

Plano Anual de Financiamento 2018



TESOURO NACIONAL

Ministro da Fazenda

Henrique de Campos Meirelles

Secretário-Executivo

Eduardo Refinetti Guardia

Secretária do Tesouro Nacional

Ana Paula Vitali Janes Vescovi

Secretário-Adjunto

Otavio Ladeira de Medeiros

Subsecretários

Adriano Pereira de Paula

Gildenora Batista Dantas Milhomem

José Franco Medeiros de Moraes

Líscio Fábio de Brasil Camargo

Pedro Jucá Maciel

Priscilla Maria Santana

EQUIPE TÉCNICA

Subsecretário da Dívida Pública

José Franco Medeiros de Moraes

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Leandro Puccini Secunho

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Luiz Fernando Alves

Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública

André Proite

EQUIPE TÉCNICA

Ana Carolina Kanemaru Lopes

André Luiz Gonçalves Garcia

Artur Cleber Assunção do Vale

Bruna Gabriela Ribarczyk

Cecília de Souza Salviano

Cláudio Araujo de Freitas Gago

Daniel Cardoso Leal

Daniel Mário Alves de Paula

Débora Christina Marques Araújo

Eduardo Henrique Leitner

Flávia Fontoura Valle May

Francisco Onivaldo de Oliveira Segundo

Frederico Schettini Batista

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Gustavo Matte Russomanno

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Helano Borges Dias*

Hélio Henrique Fonseca Miranda

Jáilson Weilly Silveira

José Eduardo Pimentel de Godoy Jr

Keiti da Rocha Gomes

Krisjanis Figueiroa Bakuzis

Leandro de Lima Galvão

Lena Oliveira de Carvalho

Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós

Marcia Paim Romera

Marcos Demian Pereira Magalhães

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrão de Lamonica Freire

Maurício Dias Leister

Mucio Reis de Oliveira

Nucilene Lima de Freitas França

Paulo Moreira Marques*

Petrônio de Oliveira Castanheira

Poliana de Carvalho Pereira

Roberto Beier Lobarinhas

Rosa Isabel Cavalcanti

Ruth Lacerda Benfica

Sérgio Gesteira Costa

Tatiana de Oliveira Mota

* *Coordenação Técnica*

Design Gráfico

Helise Oliveira Gomes (Gerência de Informação/CODIN)

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2018. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2018, número 18.

1. Dívida Pública Federal 2. Plano Anual de Financiamento 3. Planejamento 4. Estratégia

I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título

Informações:

Gerência de Relacionamento Institucional - GERIN

Tel.: (61) 3412-3188; Fax: (61) 3412-1565

Correio Eletrônico: stndivida@tesouro.gov.br

Home Page: <http://www.tesouro.gov.br>

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2018 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.



Mensagem do Tesouro Nacional

O Plano Anual de Financiamento - PAF é o principal instrumento de comunicação que o Tesouro Nacional dispõe para informar à sociedade e aos agentes de mercado a estratégia de gestão da Dívida Pública Federal - DPF.

O PAF 2018 se apresenta em um momento de retomada do crescimento econômico, maior estabilidade de preços e taxas de juros mais baixas no âmbito da política monetária. Permanecem, contudo, os esforços direcionados à consolidação fiscal, que ensejam avanços nas reformas necessárias para o equilíbrio das contas públicas e a sustentabilidade da dívida pública.

Nesse contexto, a gestão da DPF contribui para o equilíbrio macroeconômico ao pautar sua estratégia de financiamento pelo objetivo de redução de custos, concomitantemente à manutenção de níveis prudentes de risco. Como resultado, as diretrizes dessa gestão têm conduzido o perfil da dívida em favor de baixa exposição cambial e de participação relevante de dívida com taxas de juros prefixadas ou remuneradas por índices de preços, sendo estes últimos instrumentos de mais longo prazo. Além desses fatores, a redução da proporção de dívida vincenda no curto prazo e uma base diversificada de investidores são elementos que juntos convergem para que o perfil da DPF se caracterize como um fator de resiliência para as finanças públicas.

Na certeza de preservação do perfil saudável alcançado para a DPF, a divulgação anual deste documento integra o compromisso do Tesouro Nacional com a transparência em suas ações, fortalecendo, assim, um canal permanente de comunicação com a sociedade a respeito da gestão da dívida pública. Em sua 18ª edição, o leitor deste PAF terá a oportunidade de avaliar nas próximas páginas os cenários considerados na consecução deste PAF, a estratégia de atuação no mercado de dívida pública, os resultados esperados para 2018 e as expectativas para o perfil da dívida no médio e no longo prazos.

Equipe do Tesouro Nacional

**Objetivos
& Diretrizes
da gestão da DPF**

[Clique aqui e veja os Objetivos e Diretrizes da Gestão da DPF](#)

Sumário

1 Necessidade de Financiamento 2018 **5**

2 Cenários para o PAF 2018 **8**

3 Estratégia de Financiamento **10**

3.1 Dívida Interna **10**

3.2 Demais Atuações no Mercado Doméstico **12**

3.3 Dívida Externa **12**

4 Resultados Esperados **13**

4.1 Estoque da DPF **13**

4.2 Composição da DPF **13**

4.3 Estrutura de Vencimentos da DPF **14**

5 Perspectivas de Médio e Longo Prazo para a DPF **15**

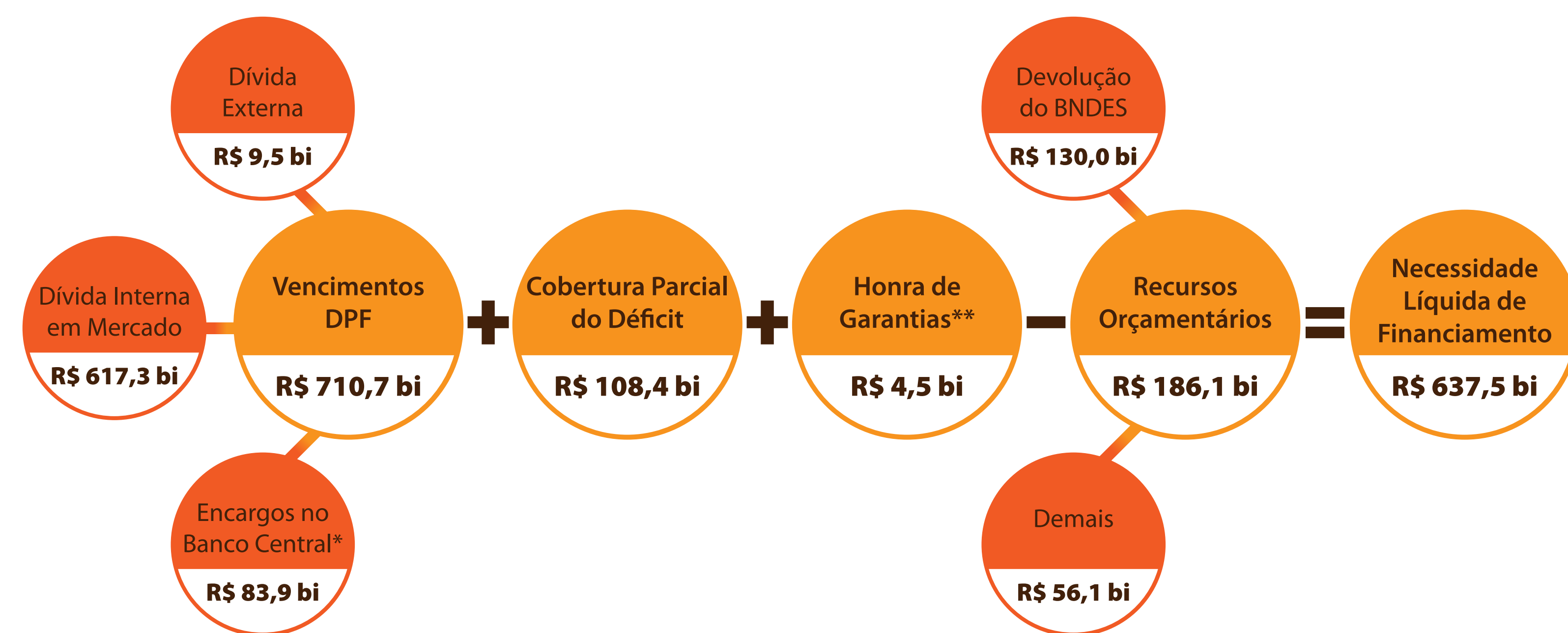


Arara-vermelha (Ara chloropterus).

1 Necessidade de Financiamento 2018

A necessidade bruta de financiamento para 2018 compreende: (1) os vencimentos da DPF em mercado, que incluem as maturações das dívidas interna, dívida externa e os juros da carteira de títulos públicos detidos pelo Banco Central, que segundo a Lei Complementar n. 101/2000 não podem ser refinanciados; (2) cobertura parcial do déficit a ser pago com receitas de emissões de títulos públicos; e (3) honra de garantias relacionadas ao Regime de Recuperação Fiscal dos Estados instituído pela Lei Complementar nº 159/2017.

Figura 1. Necessidade de Financiamento



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2017.

* Por força do artigo 39 da Lei de responsabilidade fiscal (Lei Complementar 101/2000) os juros reais da carteira do Banco Central (BCB) não podem ser refinanciados por meio de pagamentos com títulos da STN diretamente ao BCB.

** Honra de garantias relacionadas ao Regime de Recuperação Fiscal dos Estados instituído pela Lei Complementar nº 159, de 19 de maio de 2017.

O valor referente a “Cobertura Parcial do Déficit” é inferior ao déficit fiscal primário do Governo Central de R\$ 159 bilhões, previsto na Lei de Diretrizes Orçamentárias 2018, devido à existência de fontes financeiras não exclusivas ao pagamento da dívida utilizadas para a cobertura do resultado fiscal negativo, tal como a remuneração da Conta Única do Tesouro Nacional. Com isso, apenas parcela do déficit fiscal será financiada com a emissão de títulos públicos, conforme discriminado na tabela a seguir. Cabe destacar que, entre as despesas financiadas pela emissão, apenas as “inversões financeiras” e “investimentos” podem ser consideradas despesas de capital, o que torna seu financiamento por esse meio neutro para o cumprimento da regra de ouro.

Tabela 1. Detalhamento da Cobertura Parcial do Déficit com Recursos de Emissão

	PREVISÃO LOA 2018	R\$ bi
	Benefícios previdenciários rurais	32,3
	Benefícios previdenciários urbanos	24,7
	Aposentadorias e pensões (civis/militares)	4,5
	Compensação ao RGPS	9,7
	Pessoal ativo da União	3,5
	Subvenções econômicas	18,2
	Complementação da União ao Fundeb	4,0
	Demais custeios	6,0
despesas correntes		
	Inversões financeiras	3,2
	Investimentos	2,2
	TOTAL	108,4

R\$ 71,2 bi

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Além disso, em função da adesão do estado do Rio de Janeiro ao Regime de Recuperação Fiscal dos Estados instituído pela Lei Complementar nº 159, de 19 de maio de 2017, foi considerado para previsão da necessidade de financiamento o valor de R\$ 4,5 bilhões para honra de aval às garantias oferecidas pela União em operações de crédito ao referido estado.

A necessidade de financiamento bruta será atendida parcialmente por meio de receitas não oriundas da emissão de títulos, que são alocadas no orçamento para pagamento da dívida pública. Há previsão de recebimento de R\$ 186 bilhões de tais

recursos, incluindo nesse montante a expectativa de pagamento antecipado pelo BNDES no valor de R\$ 130 bilhões (fonte 159), referentes a empréstimos feitos pelo Tesouro Nacional àquela instituição financeira. Os volumes dessas receitas previstas estão na tabela a seguir.

Tabela 2. Recursos Orçamentários

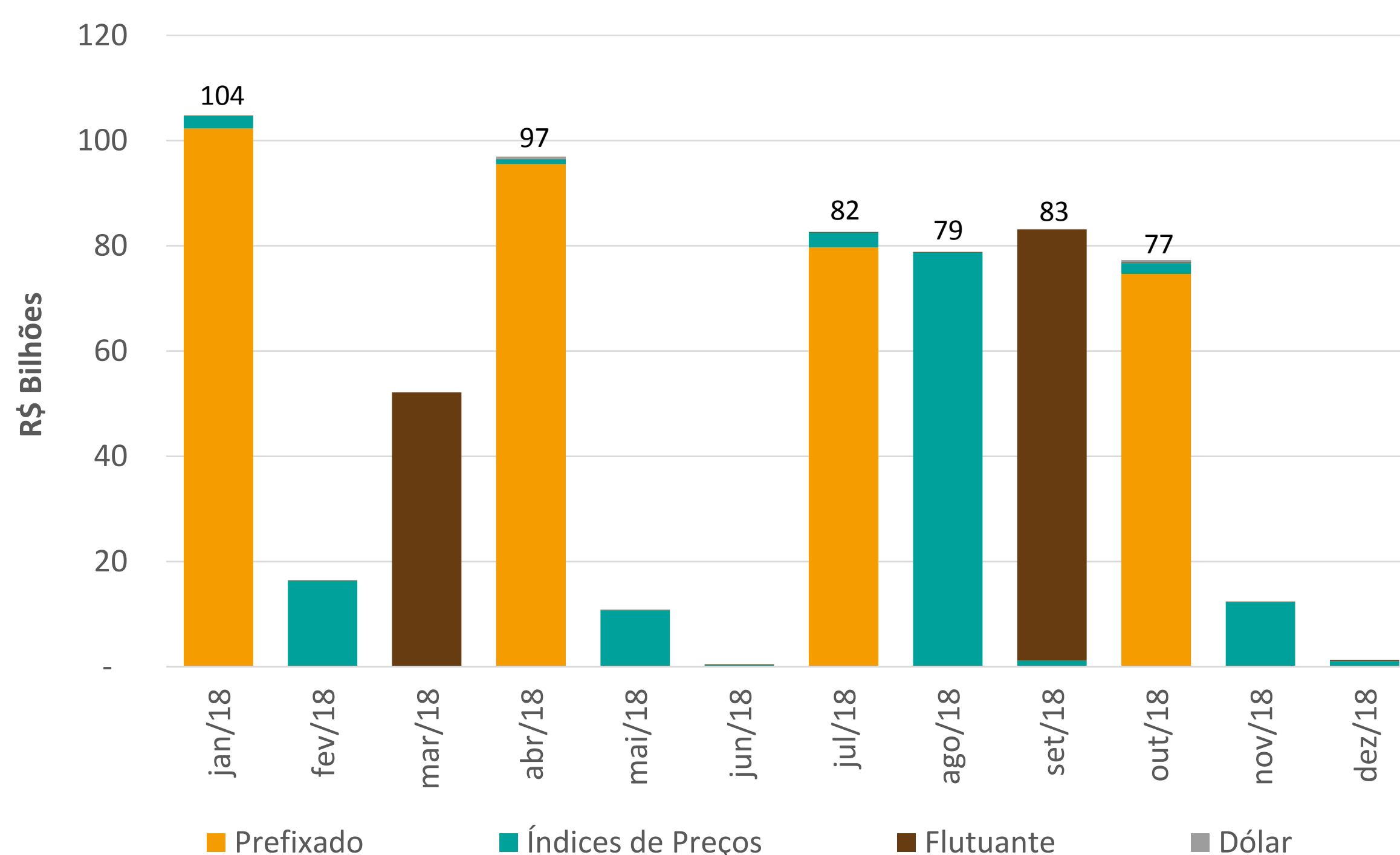
FONTE ORÇAMENTÁRIA		R\$ bi
159	Operações oficiais de crédito - retorno do refinanciamento de dívidas de médio e longo prazos	141,8
173	Operações oficiais de crédito - retorno de operações de crédito - estados e municípios	20,4
129	Concessões e permissões	13,2
197	Dividendos da União	6,8
148	Operações de crédito externas - em moeda	1,8
163	Reforma patrimonial - privatizações	1,5
-	Demais	0,6
Subtotal		186,1

Fonte: LOA 2018

Vale destacar que a Fonte 152 (Resultado do Banco Central) não é considerada como recurso orçamentário disponível para a diminuição da necessidade bruta de financiamento devido à sua volatilidade. O resultado do Banco Central é impactado pelas oscilações da taxa de câmbio sobre o saldo das reservas internacionais, o que provoca uma imprevisibilidade sobre a disponibilidade desta fonte. Há expectativa, contudo, de mudança no arcabouço que disciplina o relacionamento entre o Banco Central do Brasil e Tesouro Nacional, no sentido de cessar a transferência de resultado das reservas cambiais (equalização cambial) do balanço da autoridade monetária para o Tesouro (vide Projeto de Lei nº 314, de 2017).

Do total de vencimentos da DPMFi, R\$ 434,0 bilhões correspondem ao principal e R\$ 183,3 bilhões aos juros. Os vencimentos da DPMFi estão bem distribuídos ao longo de 2018 e seguem as características de maturação dos títulos públicos que concentram o vencimento de títulos prefixados no primeiro mês de cada trimestre, o vencimento de títulos atrelados a índices de preços no mês de agosto nos anos pares e o vencimento de títulos flutuantes nos meses de março e setembro.

Figura 2. Vencimentos da DPMFi em 2018



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2018.

O Tesouro Nacional mantém uma “reserva de liquidez” (colchão da dívida), disponibilidade de recursos depositados em reais na Conta Única, para antecipar-se aos períodos de maior concentração de vencimentos, reduzir seu risco de refinanciamento e honrar eventuais passivos contingentes. A política adotada procura manter esse caixa em montante equivalente a pelo menos três meses do serviço dessa dívida em mercado. Entretanto, atualmente as disponibilidades seriam suficientes para honrar período superior a 6 meses de vencimentos da dívida doméstica em mercado. Isso garante ao Tesouro Nacional, em eventuais condições adversas, manter-se sem a necessidade de captar recursos para refinaranciar a DPF pelo período permitido pela reserva, sem pressionar o custo da dívida.

Uma reserva de liquidez também é mantida em moeda estrangeira. Nesse sentido, o Tesouro Nacional já dispõe de recursos suficientes para honrar integralmente os vencimentos da DPFe previstos para 2018. Dos R\$ 9,5 bilhões previstos para vencer nesse ano, R\$ 2,1 bilhões correspondem a principal e R\$ 7,3 bilhões a juros. Desse montante, a Dívida Mobiliária Externa responde por R\$ 6,9 bilhões do total, sendo R\$ 0,1 bilhão em principal e R\$ 6,8 bilhões em juros.

Com exceção dos pagamentos que serão realizados para honrar dívidas do estado do Rio de Janeiro no Regime de Recuperação Fiscal, os valores apresentados para a necessidade de financiamento não adicionam os passivos contingentes, devido ao grau de incerteza relacionado ao momento do reconhecimento destas dívidas. A Lei de Diretrizes Orçamentárias 2018 (LDO 2018) traz em seu Anexo de Riscos Fiscais um montante total para esses passivos de R\$ 18 bilhões.

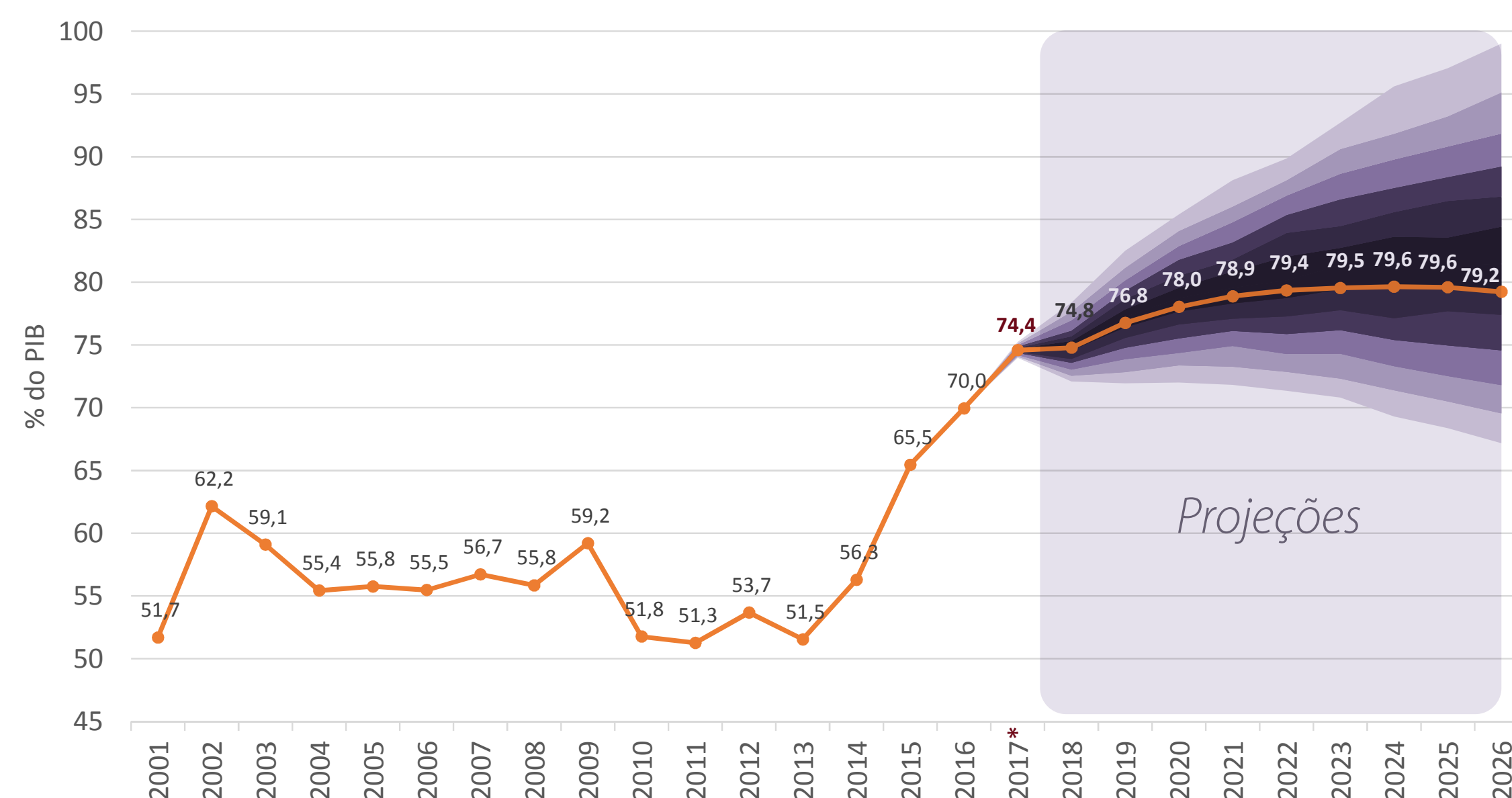
A STN mantém uma “reserva de liquidez” (colchão da dívida) para em condições adversas manter-se sem necessidade de captar recursos

2 Cenários para o PAF 2018

A economia brasileira tem sido marcada por diversos desafios nos anos recentes. A volta da perspectiva de crescimento após a mais longa e profunda crise documentada na história deve passar obrigatoriamente pela discussão da disciplina fiscal, que somente será adequadamente construída se estiver baseada no aprendizado resultante do debate da sociedade acerca de suas prioridades perante os gastos públicos, bem como nas reformas necessárias para garantir a estabilidade econômica e sustentabilidade da dívida. A consolidação fiscal é necessária para que a dívida permaneça em patamar sustentável no médio e longo prazos.

Após atingir 74,4% do PIB em novembro de 2017, a reversão da trajetória de crescimento da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) está atrelada ao conjunto de medidas econômicas que foram adotadas recentemente, bem como as expectativas com respeito à aprovação de novas reformas e medidas. Soma-se a isso as liquidações antecipadas do BNDES, que reduzirão a DBGG na mesma magnitude do valor liquidado. Considerando-se o espectro de risco, as simulações mostram a DBGG estabilizando-se ao redor de 80% do PIB nos cenários centrais.

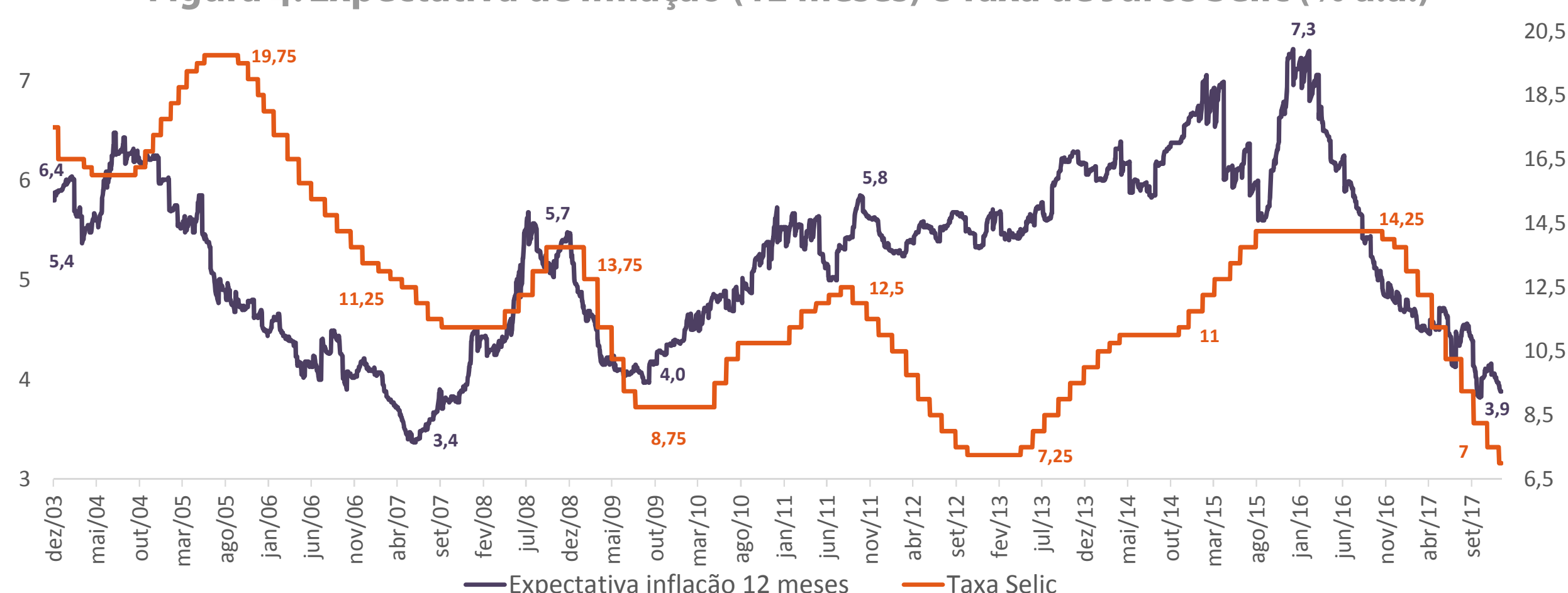
Figura 3. Projeção Central de DBGG e Intervalos de Probabilidade



Fonte: Banco Central. Projeções: Secretaria do Tesouro Nacional
* Posição realizada nov/17

O choque positivo na oferta de alimentos observado desde a segunda metade de 2016 propiciou um cenário favorável para a inflação, que ficou acima de 10,0% em 2015 e encerrou o ano de 2017 em 2,95%, com a expectativa de inflação para os próximos 12 meses abaixo da meta de 4,5%. O controle da inflação permitiu ao Banco Central reduzir a taxa de juros com credibilidade, atingindo 7,0% ao final de 2017. A consolidação de juros em patamares historicamente baixos é compatível com o cenário básico, que contempla manutenção do ambiente benigno global, gradual recuperação da atividade econômica e ambiente inflacionário favorável.

Figura 4. Expectativa de Inflação (12 meses) e Taxa de Juros Selic (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil

A formulação da estratégia de financiamento da dívida considera possibilidades distintas para a composição de títulos públicos que integrará o conjunto das emissões do Tesouro Nacional para 2018, a partir da análise de cenários alternativos, resultando nos limites superiores e inferiores para os indicadores da DPF.

No âmbito doméstico, o cenário básico se aproxima das expectativas de mercado para 2018 e tem como premissa a ausência de choques domésticos e externos relevantes. A trajetória de recuperação da economia ganha força a partir de 2018, amparado em algumas premissas: o cenário para inflação permanece benigno no médio prazo; os salários reais e a ocupação seguem em trajetória de crescimento; as famílias estão menos endividadas; os juros em baixo patamar; os índices de confiança em trajetória de recuperação e a

Recuperação econômica se consolida em 2018

política monetária mais expansionista contribui para a aceleração dos investimentos a partir de 2018. O ajuste fiscal tem foco no médio prazo, com dinâmica mais favorável das despesas e recuperação das receitas em linha com a recuperação da atividade econômica. O cenário básico considera ainda uma maior estabilidade da taxa de câmbio no médio prazo, com períodos de maior volatilidade associados à normalização da política monetária americana e às incertezas associadas à disputa eleitoral. Por fim, haverá continuidade das condições favoráveis de financiamento do balanço de pagamentos.

Cenário básico internacional sem grandes impactos na economia doméstica em 2018

Os cenários construídos consideram, no ambiente externo, a recuperação moderada da economia americana com elevação parcimoniosa da taxa básica de juros ao longo do ano; Europa com perspectiva positiva de crescimento e baixa inflação, com o programa de relaxamento monetário do BCE perdurando, pelo menos, até setembro de 2018 e China com redução paulatina no ritmo de crescimento, porém sem *hard-landing*.

De uma maneira geral, o cenário internacional permanece benigno no curto prazo, com o balanço de riscos equilibrado e sem grandes impactos sobre a economia doméstica.

Cenários alternativos consideram, por um lado, um ambiente adverso na economia doméstica, com a recuperação mais lenta da atividade econômica, restringida pelo ambiente de incerteza, com a não aprovação de reformas e medidas de cunho fiscal; dificuldades de retomada da arrecadação e um espaço limitado para redução dos gastos. Este cenário embute uma tendência de desvalorização da taxa de câmbio como consequência do ambiente de maior incerteza e aumento do risco país. Por outro lado, também foram consideradas hipóteses mais otimistas, tais como: aprovação de reformas fiscais estruturais mais abrangentes, que incluem além da previdência, a ampliação de cortes de gastos e aumento de receitas; aumento da governabilidade após as eleições de 2018 e recuperação econômica mais rápida e forte do que a observada no cenário básico.

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

3 Estratégia de Financiamento

3.1 Dívida Interna

O PAF 2018 prevê emissões que garantam uma adequada distribuição de vencimentos ao longo do tempo, de forma a contribuir tanto com a liquidez dos títulos emitidos, quanto com a redução do risco de refinanciamento. É importante, além de favorecer o bom funcionamento do mercado secundário de títulos públicos, ampliar e diversificar a base de investidores.

A DPMFi possui uma base diversificada de investidores composta, em dezembro de 2017, principalmente, por Fundos de Previdência (25,5%), Fundos de Investimento (25,2%), Instituições Financeiras (22,3%)

e Não-Residentes (12,1%). As diferentes características desses agentes viabilizam uma atuação do Tesouro mais eficiente para equilibrar os custos e riscos na gestão da DPF e torna o mercado mais profundo e líquido.

Objetivo de aumentar a liquidez e ampliar a base de investidores

A tabela a seguir apresenta os vencimentos dos títulos a serem ofertados ao longo de 2018 para cada prazo de referência (benchmark), cujo cronograma de leilão encontra-se no portal da STN.

Confira as datas dos leilões de títulos

[Clique aqui e confira as datas dos leilões dos títulos.](#)

Tabela 3. Títulos de Referência* (benchmarks) Ofertados em 2018

TÍTULO	INDEXADOR	CUPOM DE JUROS	BENCHMARK E VENCIMENTOS	
LTN	Prefixado	Não há (os juros correspondem à diferença entre os valores nominais e de emissão)	Curto e Médio Prazo	6 meses (Out/2018 e Abr/2019)** 12 meses (Abr/2019 e Out/2019)** 24 meses (Abr/2020 e Out/2020)** 48 meses (Jan/2022 e Jul/2022)**
NTN-F	Prefixado	10% ao ano, pagos semestralmente	Longo Prazo	7 anos (Jan/ 2025) 10 anos (Jan/ 2029)
LFT	Taxa Selic	Não há (os juros são pagos no vencimento de acordo com a variação do indexador)	Médio Prazo	6 anos (Mar/ 2024 e Set/ 2024)**
NTN-B	IPCA	6% ao ano, pagos semestralmente	Grupo I – Curto e Médio Prazo	5 anos (Mai/ 2023) 10 anos (Ago/ 2028)
			Grupo II – Longo Prazo	20 anos (Mai/ 2035) 40 anos (Mai/ 2055)

*Para mais detalhes sobre as características dos títulos públicos da DPMFi, vide Decreto no. 3.859, de 04 de julho de 2001.

** Vencimentos que serão emitidos no primeiro e segundo semestres de 2018, respectivamente.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

A estratégia contempla a emissão de títulos prefixados (LTN e NTN-F), que são importantes para o processo de desindexação da dívida às taxas de juros de um dia. Além disso, as LTN possuem papel de destaque no mercado secundário de títulos públicos por conta de sua maior liquidez.

A NTN-F com referência de 10 anos tem nova data de vencimento em janeiro de 2029. No intuito de contribuir para o incremento da liquidez do novo vértice, o Tesouro Nacional realizará um leilão de troca de NTN-F, permitindo a permuta das NTN-F com prazos mais curtos pelo novo prazo de referência.

NTN-F de 10 anos com nova data de vencimento e leilão de troca para viabilizar a permuta de NTN-F mais curtas por mais longas

O Tesouro Nacional também contará com a emissão das NTN-B que, em média, se configuram como títulos de prazos mais longos, em linha com a diretriz de alongamento da DPF. De fato, os indicadores de prazo médio do estoque da DPF e sua estrutura de vencimentos são afetados positivamente por essas emissões.

A emissão de NTN-B, em conjunto com a emissão de LTN e NTN-F, também corrobora com a diretriz de longo prazo da DPF de substituição gradual dos títulos remunerados com taxas de juros flutuantes por instrumentos com rentabilidade prefixada ou por aqueles remunerados pela variação dos índices de preços.

Por fim, as LFT são títulos com juros pós-fixados e que, em circunstâncias de maior aversão a riscos, quando os prêmios de risco dos títulos prefixados tendem a se elevar, mostram-se como alternativas para minimizar a fixação de taxas de juros mais altas por longos períodos. O prazo médio de emissão desses títulos é próximo a seis anos, patamar superior ao prazo médio do estoque da DPF.

Na execução de sua estratégia de financiamento, o Tesouro Nacional observa continuamente as condições vigentes na economia e no mercado financeiro. Assim, em momentos específicos, o planejamento pode sofrer ajustes e, extraordinariamente, o Tesouro Nacional poderá optar por realizar leilões não previstos, de modo a minimizar a volatilidade nos preços dos títulos públicos e assegurar um adequado equilíbrio entre custos e riscos para a DPF.

Com relação à frequência dos leilões, a principal novidade para 2018 é a realização de leilões semanais de NTN-F (que eram feitos quinzenalmente), com vistas à melhor diluição do risco de mercado ao longo do mês. Os resgates antecipados de NTN-F e NTN-B (que eram feitos trimestralmente) serão realizados apenas caso sejam identificadas condições de mercado extraordinárias que justifiquem a sua realização pelo Tesouro Nacional. Para os demais títulos não há alteração na frequência e no formato dos leilões, conforme o cronograma de leilões mencionado anteriormente e o resumo presente na tabela a seguir:

Leilões semanais de NTN-F para suavizar a pressão sobre o mercado ao longo do mês

Tabela 4. Frequência dos Leilões da DPMFi a Serem Realizados pelo Tesouro Nacional em 2018

TÍTULO	TRADICIONAL		TROCA	
	PERIODICIDADE	CRITÉRIO DE SELEÇÃO*	PERIODICIDADE	CRITÉRIO DE SELEÇÃO
LTN	Semanal	Preço Múltiplo	Anual	Preço Múltiplo
NTN-F	Semanal	Preço Múltiplo		
LFT	Quinzenal	Preço Múltiplo	Trimestral	Preço Múltiplo
NTN-B	Quinzenal	Preço Uniforme		

* Critério de seleção de propostas nos leilões: no critério uniforme serão aceitas todas as propostas com cotações iguais ou superiores à cotação mínima aceita, a qual será aplicada a todas as propostas vencedoras. Já no critério de preço múltiplo, as propostas aceitas pagam o próprio preço apresentado no lance.

Os leilões de títulos públicos da DPMFi realizados pelo Tesouro possuem finalidades específicas, a saber: <http://www.tesouro.gov.br/web/stn/leiloes>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

3.2 Demais Atuações no Mercado Doméstico

O Tesouro Nacional permanecerá em 2018 com a contribuição do seu sistema de dealers, que possui um conjunto de metas e obrigações para instituições financeiras credenciadas, com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Ao todo serão nove bancos e três corretoras que atuarão nas emissões primárias de títulos públicos federais, bem como na negociação desses instrumentos no mercado secundário. As instituições credenciadas e os títulos selecionados para a negociação, assim como o ranking das instituições com melhor desempenho, podem ser consultados no site do Tesouro Nacional, seção de [dealers](#).

Permanece também como ação de interesse do Tesouro Nacional o apoio ao desenvolvimento de índices de renda fixa (benchmarks), com reflexos positivos na composição e no alongamento dos títulos de renda fixa, públicos e privados, no mercado doméstico.

O Tesouro Nacional dará continuidade às ações de implementação dos Fundos de Índice de Renda Fixa (*Exchange Traded Funds* - ETF), vislumbrando oportunidades de evolução do mercado secundário de títulos públicos e de sua base de investidores. Maiores detalhes podem ser consultados no [site do Tesouro Nacional](#).

Além disso, para contribuir com o desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro, o Tesouro Nacional manterá seu apoio a ações que busquem consolidar o mercado de títulos privados como importante fonte de financiamento para investimentos públicos e privados, alternativamente às fontes públicas.

Finalmente, o Tesouro Nacional apoiará projetos que visem à qualificação dos profissionais e à educação financeira dos investidores, por meio principalmente do Programa Tesouro Direto, permanecerá com sua política de apoio à utilização das plataformas eletrônicas, e ainda priorizará estudos envolvendo práticas e produtos que possam contribuir para o desenvolvimento do mercado secundário e do mercado de renda fixa brasileiro.

3.3 Dívida Externa

Em 2018, será preservada a política de atuação qualitativa no mercado externo, com o objetivo de consolidar curvas de financiamento externas líquidas e eficientes, negociadas com termos e condições adequados, que possam servir de referência para o setor corporativo. Atualmente, a dívida soberana brasileira apresenta pontos de referência em dólar, euro e real.

Assim, serão acompanhadas e avaliadas as condições de liquidez, risco e profundidade dos principais mercados internacionais, buscando as melhores alternativas de financiamento externo. Para o aprimoramento constante da curva de juros externa, o Tesouro Nacional utiliza o programa de resgate antecipado (*buyback*) de títulos, podendo atuar ainda por meio de outras operações de gerenciamento do passivo externo (*liability management*), com vistas a retirar do mercado títulos menos eficientes. Dessa forma, as estratégias e atuações da STN contribuem para o desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros não apenas no mercado doméstico, mas também no mercado externo, em linha com as diretrizes da DPF, em geral, e da DPFe, em particular.

Além disso, o risco de refinanciamento no curto prazo foi mitigado, tendo em vista que a totalidade dos vencimentos de juros e principal em 2018 já foram previamente financiados, seja por meio de emissões nos mercados internacionais, seja por emissões no mercado local e posterior compra antecipada de moeda estrangeira.

Risco de refinanciamento de curto prazo mitigado pelo pré-financiamento da quase totalidade dos vencimentos da DPFe em 2018



[Acesse os Objetivos e Diretrizes da Gestão da DPFe](#)

4 Resultados Esperados

A tabela 5 apresenta os resultados esperados para os indicadores da DPF ao final de 2018, cujas premissas de projeção consideram os cenários econômicos, a necessidade de financiamento do Governo Federal e as estratégias anteriormente descritas.

Tabela 5. Limites de Referência para a DPF em 2018

INDICADORES	2017	LIMITES PARA 2018	
		MÍNIMO	MÁXIMO
Estoque (R\$ bilhões)			
DPF	3.559,3	3.780,00	3.980,00
Composição (%)			
Prefixados	35,3	32,0	36,0
Índices de preços	29,6	27,0	31,0
Taxa flutuante	31,5	31,0	35,0
Câmbio	3,6	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos			
% Vencendo em 12 meses	16,9	15,0	18,0
Prazo médio (anos)	4,3	4,0	4,2

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

4.1 Estoque da DPF

Os limites mínimos e máximos para o estoque da DPF comportam o seu crescimento natural por meio da apropriação de juros e da dinâmica entre emissões e resgates ao longo do ano.

A expectativa é alcançar um percentual de refinanciamento de principal e juros do período de pelo menos 100%, para que a gestão da dívida não adicione liquidez ao sistema financeiro.

A gestão da dívida em 2018 buscará não adicionar liquidez ao sistema financeiro

4.2 Composição da DPF

Com o objetivo de alcançar um percentual mínimo de refinanciamento de 100% da DPF, a emissão de títulos flutuantes tem um papel importante. Além disso, o

volume adicional de emissões de LFT em um período com baixos vencimentos desses títulos gera um aumento na participação de flutuantes na composição da DPF sem que haja, necessariamente, uma menor colocação de títulos prefixados. Este efeito ocorreu em 2015, 2016 e 2017 e deve ocorrer mais uma vez em 2018, o que tem provocado um recuo temporário na estratégia de substituição dos títulos flutuantes por prefixados ou remunerados por índices de preços.

Cabe pontuar que os limites de referência estabelecidos neste PAF refletem movimentos conjunturais, marcados pela recuperação econômica e fiscal em curso. Portanto, tais limites referentes a 2018 não implicam alterações das diretrizes observadas pela gestão da DPF para médio e longo prazo. Com a superação dos desafios de curto prazo, espera-se retomar a convergência da composição da DPF em direção à estrutura desejada para a dívida no longo prazo, de modo que os atuais desvios na composição sejam temporários.

4.3 Estrutura de Vencimentos da DPF

Há dois indicadores principais para se acompanhar a evolução da estrutura de vencimentos da DPF: o primeiro é o percentual vincendo em doze meses, que informa a proporção da dívida que vencerá no curto prazo; o segundo é o prazo médio do estoque, que captura a média de tempo remanescente dos pagamentos da dívida, ponderada pelos valores presentes desses fluxos de principal e juros. A estratégia de financiamento indica uma redução do ponto médio dos limites de referência de ambas estatísticas no PAF 2018.

O percentual vincendo em 12 meses, após alcançar as mínimas históricas de 14,69% em 2017, deve encerrar 2018 dentro do intervalo de 15 % a 18%. O indicador tem sido favorecido pela menor emissão de títulos de curto prazo (LTN de 6 e 12 meses), o que melhora a percepção de risco de refinanciamento da dívida.

Já o prazo médio tende a se reduzir e encerrar 2018 dentro do intervalo de 4,0 a 4,2 anos. Este efeito pode ser explicado em parte por uma menor participação no estoque da DPF dos títulos remunerados por índices de preços, instrumentos de longo prazo demandados principalmente por instituições de previdência.

Para a realização de comparações internacionais, vale acompanhar os indicadores de vida média e o percentual de amortização em doze meses, calculado sob os mesmos critérios. Para mais informações, clique no botão ao lado.

A redução do prazo médio é explicada principalmente pela redução da participação de títulos remunerados por índices de preços

Conceitos e estatísticas da dívida pública

[Confira os Conceitos e Estatísticas da Dívida Pública](#)

5 Perspectivas de médio e longo prazo para a DPF

Vista aérea de colheitadeiras em campo de soja, Campo Verde - MT

5.1 A DPF no Longo Prazo – Composição Ótima

A definição de diretrizes quantitativas para os indicadores da DPF é uma das principais peças do planejamento da dívida, complementando seus objetivos e suas diretrizes qualitativas. Nesse arcabouço, que engloba a gestão de riscos, o benchmark constitui um guia para o delineamento das estratégias de financiamento, apontando para os valores de referência desejados no longo prazo para a composição e a estrutura de vencimentos da DPF. Os termos benchmark e “estrutura ideal de longo prazo” da dívida doravante serão tratados como sinônimos e representam a estrutura desejada para a DPF no longo prazo. Como indicado na Tabela 6, os limites de longo prazo não foram alterados para 2018.

Tabela 6. Intervalos Indicativos da Composição Ideal no Longo Prazo

INDICADORES	LIMITES DE LONGO PRAZO	
	REFERÊNCIA	INTERVALO
Composição (%)		
Prefixados	40,0	+/- 2,0
Índices de preços	35,0	+/- 2,0
Taxa Flutuante	20,0	+/- 2,0
Câmbio	5,0	+/- 2,0
Estrutura de vencimentos		
% Vencendo em 12 meses	20,0	+/- 2,0
Prazo Médio	5,5 anos	+/- 0,5

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

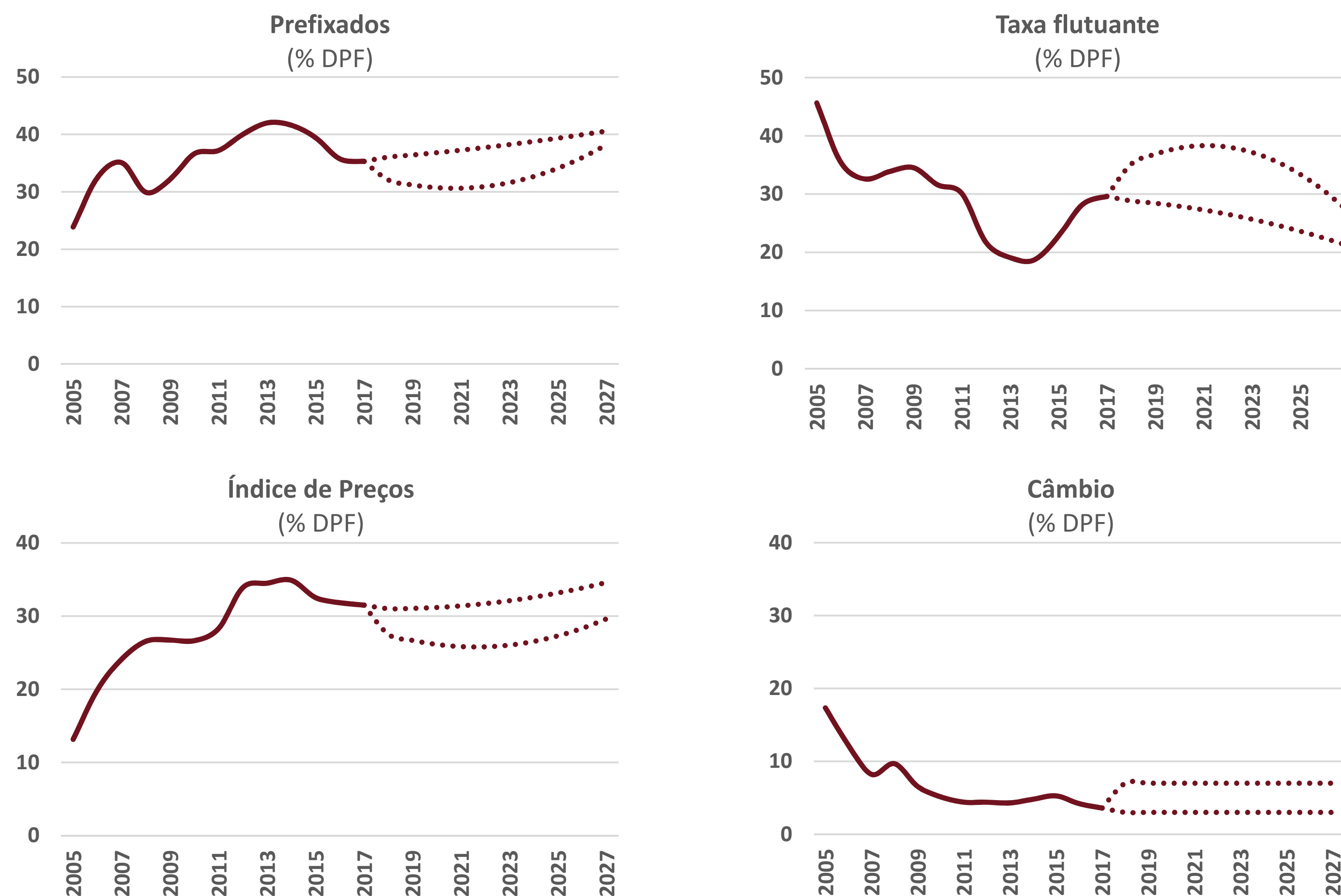
5.2 Indicativos para a DPF no Médio Prazo

O planejamento de médio prazo busca avaliar o perfil da DPF ao longo dos próximos 10 anos sob diversas estratégias de financiamento, tendo como premissa a convergência para o perfil da dívida indicado pelo benchmark da DPF, em um horizonte de tempo que extrapola o PAF. Nas projeções apresentadas a seguir não se pretende estabelecer metas para os indicadores da DPF, mas apenas revelar os caminhos mais prováveis para essas variáveis nos próximos anos, a depender das condições macroeconômicas e financeiras do país.

A estratégia de financiamento da DPF nos próximos anos tem pela frente o desafio de lidar com déficits primários recorrentes, o que pode levar a um distanciamento temporário na trajetória de convergência para o benchmark. Nesse sentido, é possível que as proporções de títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços se reduzam no primeiro triênio das projeções, contrariamente ao que prescrevem as diretrizes de longo prazo da DPF. Uma análise mais detalhada da evolução do histórico dos indicadores da DPF é apresentada no [Relatório Anual da Dívida](#).

A conjuntura econômica induz uma redução da participação de títulos prefixados e índices de preços, o que resulta num distanciamento temporário das diretrizes de longo prazo

Figura 5. Composição da DPF no Médio Prazo



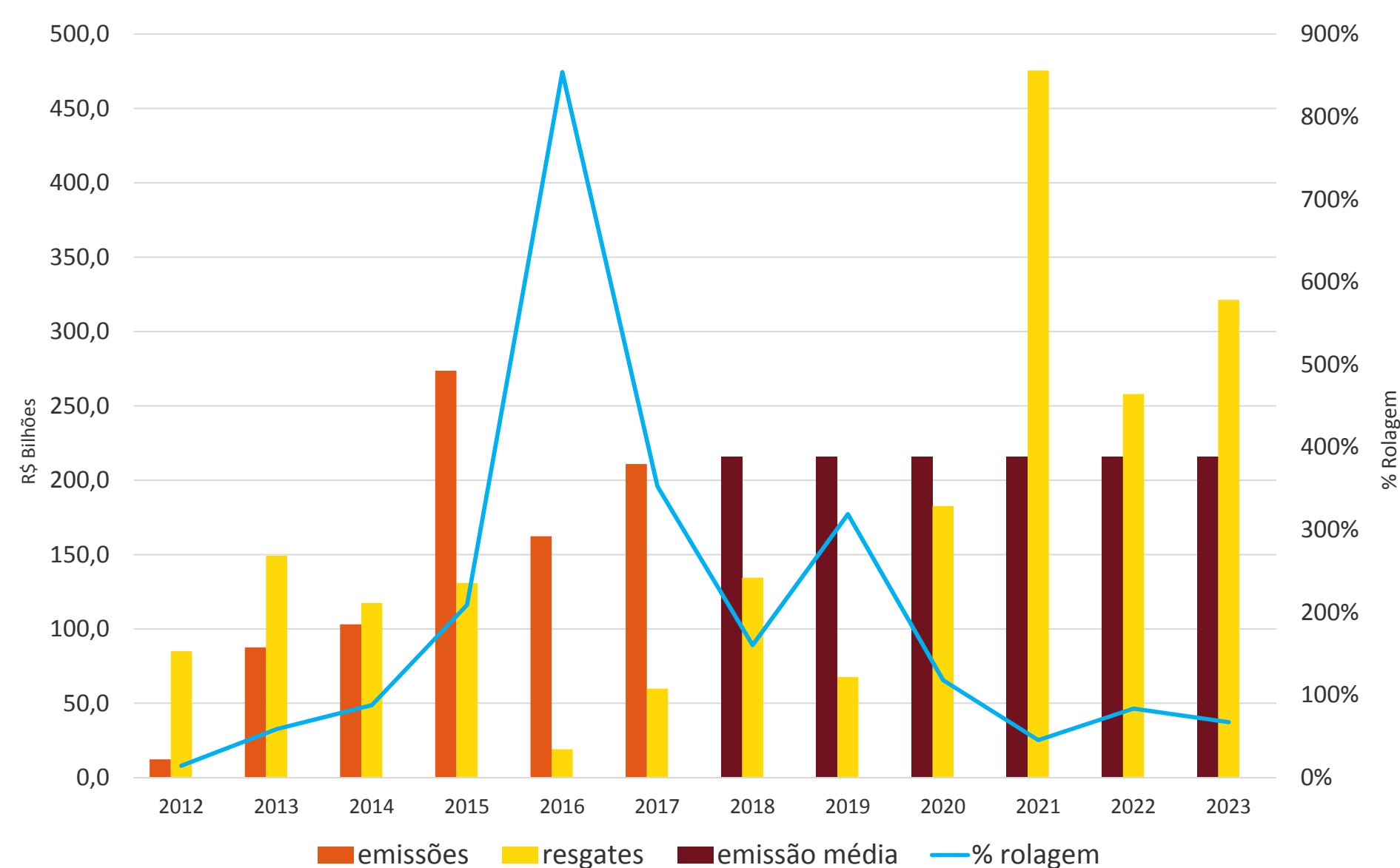
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Como visto na seção 4.1.2, esse desvio temporário decorre da premissa de que o Tesouro Nacional perseguirá estratégias com taxa de refinanciamento (razão entre emissões e resgates) superior a 100% dos montantes de principal e juros da DPF em cada ano, de modo que a gestão da dívida não adicione liquidez ao sistema financeiro. Decorre daí a possibilidade de emissões de LFT em volumes acima de seus vencimentos nos próximos anos, quando a maturação desses títulos é pequena em comparação com os resgates totais da DPF. Consequentemente, a dívida com juros flutuantes aumenta sua proporção no estoque da DPF.

A dívida com juros flutuantes aumenta sua proporção no estoque da DPF

O exercício abaixo ilustra a possibilidade de reversão desse movimento nos próximos anos. Ao considerar, hipoteticamente, que a média de emissões de LFT do triênio 2015-2017 fosse mantida nos próximos anos, o percentual de refinanciamento desses títulos voltaria a situar-se abaixo de 100% a partir de 2021, dado que as torres de maturação de LFT crescem significativamente neste período. Isso contribui para a diminuição da proporção de títulos flutuantes na DPF numa conjuntura favorável à redução de emissões desses títulos.

Figura 6. Indicadores da Estrutura de Vencimentos da DPF no Médio Prazo



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Trata-se de uma estratégia que mantém atenção ao custo de financiamento da dívida, num ambiente onde se espera gradualismo na consolidação fiscal. Ao se utilizar as LFT, evita-se pressionar o mercado dos demais títulos públicos com excesso de oferta em relação à demanda que se espera para cada instrumento. Além disso, *ex-ante* as LFT se mostram vantajosas na perspectiva de custo, posto que seu risco de taxa de juros para o investidor é próximo ao de uma alternativa com duração de um dia (*overnight*). O aumento da proporção de LFT não representa necessariamente um incremento no risco global da DPF para o Tesouro, dado que sua composição atual preserva a participação de títulos prefixados e dos remunerados por índices de preços em patamares confortáveis, como também mantém a baixa exposição cambial, que historicamente tem alta volatilidade. Por último, nas análises de risco e benchmark da dívida, as LFT têm se mostrado preferíveis aos prefixados de curto prazo (até um ano), pois estes tendem a cobrar prêmios positivos, mas não protegem efetivamente o Tesouro Nacional de oscilações na taxa de juros.

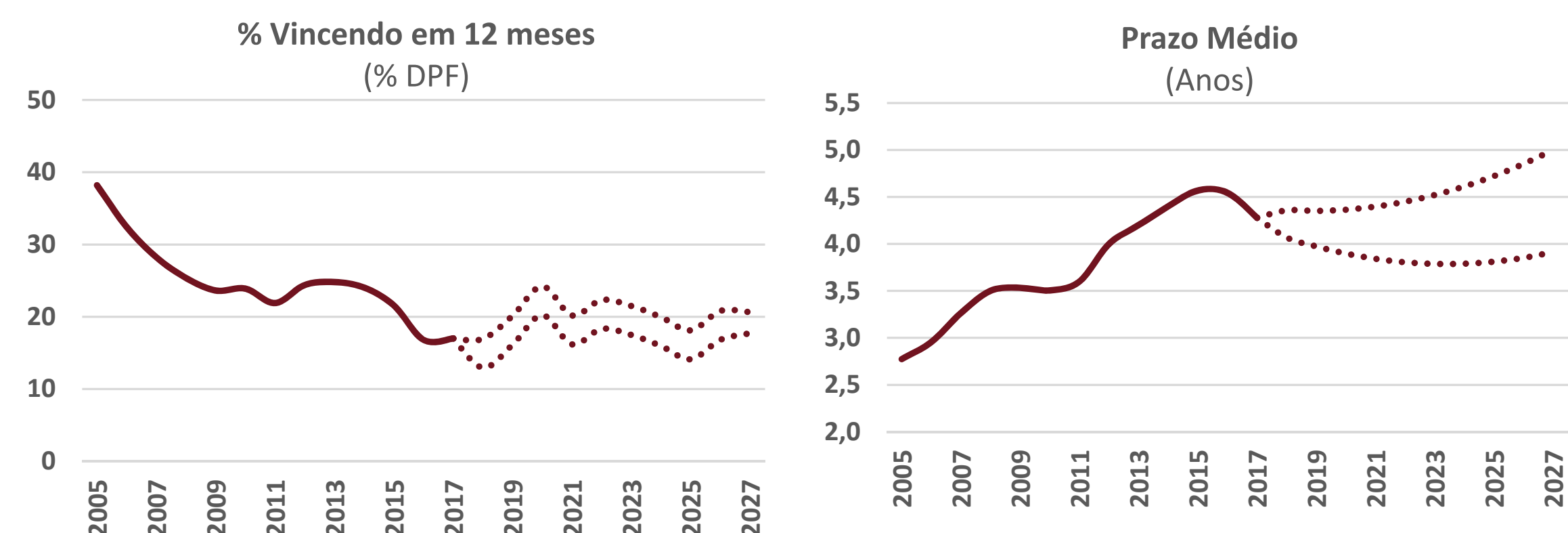
A evolução dos indicadores também mostra um longo processo de redução do risco de refinanciamento da DPF. Como mostra a Figura 7, em julho de 2017, atingiu-se o menor percentual vincendo em doze meses da série histórica, 14,96%, da DPF, enquanto o prazo médio ainda encontra-se próximo à máxima histórica, atingida ao final de 2015.

Prospectivamente, as mudanças esperadas na composição da dívida apresentarão

reflexos na estrutura de vencimentos. Nos primeiros anos do horizonte avaliado, período marcado por baixos vencimentos de LFT e redução das colocações de prefixados de curto prazo, o percentual vincendo em doze meses deverá ficar abaixo de 20%. Posteriormente, esse indicador tende a passar por um aumento em 2020 e 2021, como efeito de maiores vencimentos da DPF, em particular da parcela de LFT emitida em 2015, retornando ao patamar inferior a 20% a partir de 2022, como mostra a Figura 7.

Os indicadores de risco de refinanciamento estão próximos ao mínimo histórico, embora ainda seja esperada alguma flutuação entre 2020 e 2021

Figura 7. Indicadores da Estrutura de Vencimentos da DPF no Médio Prazo (limites superiores e inferiores)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Ainda como reflexo de mudanças na composição, o prazo médio da DPF tende a diminuir até 2020, após alcançar um valor máximo na série histórica anual em 2015. Esse resultado decorre da possibilidade de menor participação relativa dos títulos remunerados por índices de preços, instrumentos que são essenciais para o alongamento do prazo da dívida. Por se tratar de uma média ponderada, a redução do peso desses títulos afetará o indicador de maneira negativa, com sua recuperação ocorrendo apenas a partir de 2021.

O PAF 2018, como parte de uma estrutura mais ampla de planejamento, promove a evolução da estrutura da DPF rumo a um balanço adequado de custos e riscos, em uma perspectiva de longo prazo. A transição do perfil da dívida em direção ao seu benchmark será tanto mais benéfica quanto mais rápido se fortalecerem os resultados fiscais, a confiança dos agentes e a retomada do crescimento econômico.



MINISTÉRIO DA
FAZENDA

