulgadas no 5º Relatório Bimestral de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias em 21 de novembro de 2025, apontam para um déficit primário de R\$ 72,4 bilhões (cerca de 0,6% do PIB). O resultado indica não apenas o cumprimento da meta fiscal para o ano, mas também uma melhora frente ao desempenho de 2024.

As contas externas tornaram-se mais desafiadoras em 2025, com aumento do déficit em transações correntes, refletindo o menor resultado da balança comercial diante da desaceleração das exportações e da queda nos preços internacionais das *commodities*. Apesar desse cenário, o déficit tem sido financiado principalmente por entradas de Investimento Direto no País (IDP), o que contribui para reduzir riscos de financiamento. Adicionalmente, as reservas internacionais permanecem em patamar elevado, acima de US\$ 350 bilhões, garantindo maior resiliência externa.

## 1.2 Mercado Financeiro em 2025

Apesar da incerteza sobre as políticas econômicas nos Estados Unidos, as bolsas tiveram desempenho robusto, com índices acionários em níveis recordes, impulsionados por resultados corporativos, especialmente no setor de tecnologia ligado à Inteligência Artificial

(IA). As curvas de juros fecharam, contribuindo para um ambiente mais positivo nos mercados com a retomada do ciclo de cortes, após a manutenção das “*Fed Funds*” entre janeiro e agosto. Esse movimento permitiu que o rendimento da *Treasury* de 10 anos retornasse ao patamar observado antes da eleição de Donald Trump. A Figura 2 apresenta a relação entre bolsas e dos títulos norte-americanos no período.

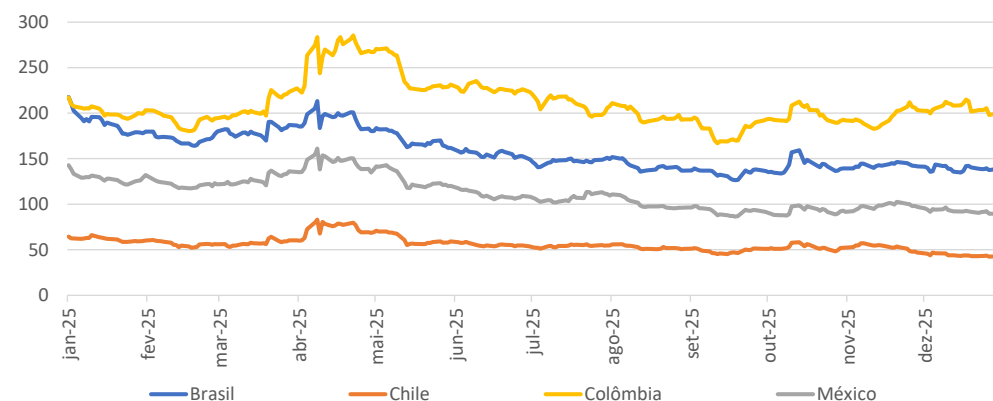
**Figura 2. Desempenho dos mercados acionário e de títulos norte-americanos no ano**



Fonte: Bloomberg

O panorama geopolítico em 2025 foi marcado por volatilidade e incerteza nos mercados globais, impulsionado pela disputa tarifária do governo americano com parceiros comerciais estratégicos, como China, União Europeia e Brasil. Paralelamente, os conflitos na Ucrânia e na Faixa de Gaza mantiveram investidores em alerta, influenciando os preços de *commodities* e elevando o prêmio de risco de economias emergentes. Apesar do cenário global adverso, o *Credit Default Swap* (CDS) brasileiro acompanhou a tendência dos pares latino-americanos e encerrou 2025 em torno de 138 bps (pontos-base), abaixo do nível do ano anterior, conforme demonstrado na Figura 3.

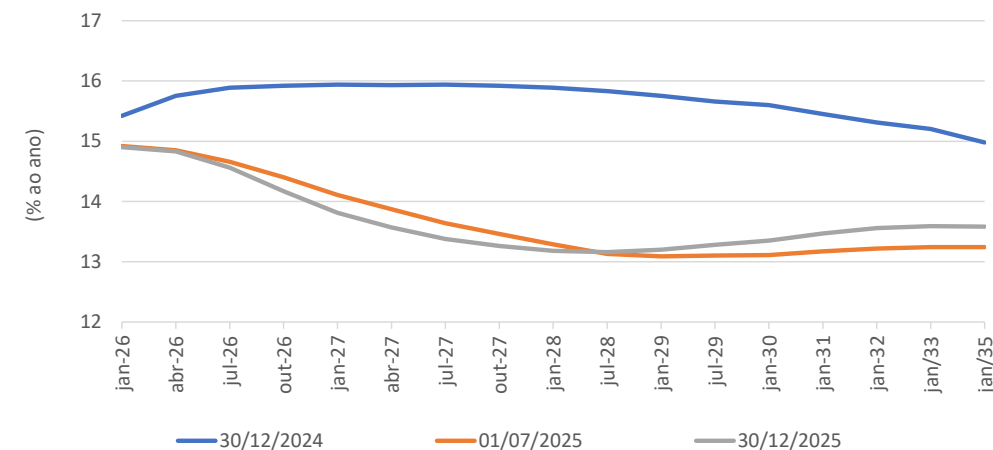
**Figura 3. Credit Default Swap (CDS) 5 anos - países selecionados (pontos-base)**



Fonte: Bloomberg

No campo doméstico, diante do processo de elevação da taxa de juros para um patamar restritivo, o Banco Central do Brasil manteve firme o compromisso de conter a desancoragem das expectativas de inflação. Nesse contexto, a dinâmica dos juros e dos títulos públicos locais foi fortemente influenciada pelas expectativas acerca do fim do ciclo de alta da Selic e posterior início do afrouxamento monetário, como mostra a Figura 4.

**Figura 4. Curva de juros futuros**



Fonte: Bloomberg

O mercado de renda fixa apresentou oscilações diante de sinais mistos da economia doméstica. Enquanto os indicadores de atividade apontaram para um arrefecimento gradual, o mercado de trabalho manteve-se resiliente. Além disso, discussões sobre o cenário político e a sustentabilidade fiscal adicionaram volatilidade aos ativos locais. Adicionalmente, a imposição de tarifas sobre produtos brasileiros pelos Estados Unidos foi fonte de incertezas e pressionou as expectativas de mercado.

A Medida Provisória 1.303/2025, que propunha mudanças na tributação de investimentos, proporcionou pressão no mercado de títulos públicos. Esse movimento abriu espaço para o crescimento das emissões de crédito privado, especialmente por meio de debêntures incentivadas, que aumentaram sua relevância diante do cenário de incerteza tributária. Assim, o Tesouro Nacional concentrou suas emissões em títulos prefixados, especialmente no segundo semestre, enquanto as LFT apresentaram um comportamento mais estável durante o ano. Outra movimentação importante do Tesouro Nacional foi a realização de dois leilões com papéis *off-the-run*<sup>1</sup> de NTN-B, em abril e setembro, com o objetivo de contribuir para a eficiência das curvas de juros e do mercado secundário de títulos públicos.

---

<sup>1</sup> Títulos públicos que não fazem parte do rol de emissão ordinária do cronograma do Tesouro Nacional.



# 2 Estratégia de Financiamento em 2025

## 2.1 Necessidade Líquida de Financiamento

Em 2025, a necessidade líquida de financiamento do Tesouro Nacional alcançou R\$ 1.460,6 bilhões, valor R\$ 0,3 bilhão abaixo da previsão do PAF 2025, conforme mostra a Figura 5.

Figura 5. Necessidade líquida de financiamento do Tesouro Nacional (R\$ bilhões)

	Necessidade Líquida de Financiamento		Vencimentos DPF		Despesas Orçamentárias (exceto Dívida)		Honras de Garantia		Recursos Orçamentários
Realizado	1.460,6	=	1.556,8	+	134,9	+	11,1	-	242,2
PAF 2025	1.460,9	=	1.453,7	+	256,5	+	10,5	-	259,8
Diferença	-0,3	=	103,1	+	-121,6	+	0,6	-	-17,6

Fonte: Tesouro Nacional

Os vencimentos da Dívida Pública Federal (DPF) em 2025 superaram em R\$ 103,1 bilhões os valores projetados no PAF, principalmente devido a fluxos da dívida interna em mercado: resgates antecipados do Programa Tesouro Direto (R\$ 36,9 bilhões), emissões de títulos com

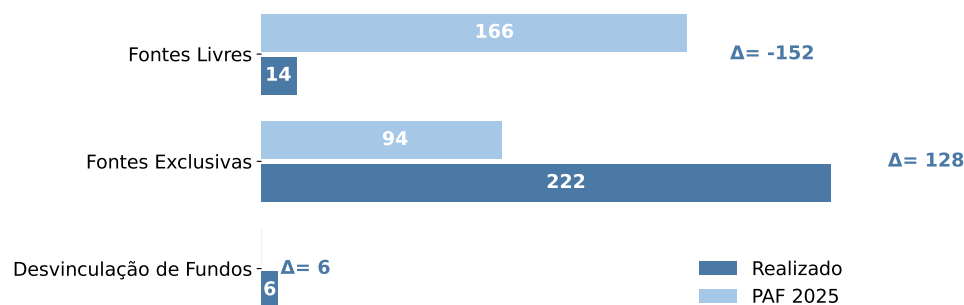
fluxos de pagamentos dentro do próprio exercício (R\$ 34,5 bilhões) e pagamentos referentes a emissões retroativas de títulos Certificados de Variação Salarial - CVS<sup>2</sup> (R\$ 27,6 bilhões).

As honras de garantias, que são mais bem detalhadas na seção 4 deste RAD, tiveram valor total em linha com o projetado para o ano.

Já a cobertura de despesas orçamentárias (exceto dívida) com recursos da emissão de títulos públicos ficou R\$ 121,6 bilhões abaixo do previsto na Lei Orçamentária Anual (LOA) 2025 (R\$ 256,5 bilhões), após o remanejamento de fontes de recursos (R\$ 150,9 bilhões) para essas despesas. Ainda neste item, houve pagamentos associados a Restos a Pagar (R\$ 8,6 bilhões). Por fim, os recursos não oriundos de operações de crédito utilizados nos pagamentos da dívida ficaram R\$ 17,6 bilhões abaixo do previsto inicialmente, mas com alteração em sua composição, como mostra a Figura 6. Houve aumento no pagamento de dívida com fontes exclusivas para esse fim. O remanejamento das fontes livres contribuiu para a redução mencionada no uso de recursos de emissões para cobrir despesas orçamentárias fora da dívida.

<sup>2</sup> As emissões retroativas de CVS dizem respeito à securitização, pelo Governo Federal, do passivo contingente oriundo do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), através da novação de suas dívidas, na década de 90. O título CVS foi criado com data de emissão de 01/01/1997 e vencimento em 30 anos (ou seja, vencimento fatal em 01/01/2027). Como as novações continuam acontecendo, as emissões são chamadas retroativas pois referem-se a títulos registrados no sistema após a data de emissão original. Isso significa que, ao serem registrados, parte do valor principal e dos juros já venceu e, portanto, esses valores são quitados no primeiro dia útil do mês subsequente ao registro.

**Figura 6. Utilização de recursos orçamentários não oriundos de emissões em 2025 - R\$ bilhões**

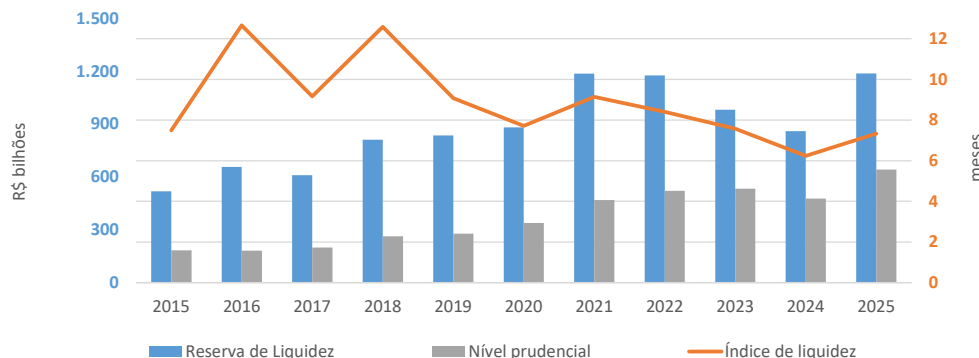


Fonte: Tesouro Nacional

## 2.2 Reserva de Liquidez

A reserva de liquidez da dívida manteve-se em patamar confortável ao longo de 2025, garantindo ao Tesouro Nacional flexibilidade para administrar os vencimentos, mitigar o risco de refinanciamento (vide seção 3.2) e ajustar sua estratégia em períodos de maior incerteza. Em dezembro de 2025, seu saldo totalizou R\$ 1,19 trilhão - o equivalente a 7,3 meses de vencimentos da dívida em mercado e juros no BCB (Figura 7) - bem acima do nível prudencial de 3,0 meses.

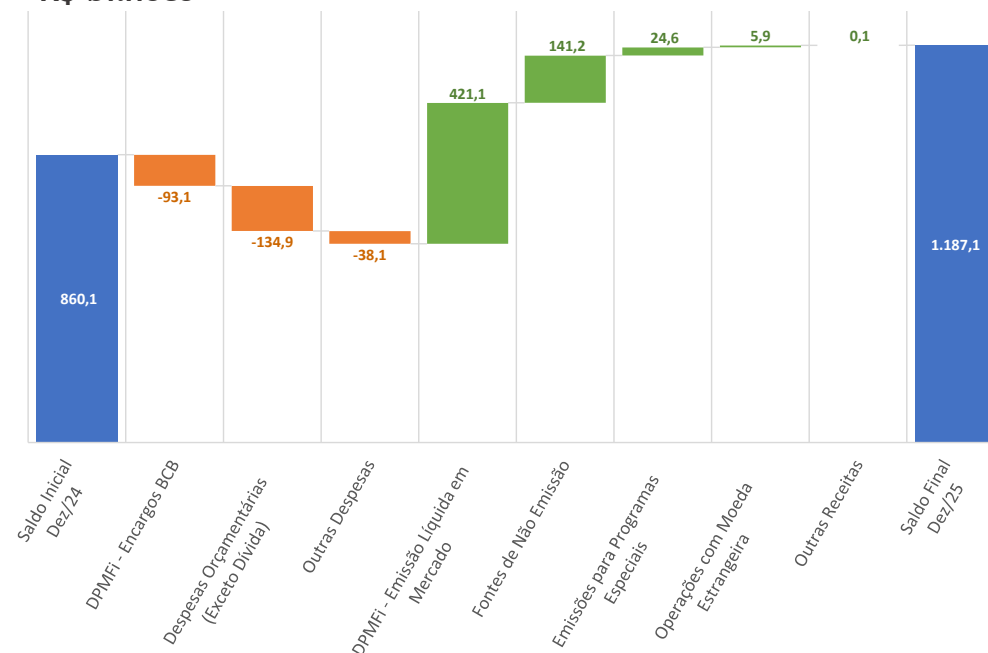
**Figura 7. Evolução da reserva de liquidez da Dívida Pública e meses de cobertura da DPMFi - Posição em dezembro de cada exercício**



Fonte: Tesouro Nacional

As emissões líquidas da DPMFi se destacaram positivamente ao reforçar a reserva de liquidez em 2025, como mostra a Figura 8. As condições de mercado, combinadas a uma demanda consistente por títulos públicos, permitiram captações acima da previsão inicial do PAF 2025. Com isso, o Tesouro aproveitou a janela favorável para ampliar as emissões sem pressionar preços – movimento relevante para preparar a gestão da dívida diante de eventuais oscilações de mercado em 2026.

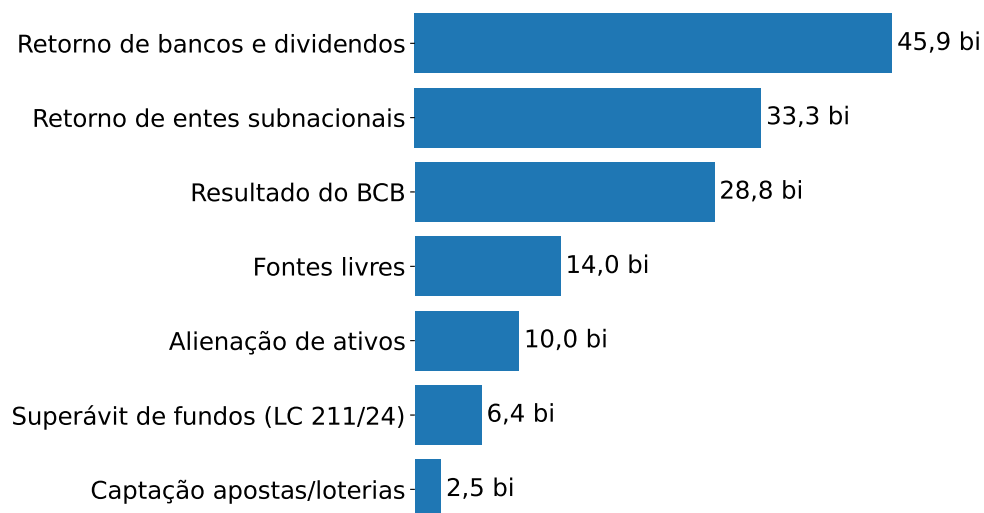
**Figura 8. Fatores de Variação da Reserva de Liquidez em 2025 - R\$ bilhões**



Fonte: Tesouro Nacional

Além disso, o retorno de créditos do Tesouro Nacional também contribuiu para fortalecer a reserva de liquidez. A Figura 9 destaca os principais ingressos no grupo de fontes não oriundas da emissão de títulos.

**Figura 9. Ingresso de Fontes Não Oriundas da Emissão de Títulos em 2025 - R\$ bilhões**



\*Captação apostas/loterias: recursos previstos na Lei 13.756/18, art. 14, §7º, utilizados no pagamento da dívida pública.

Fonte: Tesouro Nacional

No sentido oposto, os principais fatores de variação negativa da reserva de liquidez foram os encargos sobre títulos na carteira do BCB<sup>3</sup> e as despesas orçamentárias não relacionadas à dívida. Além disso, “Outras Despesas” incluem pagamentos de garantias da União em operações de crédito de entes subnacionais (-R\$ 11,1 bilhões) e despesas com o Fundo de Compensação de Variações Salariais (-R\$ 23,8 bilhões).

A Tabela 1 mostra a composição da reserva de liquidez por fontes de recursos ao final do exercício de 2024 e sua variação ao longo de 2025. Por definição, essa reserva é composta apenas por receitas oriundas da emissão de títulos e de fontes exclusivas da dívida, mas

<sup>3</sup> 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.

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 2025 - em R\$ bilhões**

Fonte	Origem dos Recursos	Saldo Inicial	Receita	Despesa	Saldo Final
400	Retorno de crédito de entes subnacionais, Alienação de ativos e Resultado do BCB	92,8	72,1	-151,7	13,2
401	Retorno de crédito de bancos públicos e Dividendos	35,7	45,9	-67,7	13,9
443/444	Emissão de Títulos	731,6	2.462,8	-2.034,3	1.160,1
448	Desembolsos em Operações de Crédito Externas	0,0	0,4	-0,4	0,0
000	Fontes Livres	0,0	14,0	-14,0	0,0
007/020/050/083	Fontes de Fundos Superavitários	0,0	6,4	-6,4	0,0
121	Recursos de superávit financeiro vinculados ao pagamento da Dívida	0,0	2,5	-2,5	0,0
<b>Total</b>		<b>860,1</b>	<b>2.604,1</b>	<b>-2.277,1</b>	<b>1.187,1</b>

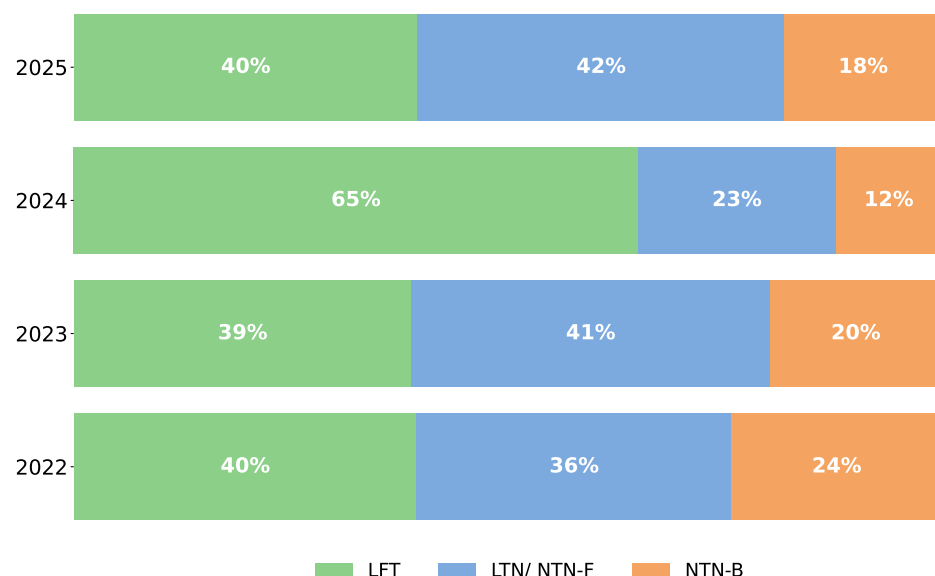
\* As receitas de emissões incluem o refinanciamento de principal dos títulos que venceram na carteira do Banco Central, além das captações no mercado doméstico.

Fonte: Tesouro Nacional

## 2.3 Dívida Interna

A estratégia de financiamento do Tesouro Nacional permaneceu ancorada no mercado doméstico, que respondeu por 96,8% das emissões da DPF em 2025. Ao longo do ano, as colocações recuperaram uma composição mais equilibrada por indexadores e prazos, preservando o conjunto de *benchmarks* que assegura profundidade ao mercado e previsibilidade aos investidores, após a forte concentração em LFT observada em 2024. Como mostra a Figura 10, embora as LFT tenham mantido participação relevante, aumentou o peso dos títulos prefixados e indexados à inflação, levando o *mix* de emissões de volta a um padrão mais próximo do histórico.

**Figura 10. Composição das emissões de títulos nos leilões - Percentual**



Fonte: Tesouro Nacional

Nos prefixados, a estrutura tradicional das LTN foi preservada, com opções de 6, 12, 24, 48 e 72 meses, enquanto as NTN-F permaneceram ancoradas nos vértices de 7 e 10 anos. Nas NTN-B, o Tesouro manteve o calendário de seis vencimentos principais (3, 5, 7, 10, 25 e 40 anos), alternando semanalmente os grupos ofertados para assegurar liquidez ao longo da curva, além de realizar dois leilões *off-the-run* (detalhados no Box 1) para ajustar pontos específicos da estrutura a termo. As LFT seguiram com dois vértices centrais (3 e 6 anos), com rolagem previsível ao longo do ano. Esse conjunto de referências reforçou a construção de uma curva de juros pública estável e bem distribuída, além de sustentar a diversificação do *mix* de emissões em 2025.

### Box 1. Leilões *Off-the-Run* de NTN-B

O Tesouro Nacional acompanha continuamente as condições de mercado para assegurar o bom funcionamento do mercado secundário de títulos públicos. Nesse contexto, realizou dois leilões de NTN-B *off-the-run* – vencimentos fora do calendário regular – nos meses de abril e setembro. Em abril, foram ofertadas as séries com vencimentos em mai/2033, ago/2040, ago/2050 e mai/2055; em setembro, as de ago/2040, ago/2050 e mai/2055. Os resultados dos leilões estão apresentados na Tabela 2. No total, as duas operações somaram R\$ 40,1 bilhões em NTN-B *off-the-run*. Em ambos os leilões, o vértice com maior demanda foi o de ago/2040, contribuindo para melhorar a eficiência nesse ponto da estrutura a termo.

**Tabela 2. Balanço dos leilões Off-the-Run 2025 - NTN-B**

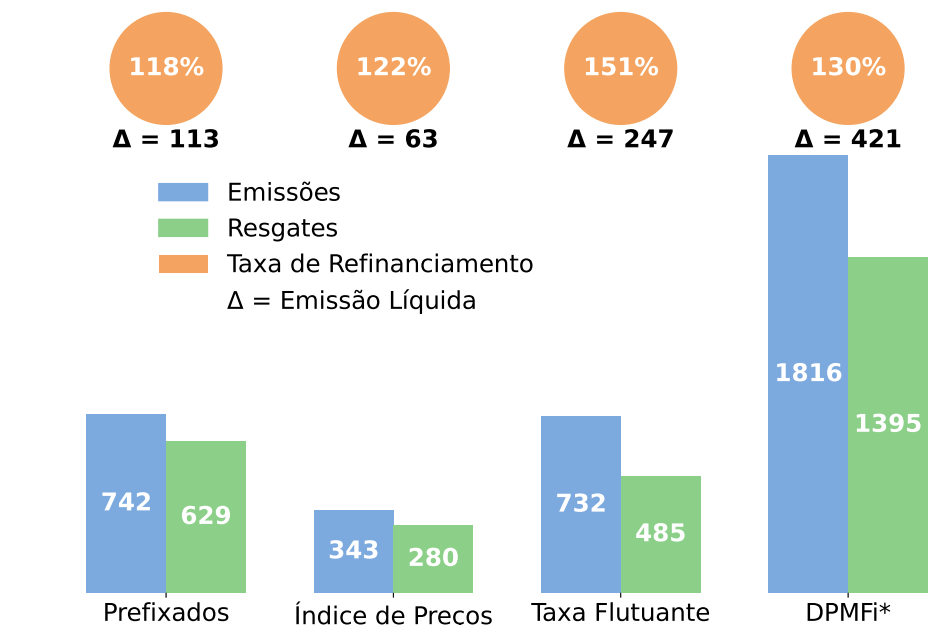
Data do leilão	Vencimento	Financeiro aceito (R\$ milhões)
23/04/2025	15/05/2033	5.217,30
23/04/2025	15/08/2040	9.828,50
23/04/2025	15/08/2050	1.441,50
23/04/2025	15/05/2055	2.418,10
03/09/2025	15/08/2040	7.423,00
03/09/2025	15/08/2050	6.488,90
03/09/2025	15/05/2055	7.325,40
<b>Total</b>		<b>40.142,70</b>

Fonte: Tesouro Nacional

No balanço anual da DPMFi, as emissões superaram os resgates, assegurando uma taxa de refinanciamento confortável de 130%, e fortalecendo a reserva de liquidez da dívida. A emissão líquida foi positiva nos três grupos de títulos, refletindo uma estratégia de financiamento mais equilibrada e alinhada ao perfil de vencimentos. Como mostra a Figura 11, a contribuição veio de prefixados, indexados

à inflação e títulos flutuantes, marcando a recomposição gradual do mix após a forte concentração neste último grupo em 2024.

**Figura 11. Emissão líquida da DPMFi e percentual de refinanciamento por indicador**

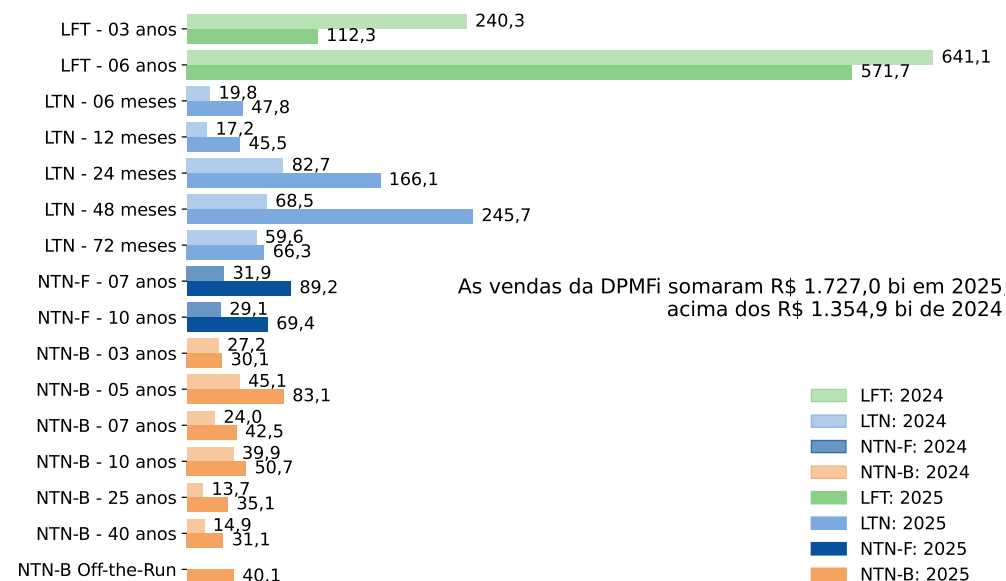


\*Considera-se apenas as emissões e resgates com impacto na liquidez

Fonte: Tesouro Nacional.

As captações nos leilões tradicionais da DPMFi somaram cerca de R\$ 1.727,0 bilhões em 2025 (Figura 12). Embora as LFT de 6 anos tenham permanecido como o título mais emitido, seu volume caiu em relação ao ano anterior. Entre os prefixados, houve aumento generalizado das emissões – com exceção das LTN de 72 meses – e, nas NTN-B, o crescimento foi mais expressivo nos vértices de 5 e de 10 anos. A realização de leilões *off-the-run* também reforçou a participação das NTN-B no total emitido, contribuindo para a diversificação observada ao longo do ano.

**Figura 12. Emissão de títulos da DPMFi - leilões de venda**



As vendas da DPMFi somaram R\$ 1.727,0 bi em 2025 acima dos R\$ 1.354,9 bi de 2024

Fonte: Tesouro Nacional.

## 2.4 Dívida Externa

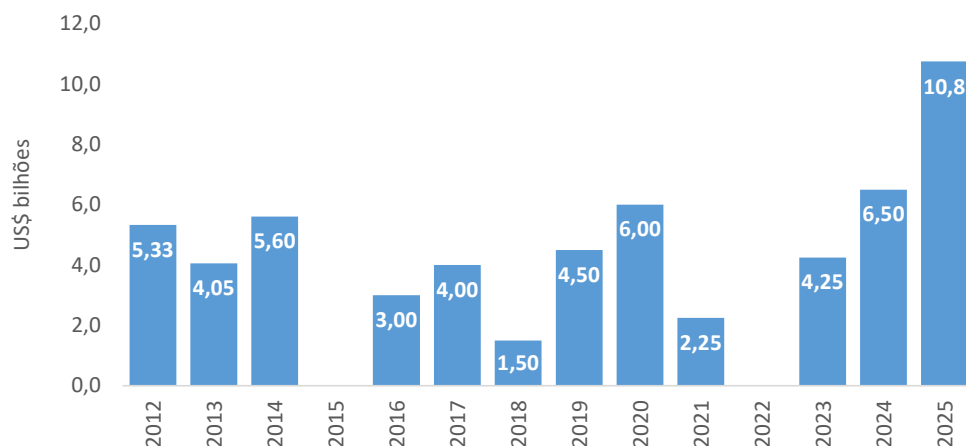
A gestão da Dívida Pública Federal externa (DPFe) mantém-se orientada pela meta de fortalecer a estrutura da dívida pública, com ênfase na consolidação de referências sólidas e acessíveis ao longo da curva de juros soberana. Esse esforço busca, ainda, atrair um público mais diversificado de investidores, melhorar os vértices da curva de juros soberana em dólares e alongar os prazos de vencimento, promovendo maior eficiência e diversificação no financiamento do governo.

Em 2025, o Tesouro Nacional aumentou o volume de emissões em relação aos anos anteriores, em conformidade com o direcionamento definido no PAF 2024, que elevou o objetivo de participação da dívida cambial na DPF de longo prazo de 5% para 7%. Para tanto, o cenário foi favorável em grande parte do ano. Os juros dos títulos norte-americanos e os

indicadores de risco estiveram em queda até março, período em que o Tesouro Nacional fez sua primeira emissão externa do ano. Entre abril e maio, com a disputa comercial entre EUA e vários países do mundo, o cenário ficou desfavorável, tendo retomado os níveis anteriores a partir de junho. O segundo semestre foi marcado pela retomada dos cortes nos juros dos Estados Unidos, o que estimulou o otimismo e aumentou a liquidez no mercado de renda fixa.

Para se alcançar a meta de aumento da participação relativa da dívida cambial em relação à dívida total, entende-se que será necessário elevar tanto o volume quanto a frequência das emissões. Nesse contexto, o Tesouro Nacional realizou, a partir de junho, mais três emissões externas. Com isso, 2025 ficou marcado pelo recorde US\$ 10,8 bilhões (Figura 13), maior volume da série histórica.

**Figura 13. Emissões da dívida pública mobiliária federal externa - US\$ bilhões**



Fonte: Tesouro Nacional

Vale destacar os *spreads* em relação aos *benchmarks* dos títulos dos tesouros norte-americanos. Nos títulos de 10 anos, por exemplo, referência mais utilizada nas emissões externas, o *spread* médio do ano em relação ao título similar norte-americano esteve perto de 220

pontos, menor valor desde 2019, o que denota a confiança crescente do investidor externo.

Outra novidade de 2025 foi a operação de gestão de passivos - *liability management*. Após sete anos sem uma operação do tipo, o Tesouro retomou-a em setembro. Consistiu em uma oferta de títulos de vencimento de longo prazo, o Global 2056, na qual deu-se a oportunidade de investidores trocarem seus títulos com vencimentos mais curtos. As trocas priorizaram pontos da curva mais críticos, com altas taxas de retorno. Assim, o Tesouro Nacional pode, ao mesmo tempo, suavizar e alongar sua curva de juros, e dar liquidez aos investidores. Com esse tipo de mecanismo, o Tesouro transmite aos investidores a credibilidade de uma boa gestão de passivos, o que favorece emissões futuras.

## 2.5 Emissões Soberanas Sustentáveis

Em linha com a estratégia para a Dívida Pública Federal externa (DPFe), o Tesouro Nacional já realizou três emissões soberanas sustentáveis: o Global 2031 (novembro/2023), o Global 2023 (junho/2024) e o Global 2033 (novembro/2025).

O Global 2033, um *benchmark* de 7 anos, foi emitido no montante de US\$ 1,5 bilhão, com taxa de retorno para o investidor de 5,75% a.a. e com vencimento em 4 de fevereiro de 2033. A operação registrou uma demanda robusta, e o *spread* da operação ficou em 187,4 pontos-base acima da *Treasury* (título do tesouro norte-americano) de referência.

Assim como foi realizado nas duas primeiras emissões sustentáveis, essa terceira emissão também sucedeu à publicação de um Relatório de Pré-Emissão (RPE)<sup>4</sup>, em agosto de 2025, indicando a intenção de reportar entre 50% a 60% do montante equivalente aos recursos

<sup>4</sup> [Relatório de Pré-Emissão](#)

líquidos da emissão em despesas ambientais. Adicionalmente, conforme demonstrado na Tabela 3, abaixo, o RPE informa intervalos almejados para a alocação por categoria de despesa previstas no Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis<sup>5</sup>.

**Tabela 3. Intervalos indicativos por categoria de despesas para a alocação dos recursos da terceira emissão brasileira de título soberano sustentável**

Categorias de despesas	3º RPE	
	Mínimo	Máximo
<b>Ambiental</b>	<b>50%</b>	<b>60%</b>
2. Energia Renovável	12%	16%
5. Recursos vivos e naturais e uso da terra	10%	14%
6. Biodiversidade Terrestre e Aquática	15%	19%
7. Gestão das águas e dos efluentes	11%	15%
8. Adaptação às mudanças climáticas	2%	6%
<b>Social</b>	<b>40%</b>	<b>50%</b>
1.1 Combate à pobreza	20%	25%
2. Segurança alimentar e sistemas alimentares sustentáveis	10%	15%
5. Acesso a infraestrutura básica	10%	15%

Fonte: Tesouro Nacional

De acordo com o Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis, o Comitê de Finanças Sustentáveis Soberanas (CFSS)<sup>6</sup> é responsável por consolidar e publicar os Relatórios de Alocação e Impacto (RAI) das emissões sustentáveis do Tesouro Nacional. Esse relatório deve ser publicado anualmente até a completa alocação dos recursos líquidos dos referidos títulos, o que deve acontecer em até 24 meses após cada emissão.

Assim, refletindo o compromisso do País com a transparência e com

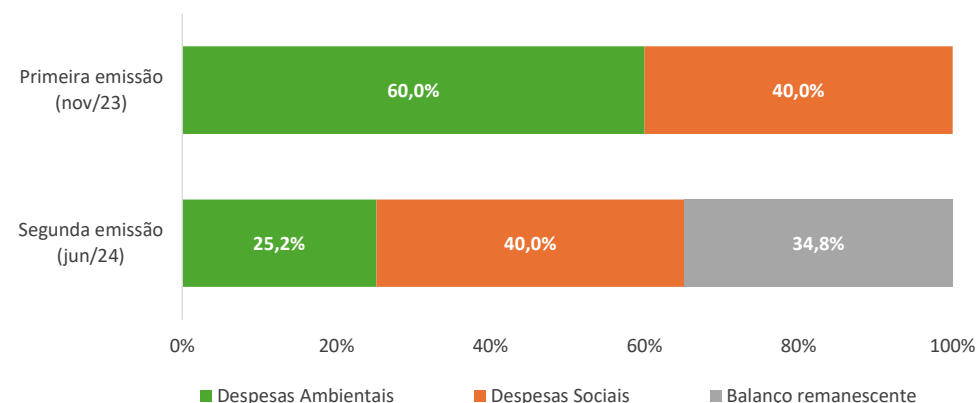
<sup>5</sup> [Arcabouço Brasileiro para Títulos Soberanos Sustentáveis](#)

<sup>6</sup> 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.

as boas práticas de mercado, como as estabelecidas pelos princípios da *International Capital Market Association (ICMA)*, foi divulgado o segundo Relatório de Alocação e Impacto (RAI)<sup>7</sup> em novembro de 2025, referente às duas primeiras emissões de títulos soberanos sustentáveis.

De acordo com a Figura 14 a seguir, verifica-se que, no que se refere à primeira emissão, realizada em novembro de 2023, o RAI 2025 entregou a completa alocação dos recursos, sendo 60% em despesas ambientais e 40% em despesas sociais, realizadas entre janeiro de 2023 e junho de 2025. Em termos financeiros, tais alocações correspondem a R\$ 5,77 bilhões e R\$ 3,85 bilhões, respectivamente. Já os recursos líquidos da segunda emissão encontram-se distribuídos da seguinte forma: 25,2% (R\$ 2,73 bilhões) para despesas ambientais e 40% (R\$ 4,33 bilhões) para despesas sociais, restando ainda 34,8% (R\$ 3,73 bilhões), que serão reportados na edição de 2026 do Relatório de Alocação e Impacto.

**Figura 14. Distribuição dos Recursos Líquidos das Emissões entre Despesas Ambientais, Despesas Sociais e Balanço Remanescente**



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

Entre os principais destaques na esfera ambiental observa-se a alocação de recursos em iniciativas voltadas à preservação da biodiversidade terrestre e aquática, considerada de importância

<sup>7</sup> [Relatório de Alocação e Impacto 2025](#)

crucial para o Brasil. Recursos substanciais também foram destinados à gestão sustentável de recursos vivos e naturais e uso da terra, especialmente voltados à proteção da saúde indígena. No âmbito do Fundo Clima, destacam-se os projetos de energia renovável, que promovem a transição energética do País.

Desse modo, o Brasil contribui para fortalecer as finanças sustentáveis e políticas correlatas, essenciais para atingir os objetivos climáticos e sociais do país.



# 3

## Resultados Alcançados

A gestão da Dívida Pública Federal (DPF) em 2025 manteve aderência às diretrizes estabelecidas no Plano Anual de Financiamento (PAF), refletindo os desafios e oportunidades do cenário econômico ao longo do ano. Observou-se que, apesar do ambiente de incertezas internacionais, houve elevação da participação de títulos prefixados nas emissões da dívida mobiliária federal interna em relação a 2024. Essa evolução permitiu retomar padrões de emissão semelhantes aos observados entre 2021 e 2023.

Além da melhora na participação dos títulos prefixados, houve redução para cerca de 40% nas emissões de títulos remunerados por taxas flutuantes. Essa dinâmica de elevada participação das LFT, embora temporariamente contrarie as diretrizes de longo prazo para a composição da dívida, contribuiu para o alongamento dos prazos e redução do risco de refinanciamento. Os títulos remunerados por índices de preços apresentaram evolução em relação ao ano anterior, mas permanecem abaixo dos níveis observados no período imediatamente anterior e do recomendado para a carteira de longo prazo, em parte devido à maior concorrência das debêntures incentivadas.

Nesta seção, serão analisados os principais indicadores da gestão da DPF em 2025, com ênfase nos resultados alcançados frente ao PAF e sua revisão, bem como nos indicadores de risco, custo e base de investidores. Por fim, serão detalhados os resultados do programa Tesouro Direto, evidenciando o desempenho e as inovações implementadas ao longo do ano.

### 3.1 Plano Anual de Financiamento 2025 e Principais Resultados

Ao longo de 2025, o Tesouro Nacional identificou uma janela de oportunidade para aumentar o volume de emissões a partir do início do ano, principalmente de títulos prefixados. A estratégia foi executada de forma compatível com a demanda de mercado, sem exercer pressões significativas sobre os preços. Esse aumento das emissões provocou o crescimento no estoque da DPF acima do previsto inicialmente, levando à revisão, em setembro, dos limites de referência para esse indicador definidos no PAF, conforme mostra a Tabela 4:

Tabela 4. Limites de referência para a DPF e principais resultados em 2025

Indicadores	2024	2025	Limites Originais 2025		Limites revisados 2025	
			Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)						
DPF	7.316,1	8.635,1	8.100,0	8.500,0	8.500,0	8.800,0
Composição (%)						
Prefixados	22,0	22,0	19,0	23,0	19,0	23,0
Índice de Preços	27,0	25,9	24,0	28,0	24,0	28,0
Taxa Flutuante	46,3	48,3	48,0	52,0	48,0	52,0
Câmbio	4,8	3,8	3,0	7,0	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos						
% Vencendo em 12 meses	17,9	17,5	16,0	20,0	16,0	20,0
Prazo Médio (anos)	4,0	4,0	3,8	4,2	3,8	4,2

Fonte: Tesouro Nacional

O aumento das emissões reforçou o colchão de liquidez do Tesouro Nacional, cujo fortalecimento é relevante para eventuais oscilações de mercado que podem pressionar os custos de emissão e reduzir a demanda por títulos. Dessa forma, o número de meses de cobertura de maturação da dívida passou de 6,2 em dezembro de 2024 para 7,3 ao final de 2025. Esse patamar mais elevado mitiga o risco de refinanciamento e confere maior flexibilidade à gestão da dívida, permitindo suavizar emissões em períodos de maior volatilidade.

Embora os indicadores de composição da dívida não tenham caminhado na direção do perfil desejado para a carteira de longo prazo, o resultado de 2025 ficou em linha com as expectativas mais otimistas. A participação de títulos com taxas de juros flutuantes ficou próxima ao limite inferior do PAF. Por outro lado, o estoque de títulos prefixados ficou acima do ponto médio do intervalo do PAF.

## 3.2 Estoque da DPF

O estoque da DPF aumentou cerca de 18,0% em relação ao ano anterior. Esse crescimento foi impulsionado principalmente pela apropriação de juros, refletindo, em grande medida, o patamar da taxa de juros da economia, que alcançou 15% em meados de 2025. Já a emissão líquida representou um terço do aumento do estoque da DPF. Como a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) representa cerca de 96% do estoque da DPF, praticamente toda a elevação está concentrada nesse componente, conforme mostra a Tabela 5.

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

Indicadores	Estoque			Fatores de Variação			
	2024	2025	Dif.	Emissões (a)	Resgates* (b)	Emissões líquidas (a-b)	Juros apropriados
<b>DPF</b>	7.316,1	8.635,1	1.319,0	1.902,4	1.463,4	439,1	880,0
DPMFi	6.966,9	8.309,0	1.342,1	1.840,9	1.395,1	445,8	896,3
DPFe	349,2	326,1	-23,1	61,5	68,3	-6,8	-16,4

\* DPMFi: Não incluem as operações de troca/permuta de títulos;

DPFe: Pagamento de principal e juros do Programa de Recompras da DPFe (*Buyback*) e Pré-pagamento da Dívida Externa Contratual. Incluem cancelamentos.

Fonte: Tesouro Nacional

Em relação à Dívida Pública Federal Externa (DPFe), apesar da realização de quatro emissões da Dívida Pública Mobiliária Federal externa (DPMFe) em 2025, maior número desde 2010 e com o maior volume dos últimos 20 anos, o estoque da DPFe se reduziu. Isso ocorreu, em grande medida, devido à apreciação cambial — a cotação, que no final do ano passado estava próxima de R\$/US\$ 6,20 se reduziu para R\$/US\$ 5,38 — e ao elevado valor de resgates realizado no ano. A valorização do real também se refletiu em juros apropriados negativos sobre o estoque da dívida externa.

No âmbito da DPMFe, 2025 foi marcado pelo maior número de emissões externas desde 2005 pelo Tesouro Nacional, que totalizaram US\$ 10,8 bilhões. No terceiro leilão do ano, uma operação de gestão de passivos (ALM) envolveu a recompra de US\$ 1,5 bilhão, de modo que a emissão líquida, excluída a recompra somou US\$ 9,2 bilhões no ano. Ainda assim, os resgates do período, desconsiderando as recompras antecipadas, alcançaram US\$ 9,4 bilhões, a maior maturação histórica de títulos da DPMFe. Por sua vez, na Dívida Pública Contratual Federal externa, os resgates somaram US\$ 0,9 bilhão, contra US\$ 0,3 bilhão em novos desembolsos.

## 3.3 Riscos da DPF

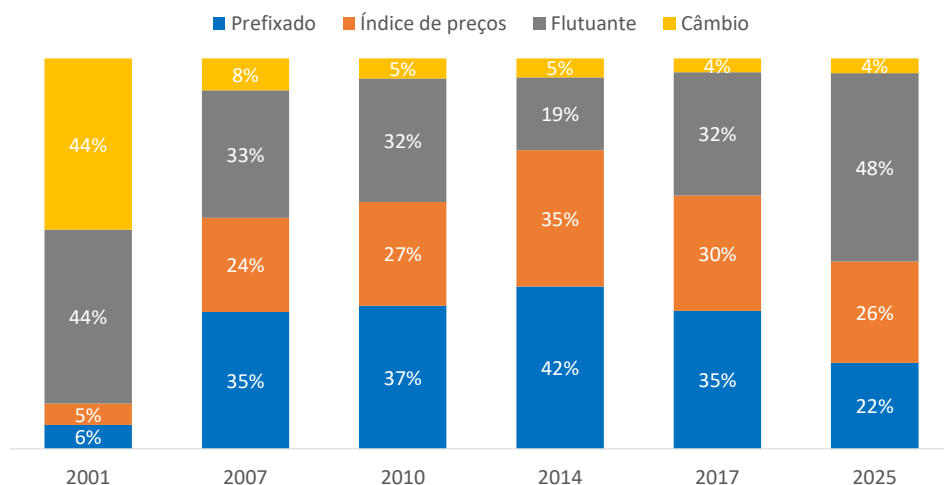
### 3.3.1 Composição da DPF

Apesar do aumento nas emissões de títulos prefixados em 2025, a participação desse indexador no estoque da DPF permanece historicamente baixa. A menor composição é explicada, principalmente, pelo elevado volume de resgates desses papéis. Desde 2021, quase 50% dos resgates da DPMFi vieram dos títulos prefixados, enquanto cerca de 30% foram de títulos flutuantes.

Por outro lado, a participação dos títulos remunerados por taxas flutuantes no estoque da DPF aumentou, apesar da menor presença nos leilões deste ano em comparação a 2024. Esse movimento

decorre do crescimento das emissões de LFT ao longo desta década e do prazo de maturação mais longo, fazendo com que permaneçam por mais tempo no estoque da dívida neste período inicial. Já os títulos externos tiveram sua participação ainda mais reduzida, em razão da apreciação cambial observada ao longo do ano, como mostra a Figura 15 a seguir.

**Figura 15. Composição por indexadores da DPF - anos selecionados**



Fonte: Tesouro Nacional

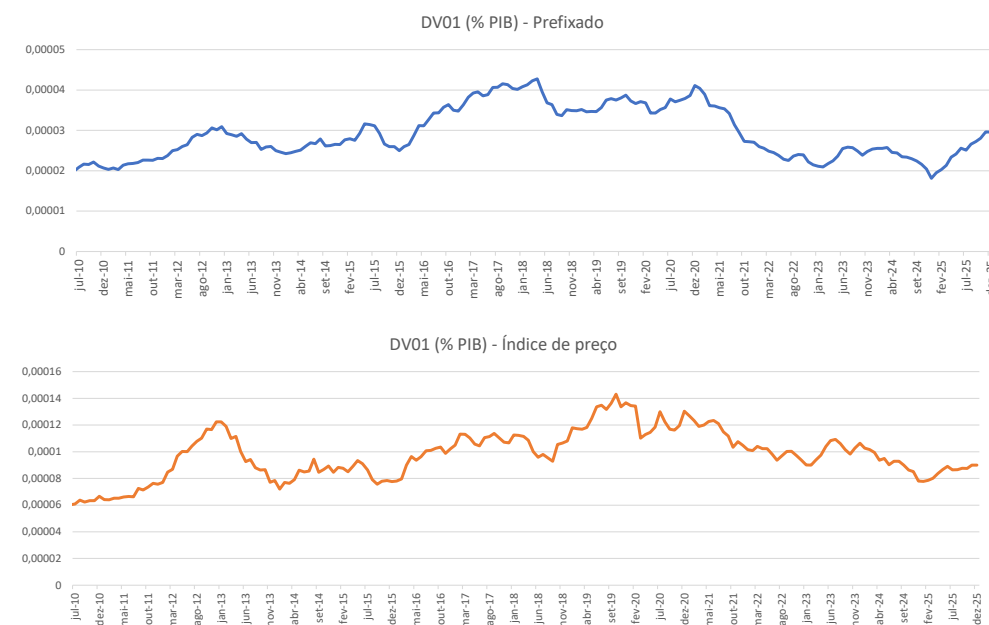
Historicamente, no início dos anos 2000, a dívida pública brasileira tinha um perfil com maior risco de repactuação, com forte presença de títulos cambiais e de taxa flutuante, elevando a exposição a choques externos e à volatilidade dos juros. A partir daí, iniciou-se uma melhora gradual, que se consolidou até 2007, ano anterior ao grau de investimento, com maior participação de títulos prefixados e indexados a índice de preços, trazendo previsibilidade ao custo da dívida. Essa trajetória positiva seguiu até 2014, quando mais de três quartos da dívida já estava nesses instrumentos. Desde então, porém, houve reversão, marcada pelo aumento dos títulos a juros flutuantes e redução dos prefixados, afastando o perfil da dívida de suas diretrizes de longo prazo.

A melhora da composição da dívida – com maior participação de títulos prefixados e indexados a índice de preços tende a elevar o risco

carregado pelo mercado. Nesse contexto, o *DV01* é utilizado como métrica de sensibilidade, estimando o impacto financeiro de uma variação de 1 ponto base nas taxas de retorno aplicadas à carteira desses instrumentos. Observa-se que, a partir de 2010, o risco em mercado aumentou em linha com a mudança na composição da DPF.

Após 2016, embora a participação percentual dos títulos prefixados e indexados à inflação na DPF tenha recuado, o *DV01* em mercado permaneceu em trajetória ascendente, impulsionado pelo aumento do estoque desses papéis e pelo crescimento do endividamento. Desde a pandemia, contudo, o indicador entrou em trajetória de queda e se manteve abaixo da média histórica até 2024. Em 2025, o risco associado aos prefixados retornou ao patamar médio observado desde 2010, enquanto o *DV01* dos indexados segue inferior a esse referencial – tendência ilustrada na Figura 16. Ambos permanecem abaixo de níveis já absorvidos pelo mercado em períodos anteriores, especialmente entre 2017 e 2020.

**Figura 16. DV01 do estoque dos títulos em mercado - diferentes indexadores**

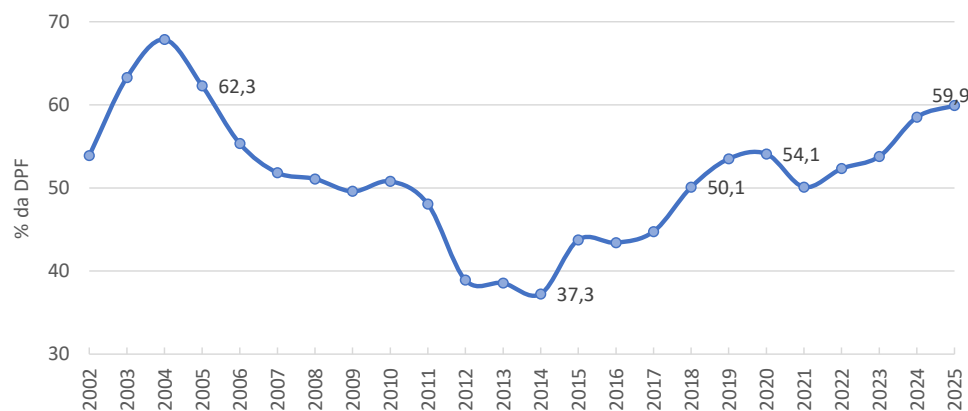


Fonte: Tesouro Nacional

Embora a maior participação de LFT na DPF aumente o risco de repactuação, que se refere ao impacto de mudanças nas taxas de juros sobre o custo da dívida, substituí-las por títulos prefixados de curto prazo não seria uma solução eficaz, pois exigiria refinanciamentos frequentes, tornando-os igualmente vulneráveis a choques nas taxas de juros e potencialmente mais onerosos.

Para avaliar essa sensibilidade de forma mais abrangente, utiliza-se o indicador de percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses, que considera tanto a dívida que vence nesse período quanto os títulos flutuantes com vencimento posterior. Esse indicador tende a se elevar quando há concentração de vencimentos no curto prazo, mesmo com maior participação de prefixados, e só apresenta redução consistente quando, além de aumentar a parcela de prefixados e indexados a índice de preços, há diminuição da proporção de vencimentos inferiores a um ano. Destaca-se que desde 2014, há elevação do percentual de renovação do custo em 12 meses, mostrando o maior risco de repactuação desde 2005, conforme mostra a Figura 17.

**Figura 17. Risco de Repactuação: Percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses (% da DPF)**



Fonte: Tesouro Nacional

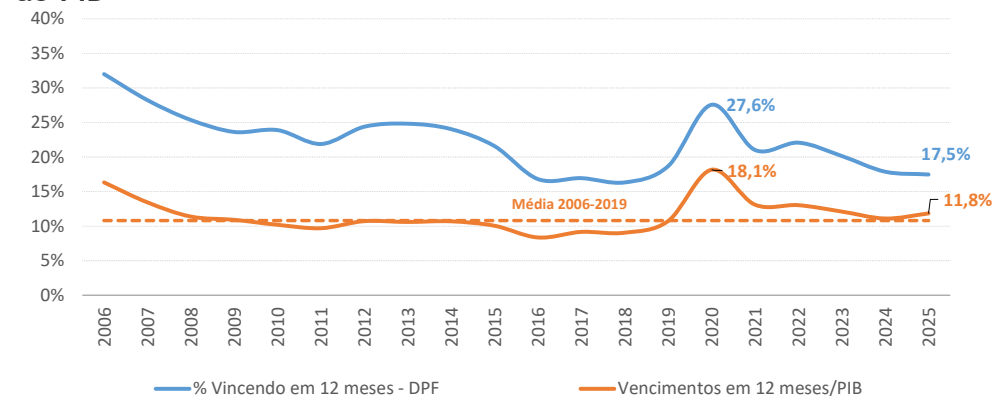
### 3.3.2 Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

A estrutura de vencimentos da dívida é essencial para avaliar o risco de refinanciamento, que corresponde à possibilidade de o Tesouro Nacional enfrentar condições financeiras adversas ao rolar sua dívida vincenda. Esse cenário pode levar ao aumento dos custos de emissão ou, em situações extremas, à dificuldade de captar recursos suficientes para honrar seus compromissos.

O risco de refinanciamento da Dívida Pública Federal é monitorado por dois indicadores complementares. Juntos, esses indicadores permitem avaliar tanto a necessidade imediata de rolagem quanto a capacidade de manter um perfil mais alongado, reduzindo a vulnerabilidade a mudanças nas condições de mercado.

O primeiro indicador corresponde à parcela da dívida com vencimento nos próximos 12 meses (Figura 18), que revela o grau de concentração de pagamentos no curto prazo e, conseqüentemente, a pressão por emissões em um período reduzido. Embora tenha ocorrido uma elevação recente, a tendência desde 2020 é de redução consistente, indicando menor risco associado à concentração de vencimentos. O segundo indicador é o prazo médio do estoque (Figura 20), que indica quanto tempo, considerando o valor presente e o pagamento do principal e juros, falta para que os títulos sejam pagos, refletindo a extensão do horizonte de financiamento.

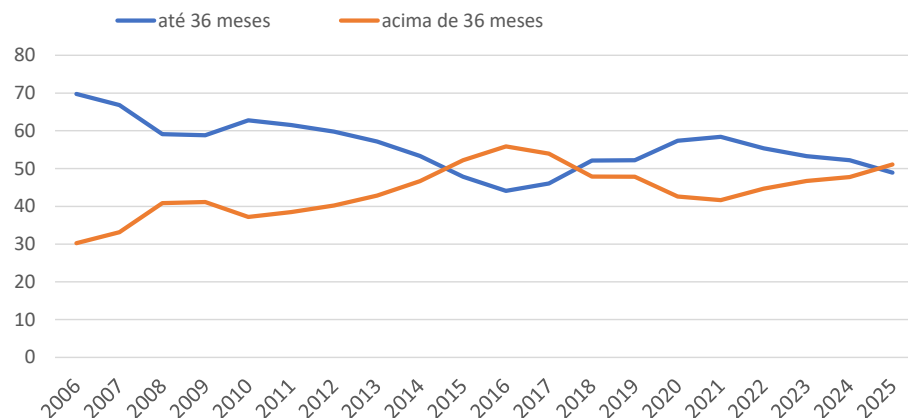
**Figura 18. Percentual de vencimentos em 12 meses e em relação ao PIB**



Fonte: Tesouro Nacional

A estrutura de vencimentos da dívida mostra uma tendência de melhora consistente desde 2020, com redução gradual da participação de títulos com prazos mais curtos (Figura 19). Pela primeira vez desde meados da década passada, a parcela da dívida com vencimento superior a 36 meses supera a de vencimento inferior, sinalizando avanço no alongamento do perfil. Apesar de ainda haver uma proporção relevante de títulos com prazos mais curtos, esse movimento reforça a importância de manter a estratégia de emissões voltada para prazos mais longos, garantindo maior previsibilidade e menor vulnerabilidade a condições adversas de mercado.

**Figura 19. Composição da DPF por prazos de vencimento (em %)**



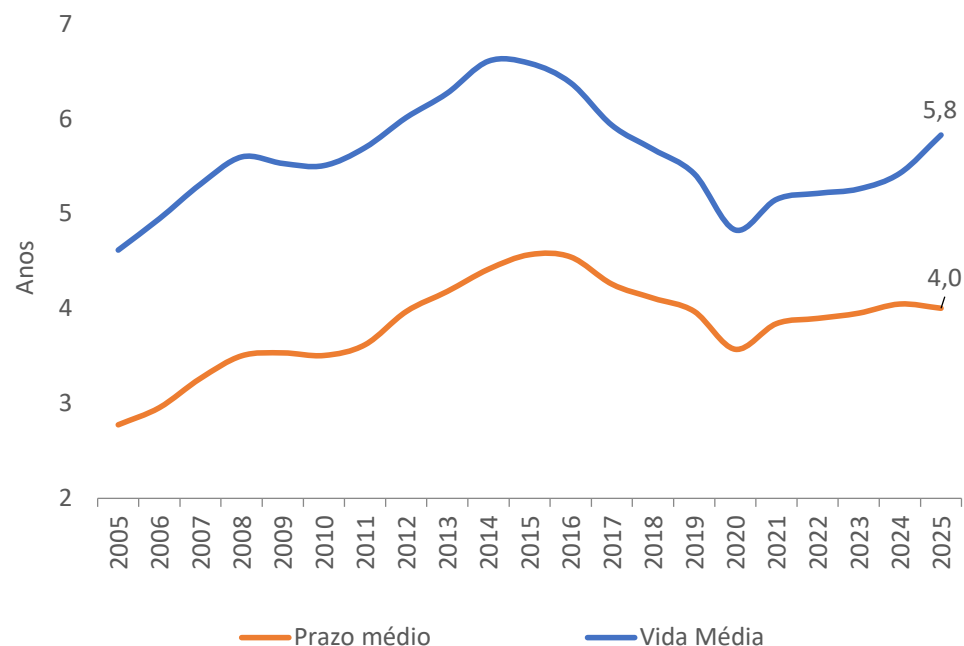
Fonte: Tesouro Nacional.

O prazo médio da DPF, por sua vez, manteve-se estável no último ano, alcançando 4,0 anos ao final de 2025 (Figura 20)<sup>8</sup>. Esse desempenho decorre do aumento da contribuição dos prefixados, que registrou acréscimo de 0,52 ano entre dez/24 e dez/25, mantendo a mesma

8 A Figura 20 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 \(2009\)](#).

participação no estoque. Ou seja, impediu que a queda do prazo médio total fosse ainda maior.

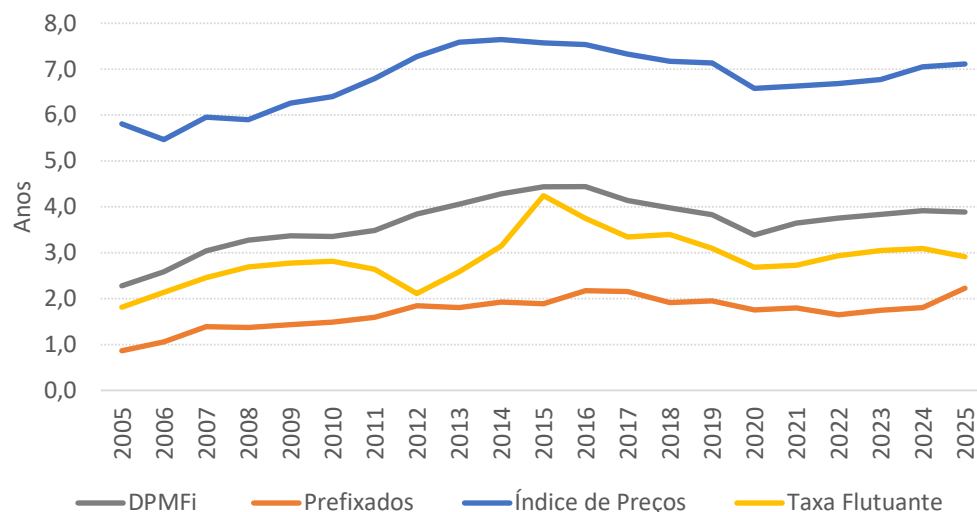
**Figura 20. Prazo Médio e Vida Média da DPF**



Fonte: Tesouro Nacional

O prazo médio da dívida tem indicado melhora consistente desde 2020, revertendo a tendência de queda observada até a pandemia, quando atingiu seu menor nível desde 2011. Os títulos prefixados foram os principais responsáveis por esse avanço, com aumento gradual de seus prazos médios, reforçando a estratégia de alongamento do perfil da dívida. Já os títulos indexados a preços mostraram estabilidade nos últimos anos, apesar de uma pequena redução recente deste último. Esse movimento indica maior equilíbrio na estrutura de vencimentos e contribui para reduzir a vulnerabilidade a choques de mercado, como mostra a Figura 21.

Figura 21. Prazo Médio do Estoque da DPMFi por Indexador

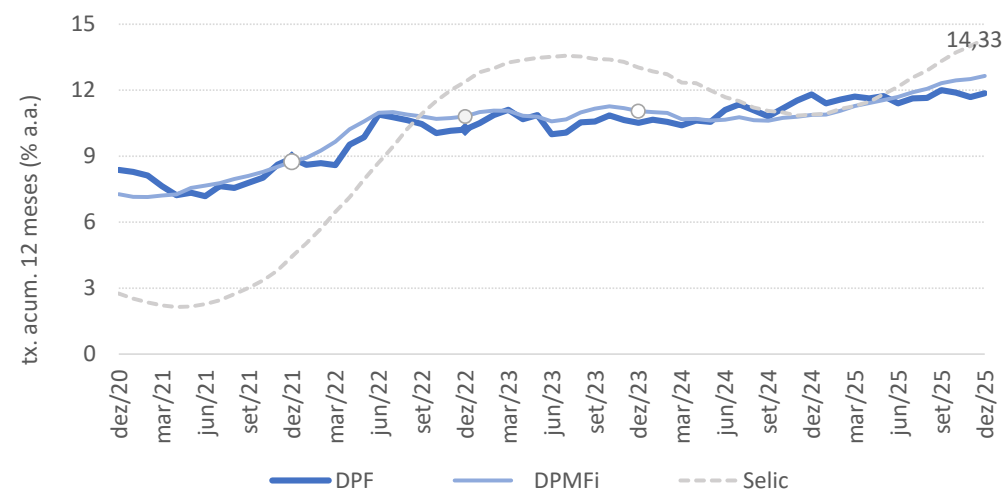


Fonte: Tesouro Nacional

### 3.4 Custo da Dívida Pública

Em 2025, o comportamento dos indicadores de custo médio da DPF apresentou dinâmicas distintas. O custo da DPF manteve relativa estabilidade quando comparado ao final de 2024, influenciado pela menor pressão da dívida externa, cujo custo médio permaneceu baixo, em grande parte devido à apreciação cambial. Já o custo da DPMFi elevou-se ao longo do ano, refletindo o impacto do ciclo de ajuste monetário do Banco Central, que pressionou tanto as novas emissões quanto os títulos atrelados à taxa flutuante, como mostra a Figura 22.

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



Fonte: Tesouro Nacional

Essa trajetória evidencia a relação entre o perfil da dívida, a composição dos indexadores e a estrutura a termo da taxa de juros. A diversificação da DPF – com proporção relevante de instrumentos prefixados e indexados a índice de preços – reduz a sensibilidade do custo médio da dívida às oscilações da Selic, mesmo com a presença relevante de títulos atrelados à taxa básica. Em outras palavras, a estratégia de composição atua como amortecedor, limitando a transmissão imediata de choques de política monetária para o custo da dívida. O resultado reforça a importância do planejamento e da gestão ativa para mitigar os efeitos das condições de mercado sobre o custo e o risco da DPF.

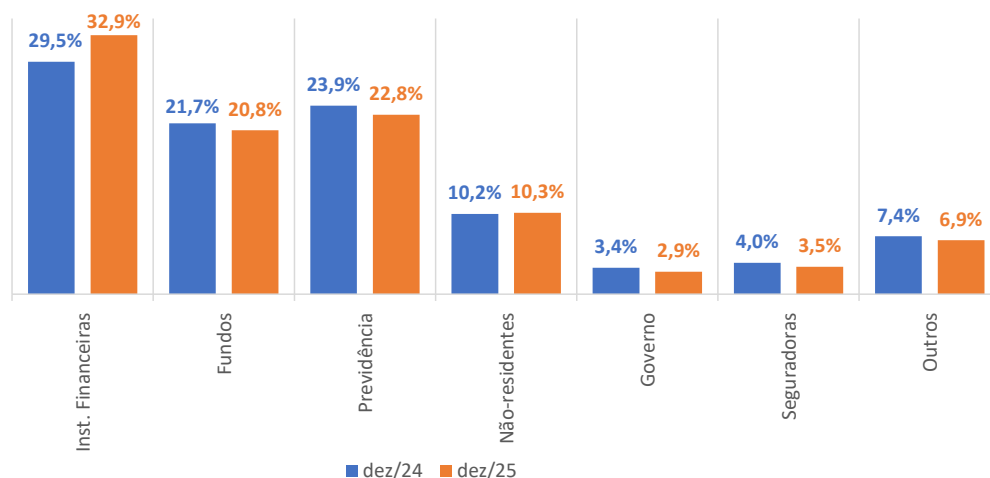
### 3.5 Base de Investidores da DPMFi

A diversificação da base de investidores é essencial para os objetivos da gestão da dívida, pois amplia a liquidez, reduz dependência de

um único grupo e distribui diferentes perfis de risco e horizonte de investimento. Aqui, o foco é a dívida interna, já que a externa não permite monitoramento equivalente.

Na DPMFi, as Instituições Financeiras seguem como principais detentoras, com participação historicamente entre 28% e 33%, com aumento recente de cerca de 2,5 pontos percentuais. Previdência permanece como segundo maior grupo, com redução no último ano. Os Fundos de Investimento têm reduzido participação ao longo dos últimos cinco anos. Não residentes vêm crescendo moderadamente e se aproximam do limite superior da faixa recente, ainda abaixo do observado no período de grau de investimento. Em conjunto, esses movimentos indicam preservação da diversidade entre detentores, conforme mostrado na Figura 23.

**Figura 23. Evolução da Base de Detentores da DPMFi (% da DPMFi)**

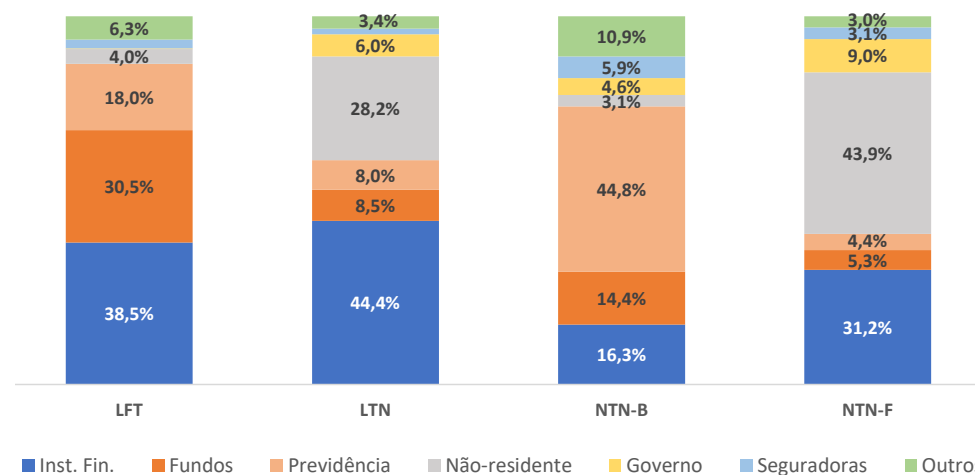


Fonte: Tesouro Nacional e Selic

A composição dos detentores varia significativamente entre os diferentes tipos de títulos. As Instituições Financeiras concentram a maior parte das LFT e LTN, reforçando seu papel dominante na dívida de curto prazo. Já o grupo Previdência se destaca como principal detentor das NTN-B, refletindo a preferência por instrumentos indexados à

inflação, alinhados ao horizonte de longo prazo desses investidores. Por sua vez, os não residentes têm participação expressiva nas NTN-F, evidenciando maior interesse em títulos prefixados de prazo mais longo. Essa distribuição reforça a importância da diversificação da base de investidores, garantindo liquidez e reduzindo a volatilidade no mercado secundário, como mostrado na Figura 24.

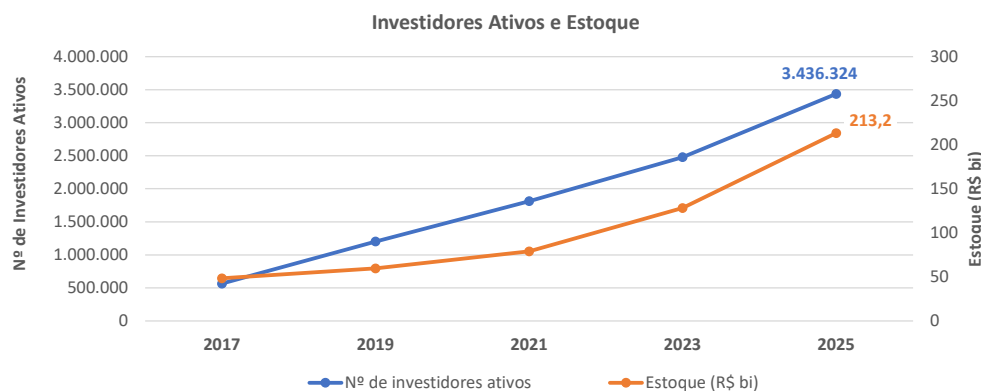
**Figura 24. Participação de detentores da DPMFi por títulos (%)**



Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

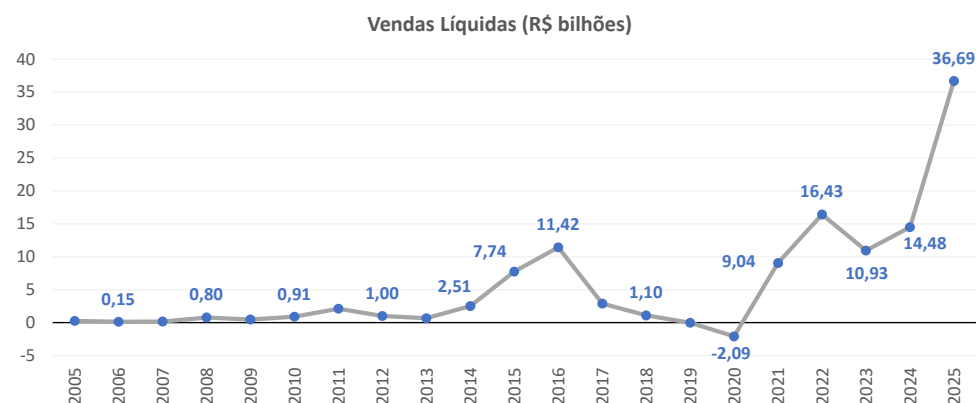
### 3.6 Tesouro Direto

O Tesouro Direto manteve trajetória ascendente ao longo de 2025, registrando um crescimento de 14% no número de investidores ativos - aqueles que possuem saldo investido no Programa - e atingindo a marca histórica de 3.436.324 de participantes. O estoque financeiro total do Programa atingiu R\$ 213,2 bilhões, representando expansão de 35,9% em relação ao encerramento de 2024, conforme pode ser verificado na Figura 25.

**Figura 25. Número de investidores e estoque**

Fonte: Tesouro Nacional

Durante o ano, os vencimentos de títulos totalizaram R\$ 15,1 bilhões, configurando o segundo maior volume anual da série histórica do Tesouro Direto. O reinvestimento desses recursos foi significativo, impulsionado por uma estratégia direcionada aos investidores com títulos prestes a vencer. As vendas líquidas ao longo de 2025 atingiram R\$ 36,7 bilhões - o maior volume anual desde o lançamento do Programa, como mostra a Figura 26 a seguir.

**Figura 26. Histórico de vendas líquidas (%)**

Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

Observou-se também o avanço dos títulos Tesouro EducA+ e Tesouro RendA+, ambos atrelados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Esses papéis oferecem uma etapa inicial de acumulação de recursos, seguida pelo recebimento de rendimentos mensais. O Tesouro RendA+ atingiu o volume de R\$ 10,4 bilhões, distribuído entre 365,9 mil investidores, enquanto o Tesouro EducA+ somou R\$ 2,3 bilhões com adesão de 194,6 mil participantes.

Além de disponibilizar opções de investimento à população, o Tesouro Nacional, com o propósito de fomentar o conhecimento financeiro entre estudantes da Educação Básica, lançou a segunda edição da Olimpíada do Tesouro Direto de Educação Financeira - OLITEF. Participaram da OLITEF mais de 1,755 milhões de estudantes, oriundos de 13 mil instituições de ensino em todo o território nacional, consolidando o evento como a maior olimpíada de educação financeira do Brasil. O ano ainda contou com a segunda edição do TD Impacta, que buscou impulsionar negócios de impacto com foco prioritário em educação financeira.

Por fim, em 2025, o Tesouro Direto passou a receber os primeiros investimentos oriundos do Programa Pé-de-Meia, por meio do chamado Incentivo Conclusão, voltado a estudantes do ensino médio da rede pública. Com início da operação em novembro de 2025, a nova modalidade já conta com o investimento de 31 mil estudantes, representando um estoque de R\$ 27,7 milhões.

# 4 Garantias

A União concede garantias às operações de crédito realizadas por entes subnacionais (estados e municípios), estatais federais e entidades controladas (estatais dos entes subnacionais). Essas garantias reduzem o risco de crédito dos tomadores e permitem a captação de recursos a custos menores do que aqueles que seriam obtidos na ausência dessas garantias.

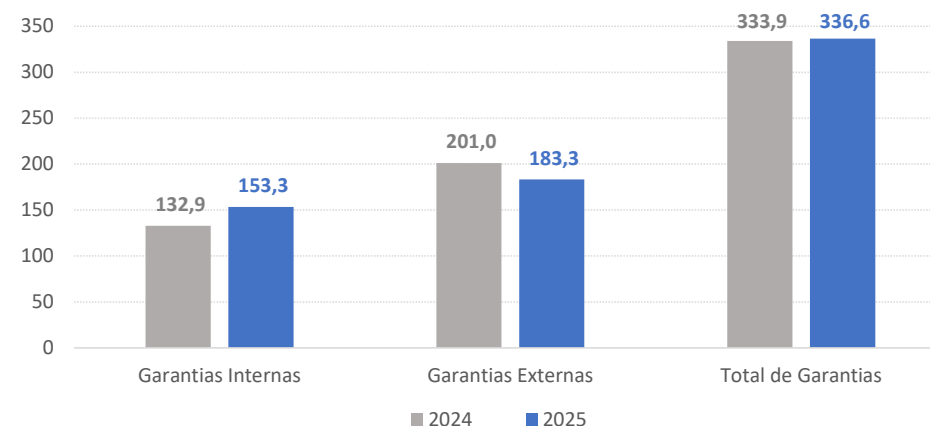
No âmbito do Tesouro Nacional, o Sistema de Garantias compreende a concessão de garantias pela União, o controle do saldo das dívidas garantidas, e a execução de garantias e contragarantias. É importante destacar que o aumento de honras de garantia, sem a correspondente recuperação das contragarantias, resulta na elevação da DPF, uma vez que os valores pagos pela União ao honrar essas garantias constituem despesas orçamentárias financiadas por emissões de dívida. Nesse sentido, a dívida garantida constitui um passivo contingente da União e incorpora as necessidades orçamentárias e financeiras do governo federal, de modo que seu controle e acompanhamento são fundamentais para a adequada gestão da dívida pública<sup>9</sup>.

Em 2025, a União manteve 1.319 operações de crédito garantidas sob responsabilidade do Tesouro Nacional. Como mostra a Figura 27,

<sup>9</sup> 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.

ao final de 2025 o saldo devedor dessas operações totalizou R\$ 336,6 bilhões, sendo R\$ 153,3 bilhões em operações internas e R\$ 183,3 bilhões em operações externas<sup>10</sup>.

**Figura 27. Garantias Internas e Externas (R\$ bilhões)**



Fonte: Tesouro Nacional

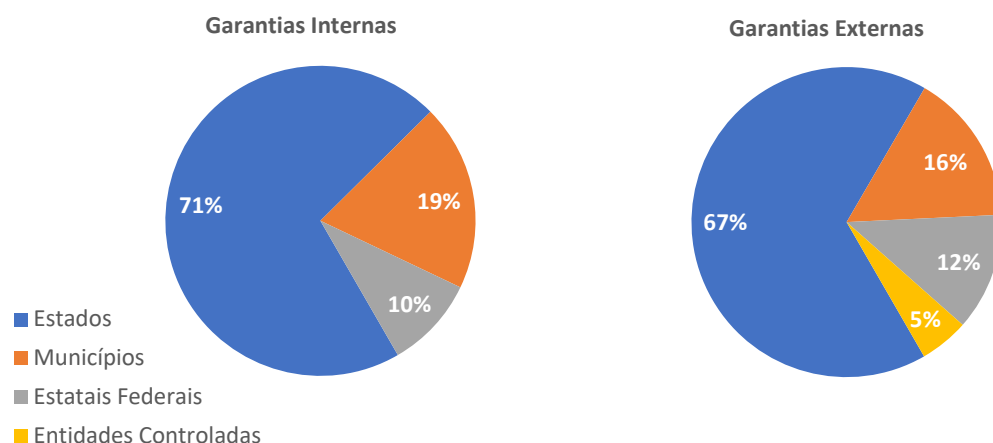
Em relação à composição, a Figura 28 demonstra a predominância das garantias concedidas aos estados, tanto nas operações internas quanto nas externas, seguida pelas garantidas concedidas aos municípios.

Deve-se destacar que em 29/12/2025 a União assinou o Contrato de Garantia relativo à operação de crédito interna contratada entre a

<sup>10</sup> A tabela com a série histórica completa encontra-se no Anexo 1 do [Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas](#).

Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (Correios) e o sindicato de bancos composto por Banco do Brasil, Itaú Unibanco, Banco Bradesco, Banco Santander e Caixa Econômica Federal no valor de R\$ 12 bilhões destinado ao financiamento para capital de giro e investimentos estratégicos, visando fortalecer a liquidez operacional e a sustentabilidade financeira dos Correios, nos termos do Plano de Reequilíbrio Econômico-Financeiro da empresa. Dos R\$ 12 bilhões contratados, R\$ 10 bilhões foram desembolsados pelos bancos em 2025, de forma que este valor foi incorporado ao saldo devedor das operações de crédito garantidas pela União.

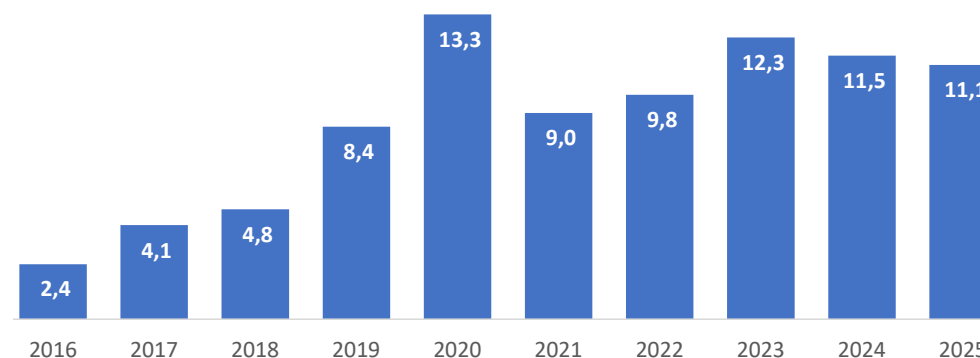
**Figura 28. Composição das Garantias Internas e Externas (2025)**



Fonte: Tesouro Nacional

Em 2025, a União realizou o pagamento de R\$ 11,1 bilhões em honras de garantias concedidas a operações de crédito, conforme Figura 29. Esses pagamentos referem-se a cinco estados e a oito municípios, listados na Tabela 6.

**Figura 29. Honras de Garantias (R\$ bilhões)**



Fonte: Tesouro Nacional

**Tabela 6. Honras de garantias em operações de crédito em 2025 (R\$ milhões)**

	2025
<b>Estados</b>	<b>10.951,09</b>
Rio de Janeiro	4.692,83
Minas Gerais	3.552,09
Rio Grande do Sul	1.591,91
Goiás	888,06
Rio Grande do Norte	226,19
<b>Municípios</b>	<b>130,47</b>
Taubaté - SP	64,73
São Gonçalo do Amarante - RN	29,76
Sobral - CE	19,70
Parauapebas - PA	9,64
Iguatu - CE	4,59
Santanópolis - BA	0,87
Porto Nacional - TO	0,59
Paraná - TO	0,58
<b>Total</b>	<b>11.081,56</b>

Fonte: Tesouro Nacional

Dos R\$ 11,1 bilhões de garantias honradas em 2025, apenas R\$ 272,5 milhões foram recuperados por meio da execução de contragarantia. O valor remanescente impactou direta e imediatamente a DPF.

O baixo percentual de execução de contragarantias decorre, principalmente, da vigência do Regime de Recuperação Fiscal (RRF)<sup>11</sup> e de decisões judiciais que impedem a União de executar as contragarantias de obrigações por ela honradas.

Atualmente os estados do Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul estão sob o Regime de Recuperação Fiscal (RRF). Os Estados de Goiás e Minas Gerais aderiram às condições da LC nº 212/2025, que institui o Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados (PROPAG), ao assinar aditivos nas datas de 24/12/2025 e 31/12/2025, respectivamente. Com isso, os regimes de ambos os Estados foram encerrados.

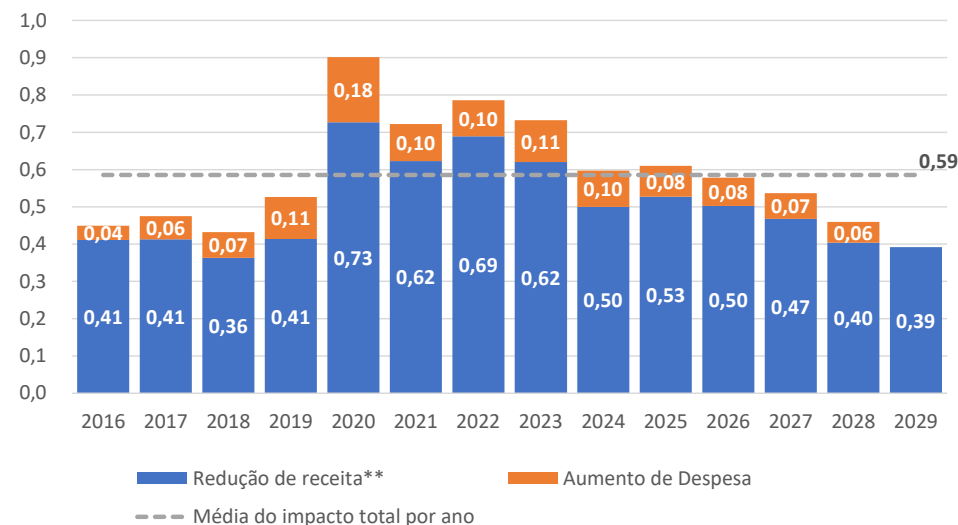
Os valores honrados de prestações em operações de crédito garantidas no âmbito do RRF não são recuperados mediante execução de contragarantias. Parte desses valores é refinanciado em até 360 meses, por meio de celebração de contrato de refinanciamento, conforme o art. 9º-A da LC nº 159/2017 e o art. 23 da LC nº 178/2021, e parte é ressarcida à União de forma escalonada, conforme o § 2º do art. 9º da LC nº 159/2017. Nos demais casos, a impossibilidade de recuperação decorre de decisões judiciais que impedem a execução das contragarantias.

Além das honras de garantia, a DPF é afetada pela perda de receitas decorrente das renegociações de dívidas com estados e municípios, cujos impactos se acumulam ao longo do tempo. Um marco desse processo foi a Lei nº 9.496/1997, seguida pela MP 2.185/2001, que permitiram à União assumir e consolidar dívidas estaduais e municipais. Esse movimento elevou a DPF no curto prazo, com

expectativa de compensação futura por meio dos pagamentos desses entes à União.

As sucessivas renegociações de dívidas com estados e municípios, sustentadas por diversas alterações legislativas posteriores, modificaram prazos, indexadores e condições da dívida originalmente projetada pela União no âmbito da Lei nº 9.496/1997 e da MP nº 2.185/2001, reduzindo o fluxo esperado de recebimentos e ampliando a necessidade de financiamento do Tesouro. Esses efeitos, somados às honras de garantia, contribuíram para uma DPF mais elevada ao longo do tempo. A Figura 30 apresenta a estimativa agregada desse impacto, e o conjunto das normas que embasaram as renegociações encontra-se listado no anexo.

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



\*Valores apresentados preços constantes, corrigidos pelo IGP-DI de dezembro de 2025.

\*\* Simplificadamente, a redução de receita é calculada considerando a diferença entre: 1) o fluxo projetado de receitas que caberiam à União pela Lei nº 9.496/97 e o montante efetivamente recebido pela União, para valores até 2024; e 2) o fluxo projetado de receitas da Lei nº 9.496/97 com os efeitos das Leis Complementares nº 148, 156, 159, 173, 178, 181, 194, e 201, para valores de 2025 a 2029.

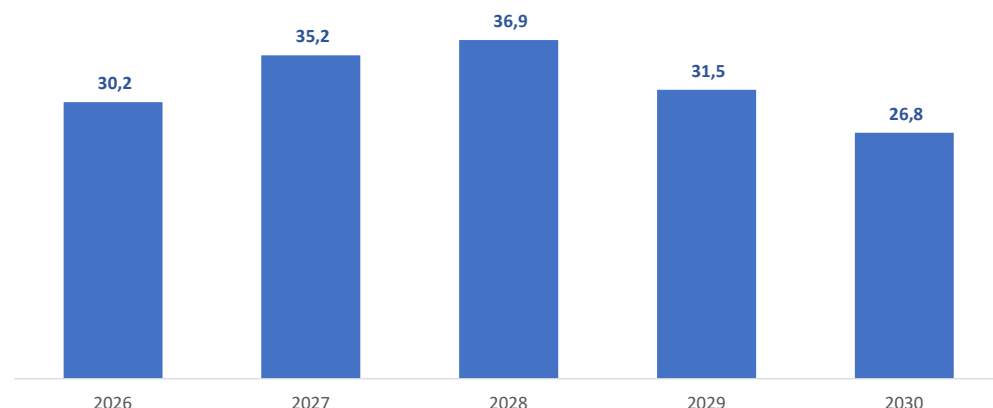
Incluem-se, também, os efeitos da LC n. 206/2024, que beneficiou o Rio Grande do Sul com a suspensão das cobranças das dívidas, bem como a ACO 3678 do RJ, que determinou que os pagamentos da dívida contratual junto à União fossem limitados aos valores de pagamentos realizados em 2023.

11 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 \(RRF\)](#).

A alteração mais recente nas condições das dívidas subnacionais foi o Propag, instituído pela LC n. 212/2025<sup>12</sup>. O programa permite a renegociação ampla dos contratos com a União, incluindo amortizações extraordinárias, substituição dos indexadores originais por IPCA, ajuste das taxas de juros mediante contrapartidas e refinanciamento dos saldos devedores em até 360 meses. Estimativas preliminares apontam para uma redução adicional de receitas da União da ordem de R\$ 160,6 bilhões entre 2026 e 2030<sup>13</sup>, conforme ilustra a Figura 31.

Em conjunto, as renegociações e as honras de garantias reduziram as disponibilidades de receitas da União e elevaram a DPF, reforçando a necessidade de acompanhamento contínuo dos impactos fiscais associados às dívidas subnacionais.

**Figura 31. Estimativa de impacto financeiro da Lei Complementar nº 212/2025 (R\$ bilhões)**



Fonte: Tesouro Nacional

<sup>12</sup> [Lei Complementar n. 212, de 13 de janeiro de 2025](#)

<sup>13</sup> 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](#).

# 5

## Considerações Finais

O desempenho da DPF em 2025 ocorreu em um ambiente de elevada incerteza, marcado por tensões comerciais internacionais, restrições a parte das exportações brasileiras e juros externos elevados, o que demandou maior cautela na gestão da dívida. No plano doméstico, a política monetária permaneceu restritiva, enquanto a economia apresentou crescimento moderado, impulsionado pelo setor de serviços e pela continuidade da queda do desemprego.

Neste contexto, o aumento das emissões ao longo de 2025 elevou a taxa de refinanciamento para 130% e reforçou a posição de caixa do Tesouro Nacional. Com reserva de liquidez suficiente para mais de sete meses de vencimentos da DPMFi ao final do ano, reduziram-se os riscos de refinanciamento, manteve-se a flexibilidade da estratégia de emissões e o Tesouro entra em 2026 mais preparado para eventuais turbulências, podendo ajustar o ritmo de captações conforme as condições de mercado.

Além dos aspectos quantitativos, 2025 foi marcado por avanços qualitativos na gestão da dívida. A terceira emissão soberana sustentável e a divulgação do segundo Relatório de Alocação e Impacto reforçaram o compromisso do Tesouro Nacional com transparência e responsabilidade socioambiental, em linha com padrões internacionais. No mercado doméstico, o Tesouro Direto seguiu como importante canal de inclusão financeira, registrando expansão do número de investidores e reforçando a democratização do acesso aos títulos públicos.

A gestão da dívida pública em 2025 demonstrou resiliência e capacidade de adaptação frente a uma conjuntura de transformação. A preservação da liquidez, o controle dos riscos e a busca constante por eficiência seguem como pilares fundamentais para assegurar a sustentabilidade fiscal e para o fortalecimento da estabilidade macroeconômica do País.

# Anexo Metodológico

## BASE DE INVESTIDORES

O Tesouro Nacional classifica os investidores em seis grupos principais:

- Instituições financeiras: inclui a carteira própria de bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras, distribuidoras e cooperativas de crédito. Também inclui os bancos estatais e o BNDES. As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimentos também estão vinculadas a esta categoria.
- Fundos: inclui fundos de investimento regidos pela CVM, excluídas as aplicações de instituições financeiras, entidades de previdência, investidores não-residentes, governo e seguradoras, que estão alocadas nas suas respectivas categorias.
- Previdência: inclui a carteira própria de previdência aberta e fechada e RPPS. Também inclui as aplicações das entidades de previdência em fundos de investimentos.
- Não-residentes: Inclui a carteira própria da pessoa física ou jurídica domiciliado ou com sede no exterior, conforme regulamentação do Banco Central. Estão também incluídos os títulos detidos por não-residentes por meio de fundos de investimentos.

- Governo: inclui fundos e recursos administrados pela União tais como FAT, FGTS, fundos extramercado, fundo soberano, fundos garantidores.
- Seguradoras: além das próprias, inclui também resseguradoras.
- Outros: inclui o programa Tesouro Direto, contas de cliente pessoa-física residentes, sociedade de capitalização, entre outros.

## 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 foram destinados ao pagamento da dívida pública.

O RAD considera as despesas executadas com a maturação da DPF no ano, incluindo os fluxos de pagamentos de dívida decorrente de emissões feitas no próprio exercício - títulos com vencimentos no próprio ano, cupons dos títulos de longo prazo e resgates antecipados, inclusive no Tesouro Direto.

Já para as receitas, o RAD considera apenas aquelas efetivamente utilizadas para pagamento de despesas da dívida no próprio exercício. Receitas que ingressam, mas permanecem em caixa, não reduzem a necessidade de receitas advindas da emissão de títulos. Dessa forma, a necessidade de financiamento reflete uma ótica *ex post*: o resultado líquido mostra quanto das despesas foi coberto por receitas de emissões, independentemente da variação das disponibilidades de caixa, em contraste com o caráter prospectivo do PAF.

## 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 (PAF) e no Relatório Anual da Dívida (RAD).

Apenas para qualificar a diferença de percepção de risco de refinanciamento que surge ao utilizar a vida média em substituição ao prazo médio, a vida média da DPF alcançou 5,6 anos em dezembro de 2008, ante 3,5 anos do prazo médio. Não obstante a diferença entre tais indicadores, o Brasil continua a utilizar este último, pois acredita que ele captura de forma mais correta os riscos aos quais está exposta a DPF. Adicionalmente, continua a citar em seus relatórios o indicador vida média, exclusivamente para permitir que analistas e investidores possam comparar os indicadores da dívida brasileira com os de outros países que utilizem tal indicador.

### RENEGOCIAÇÕES DE DÍVIDAS COM ENTES SUBNACIONAIS

A trajetória da gestão da dívida dos Estados e Municípios brasileiros é marcada por um conjunto de normas que, ao longo das últimas décadas, reestruturou passivos, redefiniu indexadores, introduziu regras fiscais e instituiu programas de ajuste. Esse arcabouço normativo molda simultaneamente tanto a sustentabilidade fiscal dos entes quanto o próprio comportamento da DPF, sejam por meio de medidas que geraram custos fiscais diretos, seja por meio de aprimoramentos institucionais que reforçaram a governança e reduziram riscos de inadimplência.

O Quadro a seguir traz o histórico dos normativos que fundamentaram os processos de renegociação desde 1997.

### Legislação referente às renegociações de dívidas dos entes subnacionais

Ano	Norma / Programa	Descrição da medida
1997	Lei 9.496 - PAF	Refinanciamento por 30 anos, subsídio e metas fiscais.
2001	LRF / MP 2.185	Regras fiscais, limites, transparência e regras para operações de crédito.
2014	LC 148	Redução de juros e indexadores das dívidas.
2016	LC 156 - PAF 2	Alongamento +20 anos e teto de gastos.
2017	LC 159 - RRF	Suspensão da dívida e Plano de Recuperação Fiscal.
2021	LC 178 - PEF/PAF3 LC 181	Reabre prazo para alongamento do refinanciamento do PAF2 (LC 156/2016) LC 181 - Simplifica o PAF 2, faz alinhamento das metas anuais CAPAG Altera normas (LC 172/20 e Lei 14.029/20, LC 156/16 ou PAF2, LC 159/17 ou RRF, LC 178/21) e dá flexibilidade adicional e prazos extras para Estados e Municípios ajustarem contratos, refinanciamentos e obrigações previstas no RRF.
2022	LC 194	Compensação de perdas do ICMS.
2023	LC 201 / ACO 3678	Regula compensações; decisão judicial para RJ.

2024	LC 206	Medidas excepcionais para RS (juros zero e suspensão).
2025	LC 212 - PROPAG/FEF	Renegociação ampla das dívidas e incentivo a bom desempenho fiscal.

## 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 refinarciar 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.

## RISCO DE REPACTUAÇÃO

Risco de repactuação é a parcela da dívida pública que pode ter seu custo

atualizado em até doze meses, refletindo a sensibilidade da DPF a mudanças de curto prazo nas condições de mercado. O indicador corresponde à soma do volume de dívida que vence dentro de um ano com a parte da dívida com juros flutuantes cujo vencimento ocorre após esse prazo, pois essa parcela também sofre remuneração ajustada periodicamente. Em termos práticos, ele expressa o montante que teria sua taxa renovada no horizonte de um ano, caso haja variação relevante nos juros.

Por capturar simultaneamente composição e perfil de vencimentos, o risco de repactuação mostra o potencial impacto de oscilações de mercado sobre o custo da dívida e evidencia o equilíbrio necessário entre risco de mercado e risco de refinanciamento. É uma métrica mais conservadora que análises baseadas apenas na participação por indexador: por exemplo, substituir LFT por títulos prefixados de curtíssimo prazo manteria o risco de repactuação praticamente inalterado, mesmo com mudança na composição.