



Plano Anual de Financiamento

Dívida Pública Federal

2015



Plano Anual de Financiamento

Dívida Pública Federal



Número 15

Brasília/2015

MINISTRO DA FAZENDA

Joaquim Vieira Ferreira Levy

SECRETÁRIO-EXECUTIVO

Tarcísio José Massote de Godoy

SECRETÁRIO DO TESOUREIRO NACIONAL

Marcelo Barbosa Saintive

SUBSECRETÁRIOS

Cleber Ubiratan de Oliveira

Eduardo Coutinho Guerra

Gilvan da Silva Dantas

Líscio Fábio de Brasil Camargo

Marcus Pereira Aucélio

Paulo Fontoura Valle

EQUIPE TÉCNICA**Subsecretário da Dívida Pública**

Paulo Fontoura Valle

Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública

Fernando Eurico de Paiva Garrido

Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública

Otávio Ladeira de Medeiros

Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública

Antônio de Pádua Ferreira Passos

Adriano Sodré de Moraes	Gian Barbosa da Silva	Marcelo Rocha Vitorino	Poliana de Carvalho Pereira
Andre de Araujo Melo	Guilherme Pinheiro De Deus	Márcia Fernanda Tapajós	Priscila de Souza C. de Castro
André Luiz Gonçalves Garcia	Gustavo Matte Russomanno	Márcia Paim Romera	Renato da Motta Andrade Neto
André Proite	Gustavo Miguel Nogueira Fleury	Marcos Demian Pereira Magalhães	Ricardo Machado Miranda Filho
Artur Cleber Assunção do Vale	José Franco Medeiros de Moraes	Marcos Francisco Ferreira Martinelli	Roberto Beier Lobarinhas
Cecília De Souza Salviano	Keiti da Rocha Gomes	Marcus Vinícius Socio Magalhães	Róger Araújo Castro
Daniel Carvalho Cunha	Krisjanis Figueiroa Bakuzis	Mariana de Lourdes Moreira Lopes	Rubens Rodrigues da Cruz
Daniel Mário Alves de Paula	Leandro Puccini Secunho	Mauricio Dias Leister	Tatiana de Oliveira Mota
David Rebelo Athayde	Lena Oliveira de Carvalho	Nucilene Lima de Freitas França	Tiago Sbardelotto
Edis Machado Canedo	Leopoldo Araújo Rodrigues	Orlando Cesar de Souza Lima	
Frederico Schettini Batista	Lucas Gurgel Leite	Pedro Ivo Ferreira de Souza Junior	
Geraldo Teodoro F. Gonçalves	Luiz Fernando Alves*	Petronio de Oliveira Castanheira	* Coordenação Técnica

Coordenador-Geral de Desenvolvimento Institucional

Vinícius Mendonça Neiva

Gerente de Informação

Allan Lúcio Sathler

Projeto Gráfico e Diagramação

Helise Oliveira Gomes

Anna Luiza da Silveira Corrêa

Hugo Edgar Póvoa Pullen Parente

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2015. 1/Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2015, número 15.
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

Tiragem 100 exemplares

Secretaria do Tesouro Nacional

Edifício do Ministério da Fazenda, Esplanada dos Ministérios, Bloco P, 2º andar, CEP 70.048-900 – Brasília - DF

Correio Eletrônico: stndivida@fazenda.gov.br

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

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2015 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional.

É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.

Sumário

1. Introdução	9
2. Cenários e necessidade de financiamento 2015	11
2.1 Cenários	11
2.2 Necessidade de Financiamento	12
3. Estratégia de financiamento	15
3.1 Dívida Interna	15
Títulos Prefixados	17
Títulos Remunerados por Índices de Preços	17
Títulos Remunerados por Taxas Flutuantes	18
Demais Atuações no Mercado Doméstico	18
3.2 Dívida Externa	18
4. Resultados esperados	22
Estoque da DPF	23
Composição da DPF	23
Estrutura de Vencimentos da DPF	24
5. Composição de longo prazo e gestão de riscos da DPF	26
5.1 A DPF no Longo Prazo	26
5.2 Evolução Histórica: Redução de Riscos	28
Risco de Mercado	29
Risco de Refinanciamento	32
6. Considerações finais	34
Anexo A. Cronograma dos Leilões de Títulos da DPMFi	35
Anexo B. Legislação Aplicada à Dívida Pública	36
Anexo C. Tributação de Títulos Públicos	38

Listas de Quadros e Figuras

Lista de Figuras

Figura 1 - Vencimentos da DPMFi em 2015	13
Figura 2 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional	14
Figura 3 - Estoque de Títulos da DPFe e Curva de Juros Externa	20
Figura 4 - Prazo Médio e Vida Média da DPF	25
Figura 5 - Composição por Indexadores da DPF	29
Figura 6 - Estrutura de Vencimentos da Dívida Flutuante	30
Figura 7 - Risco de Repactuação	31
Figura 8 - Estrutura de Vencimentos da DPF	32
Figura 9 - DPF Vincendo em 12 Meses	33

Lista de Quadros

Quadro 1 - Composição dos Vencimentos da DPF	12
Quadro 2 - Leilões da Dívida Interna em 2015	16
Quadro 3 - Metas da Dívida Pública Federal em 2015	22
Quadro 4 - Intervalos Indicativos de Composição Ótima no Longo Prazo	26
Quadro 5 - Histórico das Metas de Estrutura Ótima no Longo Prazo	28

Mensagem do Ministro da Fazenda

Iniciamos o ano de 2015 confiantes de que o Brasil está preparado para superar os desafios da atual conjuntura econômica. Para tanto, reafirmamos nosso compromisso com a solidez dos fundamentos macroeconômicos do país, tendo a disciplina fiscal e a estabilidade de preços como valores indispensáveis para a sustentação do crescimento e a busca de uma sociedade mais justa e aberta.

Um dos pilares para o bom funcionamento da economia é o equilíbrio fiscal, com disciplina nos gastos públicos e cumprimento das metas estabelecidas, de modo a assegurar uma trajetória favorável para a dívida pública. O equilíbrio das contas públicas será essencial para o desenvolvimento do crédito, o incremento da poupança doméstica e a criação de oportunidades para trabalhadores. A solidez fiscal aumenta a confiança dos agentes na realização de seus projetos, o que, por sua vez, alavanca o emprego e a renda.

O ajuste de gastos já em curso, em consonância com o fortalecimento institucional da Responsabilidade Fiscal no país, se apresenta ainda como importante fator para a estabilidade monetária, de forma análoga aos esforços que antecederam o Plano Real e que acompanharam a consolidação do novo regime de metas de inflação. Mais ainda, é bem entendido que o reequilíbrio fiscal é crucial para preservar as conquistas no campo da inclusão social já alcançadas.

Em um cenário internacional ainda permeado por incertezas, o Brasil demonstra solidez ao manter suas reservas internacionais em patamar seguro, tornando o país menos vulnerável a eventuais choques externos. Os fluxos de investimento estrangeiro direto permanecem elevados e mantém-se a atratividade do País aos investidores domésticos e estrangeiros em portfolio, inclusive com o aumento recorde da participação deste último grupo na dívida pública doméstica. A poupança externa continuará contribuindo, portanto, para o investimento no Brasil.

A retomada do crescimento econômico, apoiada pela confiança na transparência e solidez das contas públicas, será impulsionada por um ambiente que estimule a iniciativa privada, contando com regras gerais e claras, e com medidas que favoreçam a oferta agregada, incrementando a poupança e reduzindo os riscos dos investimentos, com destaque para aqueles em infraestrutura.

É com referência nessa perspectiva que o Tesouro Nacional apresenta seu décimo quinto Plano Anual de Financiamento – PAF 2015, trazendo os objetivos, diretrizes, estratégias e metas para a gestão da Dívida Pública Federal (DPF). A apresentação deste documento reforça nosso compromisso com a credibilidade de nossas instituições e a transparência na gestão pública. Com isso, reafirmamos nosso empenho em conduzir a política econômica de forma responsável e em linha com as exigências de uma democracia, de forma a se promoverem as transformações necessárias à melhora sistemática do bem-estar de nossa sociedade.

Joaquim Vieira Ferreira Levy

MINISTRO DA FAZENDA

Mensagem do Secretário do Tesouro Nacional

Reafirmando as palavras do Ministro Levy, o ano de 2015 apresenta um cenário de transformações na economia brasileira, no qual reafirmamos o compromisso do governo com a responsabilidade fiscal e a transparência, fatores cruciais para o crescimento sustentável, para a estabilidade econômica e para darmos seguimento aos avanços sociais conquistados pelo país. Para tal, reforçamos nosso compromisso com as metas de superávit primário e com a manutenção da dívida pública em uma trajetória de equilíbrio.

Nessa conjuntura, é com satisfação que apresentamos o décimo quinto Plano Anual de Financiamento (PAF). Consolidamos nesse documento os objetivos e as diretrizes da gestão da Dívida Pública Federal, bem como as estratégias e metas para seus indicadores em 2015. Como gestores da dívida, buscamos evolução contínua para garantir que as necessidades de financiamento do governo federal sejam supridas com a maior eficiência possível, assegurando um balanço adequado entre os custos e riscos da DPF. Almejamos ainda contribuir para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos e privados brasileiros, beneficiando não apenas o setor público, mas também criando condições mais vantajosas para o financiamento de nossas empresas.

A análise da Dívida Pública Federal ao longo da última década revela que são notáveis os progressos já alcançados em sua composição, por meio da redução da participação dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela cotação cambial, parcela mais sensível à volatilidade do mercado financeiro, sendo substituídos pelos títulos prefixados e remunerados por índices de inflação. O Tesouro considera adequado o atual ritmo de convergência dos indicadores da dívida pública às suas referências de longo prazo e buscará em 2015 dar continuidade ao processo de melhora de seu perfil, especialmente no que se refere ao alongamento do prazo médio e à suavização da estrutura de vencimentos.

Mais especificamente quanto à estratégia de emissões domésticas, manteremos as ofertas de LTN com prazos de até 4 anos e de NTN-F com vencimentos entre 5 e 10 anos. Já as NTN-B de longo prazo passarão a ser ofertadas nos vértices com vencimentos em 2035 e 2055. Por fim, quanto às LFT, o seu ritmo de emissões dependerá da evolução de outros indicadores da DPF, tais como prazo, estrutura de vencimentos e custos.

No âmbito da dívida externa, manteremos a estratégia de emissões qualitativas, conjugadas com operações estruturadas, em busca de estruturas a termo de taxas de juros em dólares, euros e reais que forneçam referências eficientes de preços e

permitam captações públicas e privadas a custos reduzidos. Vale lembrar que, no *front* externo, contamos com um nível confortável de reservas cambiais, o que nos favorece em caso de eventuais turbulências provenientes do cenário internacional. Atuaremos, assim, para que o Brasil continue se apresentando como um destino atrativo e seguro para investimentos, garantindo financiamento público e privado de médio e longo prazos de forma eficiente.

Concluimos, reafirmando o compromisso do Tesouro Nacional com a gestão eficiente da dívida pública, com foco no aperfeiçoamento contínuo do seu perfil em direção à estrutura ótima de longo prazo.

Marcelo Barbosa Saintive

SECRETÁRIO DO TESOUREIRO NACIONAL

1. Introdução

Este documento tem a finalidade de apresentar o Plano Anual de Financiamento 2015 – PAF 2015, expondo os objetivos, diretrizes, estratégias e metas para a gestão da Dívida Pública Federal – DPF, nela incluídas as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal¹, para o presente ano. Em sua 15ª edição, o PAF já se consolidou como instrumento de planejamento, previsibilidade e transparência da administração da DPF.

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

A definição da estratégia de financiamento da DPF busca atender ao objetivo da administração da DPF, bem como a um conjunto de diretrizes qualitativas para seu alcance. Nesse sentido, **as diretrizes da gestão da Dívida Pública Federal** são:

- » Substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada;
- » Consolidação da atual participação dos títulos remunerados por índices de preços e dos vinculados à taxa de câmbio, em consonância com os seus limites de longo prazo.
- » Suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;
- » Aumento do prazo médio do estoque;
- » Desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros nos mercados interno e externo;
- » Aumento da liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- » Ampliação da base de investidores; e

¹ A 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. Cabe destacar que todas 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 estão disponíveis nos anexos dos Relatórios Mensais da DPF em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>.

» Aperfeiçoamento do perfil da Dívida Pública Federal externa (DPFe), por meio de emissões de títulos com prazos de referência (*benchmark*), do programa de resgate antecipado e de operações estruturadas.

Cabe mencionar que, na execução do PAF, o Tesouro Nacional observará as condições de mercado a cada instante. Assim, em momentos mais adversos, a estratégia de emissão poderá sofrer alterações de modo a minimizar a volatilidade no mercado de títulos públicos e assegurar um adequado equilíbrio entre custos e riscos para a DPF.

Este documento está dividido em cinco seções, além desta introdução. Na seção 2, descrevem-se sucintamente os cenários utilizados como referência para a elaboração deste PAF, bem como as necessidades de financiamento do governo federal para o ano de 2015. A seguir, na seção 3 apresentam-se as principais linhas da estratégia de financiamento e atuação do Tesouro Nacional na gestão da DPF neste ano. Já na seção 4, expõem-se as expectativas de resultados e metas (sob a forma de intervalos) para os principais indicadores da DPF ao final de 2015. Informações sobre a estrutura desejada para a DPF no longo prazo e análise de seus riscos formam o tema da seção 5, enquanto na seção 6 são apresentadas as considerações finais.

2. Cenários e necessidade de financiamento 2015

2.1 Cenários

A formulação da estratégia de financiamento para 2015 incorpora diferentes possibilidades para a evolução das economias doméstica e externa. Assim, o desenho de estratégias de financiamento deste PAF contempla três cenários macroeconômicos e, para cada um deles, um conjunto de alternativas de emissão de títulos que, por sua vez, permitem projetar os intervalos dentro dos quais os indicadores da estrutura da DPF devem situar-se ao final do exercício.

O cenário básico é o mais próximo das expectativas de mercado para 2015. Suas premissas consideram a ausência de choques externos e domésticos, com a manutenção das tendências atuais relativas à economia doméstica. Na frente externa, assume-se a manutenção do panorama internacional com recuperação lenta e gradual, embora desigual, das economias na Europa; recuperação mais robusta e normalização da política monetária norte-americana e redução no ritmo de crescimento da China, com consequente descompressão dos preços das *commodities*. Neste contexto, a economia doméstica terá peso preponderante para os resultados deste ano, quando se espera a retomada gradual do crescimento econômico, ajustes fiscal e monetário, inflação ainda pressionada pela recomposição dos preços administrados e desvalorização da taxa de câmbio, em linha com o fortalecimento do dólar frente às demais moedas.

Os cenários alternativos consideraram, por um lado, questões no cenário externo que poderão afetar o volume de liquidez internacional, o comércio internacional e, por conseguinte, o fluxo de capitais e de comércio para o país; fatores que poderiam comprometer os ajustes domésticos contemplados no cenário básico. Por outro lado, também foram avaliadas hipóteses mais otimistas, envolvendo a confluência de fatores positivos que ampliam o espaço para a recuperação mais rápida da economia no médio prazo, inexistência de pressões cambiais adicionais, e perspectivas favoráveis de avanço nas reformas estruturais, observado, ainda, quadro externo benigno.

Por fim, vale ressaltar que cenários macroeconômicos com fortes choques ou situações de estresse não estão incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição das metas resultantes deste plano de financiamento para os indicadores da DPF.

2.2 Necessidade de Financiamento

A referência inicial para definição, pelo Tesouro Nacional, do volume de títulos a serem emitidos ao longo do exercício é a necessidade bruta de financiamento da DPF, que reflete, primordialmente, os vencimentos da dívida do Governo Federal em mercado. Estes vencimentos correspondem em 2015 a R\$ 571,8 bilhões, sendo R\$ 558,0 bilhões relativos à Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e R\$ 13,8 bilhões relativos à Dívida Pública Federal externa (DPFe), como pode ser observado no Quadro 1, a seguir.

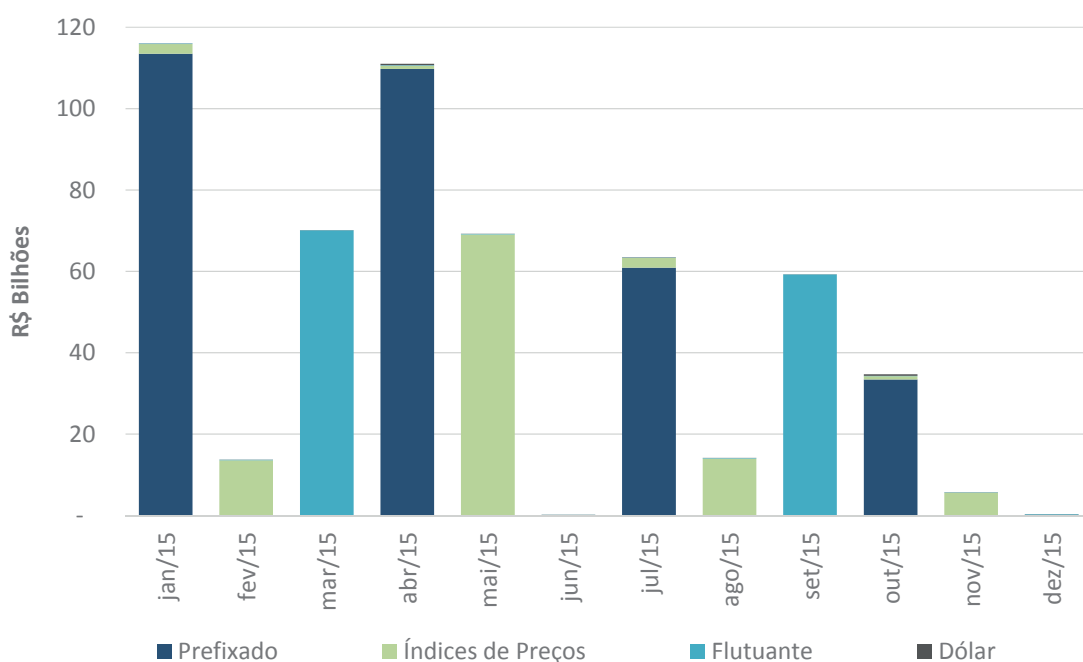
Quadro 1 - Composição dos Vencimentos da DPF

	Valor Financeiro (R\$ Bilhões)			Vencimentos totais	
	Principal	Juros	Total	% da DPMFi ou DPFe	% da DPF
DPF	440,3	131,5	571,8		100,0
DPMFi	433,7	124,4	558,0	100,0	97,6
LFT	106,7	22,4	129,0	23,1	22,6
LTN	258,4	29,5	287,9	51,6	50,3
NTN-B	59,9	42,2	102,1	18,3	17,9
NTN-C	-	6,2	6,2	1,1	1,1
NTN-F	5,8	23,8	29,7	5,3	5,2
Outros	2,9	0,3	3,2	0,6	0,6
DPFe	6,7	7,1	13,8	100,0	2,4
Dívida Mobiliária	4,6	6,7	11,3	81,9	2,0
Real	-	1,4	1,4	10,0	0,2
Dólar	3,0	5,0	8,0	57,9	1,4
Euro	1,6	0,3	1,9	14,0	0,3
Dívida Contratual	2,1	0,4	2,5	18,1	0,4

Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2014.

Com relação aos vencimentos da DPMFi, R\$ 433,7 bilhões são referentes a principal e R\$ 124,4 bilhões a juros. Destaque-se que parte relevante destes vencimentos (R\$ 116,0 bilhões) está prevista para janeiro, tradicionalmente o mês que possui a maior maturação do ano, como consequência dos pagamentos de LTN e NTN-F. Em seguida, o período de março a maio concentra fluxos de LFT, LTN e NTN-B, de modo que 68% dos vencimentos da dívida interna em 2015 estão previstos para o primeiro semestre.

Figura 1 - Vencimentos da DPMFi em 2015



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2014.

Para se antecipar aos períodos de maior concentração de vencimentos e reduzir eventuais riscos de refinanciamento, o Tesouro Nacional procura manter “colchão de liquidez”, que corresponde a uma reserva de recursos orçamentários depositados em reais na Conta Única, disponíveis exclusivamente para o pagamento da DPF. Neste sentido, o Tesouro procura manter um colchão equivalente a cerca de três meses do serviço desta dívida em mercado, posição que pode ser considerada confortável em função de sua atual estrutura de vencimentos. Deste modo, em condições adversas, o Governo é capaz de se manter por um período correspondente ao permitido pelo colchão de liquidez sem a necessidade de captar recursos para refinaranciar a DPF².

Por fim, ressalta-se que este indicador deve ser tomado como conservador, uma vez que o Tesouro Nacional pode, em momentos de elevada volatilidade, dispor também de outros recursos depositados na Conta Única para honrar os vencimentos da DPF, ainda que não sejam destinados exclusivamente para pagamentos da dívida³.

Já para a DPFe, estimam-se vencimentos de R\$ 11,3 bilhões referentes à dívida mobiliária e R\$ 2,5 bilhões à dívida contratual. Importa ressaltar que, no caso da mobiliária, a maior parte dos pagamentos previstos corresponderá a juros. Essa é uma

² Contudo, o pagamento dos vencimentos da DPF com o colchão de liquidez afetaria a liquidez bancária, o que obrigaria o Banco Central a fazer operações compromissadas. Ou seja, haveria redução da DPF, mas o efeito seria nulo na dívida bruta do governo geral. Assim, a utilização desses recursos é reservada a situações adversas de mercado, em contextos tais que a busca pelo refinanciamento dos vencimentos da DPF traz volatilidade adicional ao mercado doméstico.

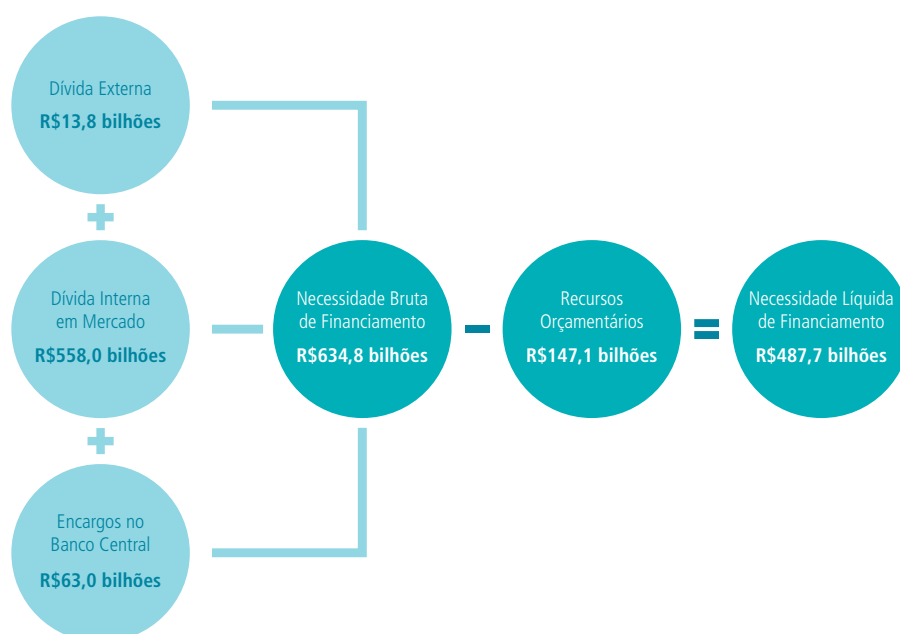
³ De acordo com o Art. 3º da Medida Provisória 2170-36 de 2001:

Art. 3º. Fica o Tesouro Nacional autorizado a antecipar recursos provenientes de quaisquer receitas para execução das despesas, até o limite das respectivas dotações orçamentárias, mediante utilização de disponibilidades de caixa.

consequência dos resgates antecipados de títulos da dívida externa situados na ponta curta da estrutura a termo de taxas de juros, política que tem caracterizado a atuação do Tesouro Nacional nos últimos anos. Vale mencionar ainda que, para honrar o serviço futuro da DPFe, o Tesouro já efetuou compra antecipada⁴ de moeda estrangeira, em montante equivalente aos fluxos de principal e juros a vencerem em 2015.

Os vencimentos da DPF em mercado, no valor de R\$ 571,8 bilhões, somados aos R\$ 63,0 bilhões em encargos dos títulos do Tesouro Nacional que vencem em 2015 na carteira do Banco Central⁵, e subtraídos dos recursos orçamentários previstos para seu pagamento, no valor de R\$ 147,1 bilhões⁶, permitem estimar necessidade líquida de financiamento do Tesouro Nacional de R\$ 487,7 bilhões para 2015, conforme Figura 2.

Figura 2 - Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional



Fonte: Tesouro Nacional. Valores estimados; posição em 31/12/2014.

⁴ O Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução nº 3.911, de 05/10/2010, permite que o Tesouro Nacional realize a compra antecipada de moeda estrangeira para o pagamento de suas obrigações externas com liquidação em um prazo de até 1500 dias.

⁵ Os encargos dos títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, por força do artigo 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº101, de 4 de maio de 2000), não podem ser refinanciados junto ao Banco Central, devendo ser pagos com recursos orçamentários oriundos de outras fontes, inclusive da emissão de títulos em mercado.

⁶ Estes valores correspondem à dotação orçamentária prevista para pagamento da dívida de responsabilidade do Governo Federal em 2015. Ainda que distinto, esse montante está correlacionado com a expectativa de superávit primário do setor público. Embora os recursos de superávit primário sejam utilizados para abater dívida pública, o momento de sua utilização dependerá da programação financeira do governo, que, por sua vez, ajusta o ritmo de execução do orçamento ao fluxo provável de recursos. Tais valores não consideram os recursos orçamentários oriundos da emissão de títulos públicos (Fontes 143 e 144). Também não estão incluídos a previsão orçamentária associada ao resultado positivo do balanço patrimonial do Banco Central (o artigo 7º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 estabelece que tal resultado constitui receita do Tesouro Nacional), pois a confirmação dos valores a serem transferidos ao Tesouro dependerá da aprovação do resultado da Autoridade Monetária pelo Conselho Monetário Nacional. O artigo 3º da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, estabelece que tais recursos devem ser usados para pagamento da DPF, com prioridade para a dívida existente junto ao Banco Central.

3. Estratégia de financiamento

3.1 Dívida Interna

Em 2015, a estratégia de financiamento buscará contribuir para que a composição continue sua progressão rumo à estrutura ótima da DPF⁷. Para tal, será necessária a consolidação de um perfil de endividamento que contemple predominantemente os títulos prefixados e com remuneração vinculada a índices de preços, de modo a promover redução gradual do risco de mercado. Serão mantidas também as diretrizes básicas de alongamento do prazo médio da DPF e de manutenção dos vencimentos de curto prazo em níveis prudentes.

Além disso, a estratégia de financiamento de 2015 contemplará a melhor distribuição dos vencimentos ao longo dos próximos anos, de forma a contribuir para a redução do risco de refinanciamento no médio prazo e prover liquidez adequada aos títulos emitidos.

Paralelamente, o Tesouro Nacional manterá a interlocução com os diversos segmentos representativos do mercado financeiro, com vistas a ampliar e diversificar a base de investidores, conservar a transparência de suas atuações e assegurar a mais adequada oferta de títulos públicos.

Adicionalmente, terá continuidade a divulgação do cronograma anual das ofertas públicas de títulos da DPMFi, trazendo transparência e previsibilidade para as operações realizadas por meio de leilões da dívida interna. No cronograma de 2015 serão apresentados as datas e os respectivos títulos que integram cada leilão e, pela primeira vez, as datas de vencimento de cada título a ser ofertado⁸.

O cronograma simplificado para 2015 encontra-se em anexo a este documento. Além disso, um resumo da periodicidade e dos principais títulos previstos para os leilões estão expostos no Quadro 2.

Adicionalmente à previsão constante do cronograma anual, o Tesouro Nacional poderá, excepcionalmente, realizar leilões de títulos *off-the-run*⁹, desde que em linha com as diretrizes da administração da dívida pública.

⁷ Para maiores detalhes sobre a composição ótima da DPF, ver a Seção 5 deste PAF.

⁸ Divulgado no endereço eletrônico: <http://www.tesouro.gov.br/web/stn/resultados-dos-leiloes>.

⁹ A expressão *off-the-run* se refere aos títulos que não têm sido mais emitidos pelo Tesouro.

Frequência dos leilões da DPMFi a serem realizados pelo Tesouro Nacional em 2015

Título	Tradicional		Troca		Resgate antecipado	
	Periodicidade	Critério de Seleção*	Periodicidade	Critério de Seleção	Periodicidade	Critério de Seleção
LTN	Semanal	Melhor Preço	Semestral	Melhor Preço		
NTN-F	Quinzenal	Melhor Preço	Semestral	Melhor Preço	Trimestral	Melhor Preço
LFT	Mensal	Melhor Preço				
NTN-B	Quinzenal	Uniforme	Mensal	Melhor Preço	Trimestral	Melhor Preço

* 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 melhor preço, 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:

- » Leilões de venda: têm como principal função o refinanciamento da Dívida Pública Federal por intermédio da emissão de títulos públicos prefixados e indexados à taxa de juros Selic e ao IPCA;
- » Leilões de Troca: consistem na permuta de títulos mais curtos por outros mais longos, com o objetivo de melhorar o perfil da dívida; e
- » Leilões de Resgate Antecipado: permitem assegurar liquidez ao detentor do título.

A seguir, listamos os títulos de referência** (*benchmarks*) que serão ofertados em 2015:

Título	Indexador	Cupom de Juros	Benchmark	Vencimento***
LTN	Prefixado	Não há (os juros correspondem à diferença entre os valores nominal e o de emissão)	Curto e Médio Prazo Até 4 anos (4 vértices)	Diversos
NTN-F	Prefixado	10% ao ano, pagos semestralmente	Longo Prazo 6 e 10 anos (2 vértices)	Janeiro/2021 Janeiro/2025
LFT	Taxa Selic	Não há (os juros são pagos no vencimento de acordo com a variação do indexador)	6 anos (1 vértice)	Março/2021 Setembro/2021
NTN-B	IPCA	6% ao ano, pagos semestralmente	Grupo I – Curto e Médio Prazo 5 e 10 anos (2 vértices)	Maio/2019 Maio/2023
			Grupo II – Longo Prazo 20 e 40 anos (2 vértices)	Maio/2035 Maio/2055

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

*** Para mais informações, consultar Cronograma Anual de Leilões de Títulos 2015 em:

<http://www.tesouro.gov.br/web/stn/resultados-dos-leiloes>

Excepcionalmente, poderá haver leilões de títulos *off-the-run*, desde que em linha com as diretrizes da administração da dívida pública.

Títulos Prefixados

Em 2015, será mantida a oferta de quatro vértices de LTN, com prazos de seis meses a quatro anos, assinalando os vértices prefixados de curto e médio prazos. Já as referências de longo prazo serão representadas por duas NTN-F, com prazos de seis e dez anos. Com o objetivo de propiciar a liquidez adequada em cada vértice da curva de juros, serão mantidas as emissões das NTN-F com vencimentos em janeiro de 2021 e janeiro de 2025. Por fim, será preservada a regra de alocação dos vencimentos de LTN nos meses de janeiro, abril, julho e outubro.

Adicionalmente aos leilões tradicionais, será retomada a estratégia de leilões semestrais de troca de LTN, a serem realizados nos meses de junho e dezembro, com o objetivo de reduzir impactos na liquidez e possibilitar aos investidores o reinvestimento antecipado de seus títulos. No leilão de junho, o Tesouro Nacional emitirá a LTN com vencimento em 1/10/2015 e aceitará a LTN com vencimento em 1/7/2015. Já no leilão de dezembro, será emitida a LTN com vencimento em 1/4/2016, sendo aceita a LTN 1/1/2016¹⁰.

Serão realizados, ainda, leilões de troca de NTN-F, que ocorrerão nos meses de janeiro e julho. Além de contribuir para o alongamento do perfil da dívida, tais leilões buscam atender os investidores que desejam se desfazer de títulos *off-the-run* (NTN-F 2017, 2018 e 2019), de prazo mais curto e normalmente com menor volume negociado no mercado secundário, por títulos *on-the-run*¹¹, mais longos e geralmente com maior liquidez (NTN-F 2025).

Por fim, visando assegurar liquidez adicional aos investidores, o Tesouro Nacional prosseguirá em 2015 com os leilões de resgate antecipado de NTN-F de longo prazo, que passarão a ter frequência trimestral e ocorrerão em março, junho, setembro e dezembro.

Títulos Remunerados por Índices de Preços

As NTN-B, que são remuneradas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, terão ofertas com periodicidade quinzenal. Nos leilões, a venda será organizada em dois grupos, de acordo com o prazo dos títulos. O Grupo I será composto de dois títulos com prazos de até 10 anos e o Grupo II contemplará dois vértices com prazos mais longos, de 20 e 40 anos.

Adicionalmente, serão mantidos os leilões de resgate antecipado das NTN-B de longo prazo, de forma a assegurar liquidez aos detentores desses títulos, que passarão a ter periodicidade trimestral, bem como leilões de troca de NTN-B, sendo estes realizados com frequência mensal.

¹⁰ Para maiores detalhes, consulte o cronograma anual de leilões de títulos 2015 em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/resultados-dos-leiloes>

¹¹ A expressão *on-the-run* se refere aos títulos atualmente emitidos pelo Tesouro.

Títulos Remunerados por Taxas Flutuantes

Em 2015, os títulos remunerados pela taxa Selic – LFT serão ofertados com periodicidade mensal e vencimento nos meses de março e setembro de 2021. Assim, o prazo médio de emissão desses títulos deverá ficar próximo a seis anos, mantendo-se em patamar superior ao prazo médio do estoque da DPF.

Demais Atuações no Mercado Doméstico

Além da estratégia de emissões de títulos públicos descritas anteriormente, outras ações deverão ser implantadas na busca de avanços no funcionamento do mercado de títulos públicos domésticos, com respeito principalmente ao mercado secundário, à ampliação e diversificação da base de investidores, à desindexação da economia à taxa de juros de um dia e ao desenvolvimento do mercado doméstico de renda fixa, como alternativa de financiamento ao setor privado.

Nesse sentido, permanece como uma das ações de interesse permanente do Tesouro Nacional o apoio ao desenvolvimento de índices de renda fixa (*benchmarks*), tais como o Índice de Mercado ANBIMA – IMA e seus subíndices, com reflexos positivos na composição e alongamento dos títulos de renda fixa, públicos e privados, no mercado doméstico.

A partir da definição, em 2014, de regra tributária para os Fundos de Índice de Renda Fixa (*Exchange Traded Funds* - ETF)¹², será possível a criação de novos veículos de investimento associados a índices de renda fixa, a partir de 2015, vislumbrando oportunidades de evolução do mercado secundário de títulos públicos e de sua base de investidores, e desindexação dos ativos financeiros vinculados à taxa de juros de um dia.

O Tesouro Nacional continuará apoiando ações que busquem desenvolver o mercado de debêntures como importante fonte de financiamento de investimentos públicos e privados, alternativamente às fontes públicas, o que contribuirá para o bom desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro.

Finalmente, o Tesouro apoiará projetos que visem à qualificação dos profissionais e à educação financeira dos investidores, permanecerá com sua política de aperfeiçoamento do sistema de *dealers* (*market makers*) e apoio à utilização das plataformas eletrônicas, e priorizará estudos envolvendo práticas e produtos que possam contribuir para o desenvolvimento do mercado de renda fixa brasileiro.

3.2 Dívida Externa

A estratégia para a DPFe apresentará as seguintes diretrizes específicas:

- » Criação e aperfeiçoamento de pontos de referência (*benchmarks*) na estrutura a termo de taxa de juros;

¹² A Lei 13.043, de 13/11/2014 disciplina o tema citado.

- » Manutenção do programa de resgate antecipado (*buyback*) para títulos denominados em dólares (USD), euros (EUR) e reais (BRL);
- » Possibilidade de realização de operações de gerenciamento do passivo externo, com o objetivo de aumentar a eficiência da curva de juros externa;
- » Monitoramento da Dívida Contratual Externa, em busca de alternativas de operações que apresentem ganhos financeiros para o Tesouro Nacional; e
- » Aprimoramento e diversificação da base de investidores.

Em 2015 o Tesouro Nacional manterá a política de aperfeiçoamento da curva de juros externa, por meio de emissões dos títulos considerados bons pontos de referência (*benchmark*) e resgate antecipado dos demais títulos¹³, buscando uma maior eficiência da estrutura a termo da taxa de juros. A estratégia conjunta de manutenção de *benchmarks* robustos e bem precificados, aliada à recompra de títulos emitidos há mais tempo e que já não representam adequadamente o crédito da República, minimiza eventuais distorções na curva de juros e aumenta a sua eficiência.

A estratégia de minimização das distorções na curva de rendimentos se iniciou há mais de 10 anos, com operações de troca dos títulos oriundos da reestruturação da dívida externa (*Brady bonds*) por títulos soberanos. Em 2006 os *Brady bonds* foram totalmente resgatados, por meio do exercício da opção de recompra previsto nos contratos de reestruturação. A obtenção do grau de investimento e a consequente redução no custo de captação da República, aliada a uma menor necessidade de financiamento externo, permitiu a manutenção de *benchmarks* apenas nos vértices de 10 e 30 anos da curva de juros.

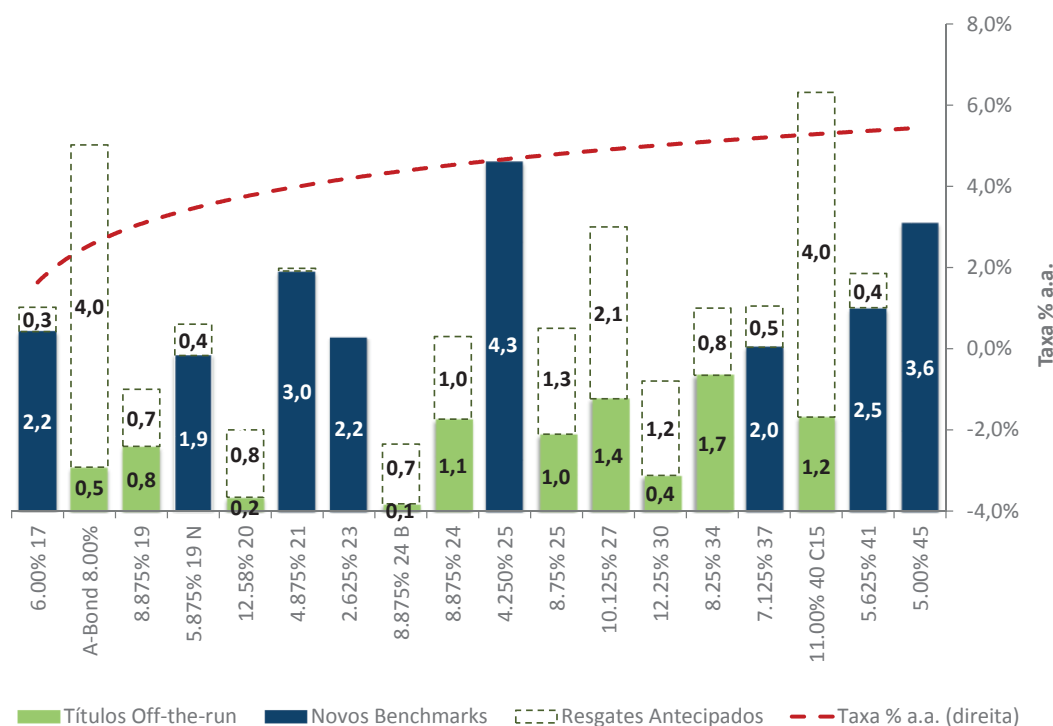
Nesse contexto, os títulos menos eficientes passaram a ser retirados do mercado, seja por meio de operações públicas de troca ou de recompra, seja por meio do Programa de Recompras no mercado secundário. Este último foi implantado em 2006 e representou uma grande inovação em termos de gestão de dívida externa. Atualmente, a atuação é diária, o que traz flexibilidade ao gestor, permitindo a recompra no momento adequado e a obtenção de preços mais baixos. Em 2012 o Tesouro Nacional realizou outra inovação em termos de gerenciamento de passivo externo, através de um tipo de operação conhecido por *Switch Tender Offer*. Este modelo permite a emissão de um novo título e a recompra simultânea de títulos elegíveis, em um único dia. Este tipo de operação foi realizado na emissão do BRL 2024 e dos atuais *benchmarks* da curva de títulos denominados em dólares, ou seja, o Global 2025 e o Global 2045.

Assim, a presença ativa e frequente do Tesouro Nacional nos últimos anos permitiu aumentar a eficiência da estrutura a termo da taxa de juros, o que pode ser traduzido por melhor precificação a cada nova emissão e maior liquidez dos títulos considerados *benchmarks*. A Figura 3 apresenta os resultados obtidos. Há barras que

¹³ Os chamados títulos *off-the-run*.

indicam os novos *benchmarks* e, como se nota ao longo de toda a curva, representam os maiores estoques em mercado. Há também barras que mostram os títulos *off-the-run*, com menores volumes. Por fim, as barras pontilhadas de resgates antecipados indicam a parcela do estoque inicial de cada instrumento que foi retirada do mercado por meio de operações de gerenciamento de passivos ou via programa de recompras.

Figura 3 - Estoque de Títulos da DPFe e Curva de Juros Externa



Fonte: Tesouro Nacional. Posição em 31/12/2014.

Outro resultado da estratégia adotada é a menor necessidade de financiamento externo do Tesouro Nacional atualmente. Em particular, a dívida que vence em 2015 já foi financiada, como visto na seção 2 deste PAF. Assim, a atuação do Tesouro Nacional na dívida externa tem caráter puramente qualitativo. A manutenção de uma curva de rendimentos eficiente tende a reduzir o custo de captação, além de favorecer o acesso dos setores corporativo e financeiro ao mercado externo.

Ao longo do ano de 2015, o Tesouro Nacional poderá emitir um novo *benchmark* de 10 anos, dependendo das condições de mercado. Além disso, o Tesouro Nacional poderá exercer a opção de compra do Global 2040¹⁴. Esse título foi emitido no ano de 2000 por meio de uma operação de gerenciamento de passivo e possui uma opção de compra, que permite ao emissor resgatá-lo em qualquer data de pagamento de cupom a partir

¹⁴ Este aviso não constitui uma oferta nem uma solicitação de oferta para comprar ou vender títulos e valores mobiliários em nenhuma jurisdição. O referido aviso não se configura uma oferta de títulos e valores mobiliários para venda nos Estados Unidos da América e seus territórios nem uma oferta para comprar quaisquer valores mobiliários. O título mencionado (Global 40) não pode ser oferecido ou negociado nos Estados Unidos sem registro (ou dispensa de registro) no âmbito do U.S. Securities Act of 1933. Qualquer oferta pública de títulos ou valores mobiliários referenciados neste aviso a ser feita nos Estados Unidos deverá ser por meio de um prospecto que conterá informações detalhadas sobre o emissor.

de agosto de 2015 por seu preço ao par, isto é, por US\$ 100,00. Considerando que o título vem sendo negociado em mercado a um preço significativamente superior a esse valor, o exercício da opção nessa circunstância torna-se eficiente.

Uma novidade relacionada à dívida externa deverá ser a alteração de algumas cláusulas contratuais dos títulos a serem emitidos a partir de 2015. Experiências recentes de reestruturação de dívida no mercado internacional mostraram que a atual redação – utilizada de forma padronizada no mercado internacional – tende a gerar interpretações ambíguas e dificultar uma eventual renegociação, prejudicando as partes envolvidas, seja ela emissor ou credor. Para tornar mais claras as cláusulas contidas na documentação dos títulos, o Tesouro Nacional participou do Grupo de Trabalho formado por emissores, dentre os quais o Tesouro dos EUA, investidores, acadêmicos, advogados e órgãos internacionais, tais como FMI (Fundo Monetário Internacional) e ICMA (*International Capital Market Association*).

Uma das conclusões a que se chegou foi a necessidade de aprimoramento nas cláusulas de *Pari Passu* e de ação coletiva (CAC - *Collective Action Clause*), conforme artigo publicado pela ICMA e posteriormente corroborado pelo FMI¹⁵. A cláusula de *Pari Passu* garante, em termos gerais, tratamento igualitário para todos os credores. Entretanto, a recente interpretação da corte de Nova Iorque, segundo a qual o tratamento igualitário se estende também ao pagamento, e não apenas às condições financeiras, trouxe desconforto ao mercado. Nesse sentido, a nova redação, resumidamente, mantém a igualdade de condições financeiras, mas explicita a não aplicação da igualdade de pagamentos.

As atuais cláusulas de ação coletiva, por sua vez, se aplicam a cada série de título separadamente. Em caso de reestruturação, deve-se abrir uma negociação para cada série de título, o que torna o processo pouco eficiente e passível de distorções. O Grupo de Trabalho propõe a inclusão de uma cláusula de agregação, segundo a qual a opinião dos credores seria considerada de maneira agregada, considerando todo o estoque da dívida sujeita à reestruturação.

Outra alteração discutida pelo Grupo de Trabalho é a substituição da figura do Agente Fiscal por um *Trustee*. Embora ambos tenham um papel semelhante do ponto de vista operacional¹⁶, a figura do *Trustee* dá mais segurança aos credores, pois tem o poder de representá-los, ao contrário do Agente Fiscal, que representa apenas o emissor.

As alterações mencionadas acima tendem a facilitar eventuais processos de reestruturação de dívida e representam nova tendência na indústria, devendo ser gradualmente implementadas pelos diversos emissores no mercado internacional. Neste contexto, o Tesouro Nacional deverá adotar o novo padrão e implementar em emissões futuras o novo modelo, que beneficia não apenas o emissor, como também os investidores.

¹⁵ Os artigos elaborados pela ICMA e pelo FMI podem ser obtidos por meio dos seguintes links, respectivamente: <http://www.icmagroup.org/resources/Sovereign-Debt-Information/> e <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>.

¹⁶ Ambos são responsáveis por, entre outras atividades operacionais, receber o pagamento do emissor de dívida e fazer as devidas transferências para os diversos credores.

4. Resultados esperados

O Tesouro Nacional busca projetar a estrutura da DPF estabelecendo metas anuais para seus principais indicadores, as quais são expressas sob a forma de intervalos máximos e mínimos. Assim, tais limites trazem previsibilidade, ao mesmo tempo em que concedem flexibilidade à gestão da dívida pública, permitindo ao Tesouro Nacional reagir às alterações nas condições de mercado, quando necessário. Considerando-se os cenários econômicos, a necessidade de financiamento do Governo Federal e as estratégias anteriormente descritas, as metas para o ano de 2015 são apresentadas no Quadro 3.

Quadro 3 - Metas da Dívida Pública Federal em 2015

Indicadores	2014	Limites para 2015	
		Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)			
DPF	2.295,9	2.450,0	2.600,0
Composição (%)			
Prefixados	41,6	40,0	44,0
Índices de Preços	34,9	33,0	37,0
Taxa Flutuante	18,7	17,0	22,0
Câmbio	4,8	4,0	6,0
Estrutura de vencimentos			
% Vencendo em 12 meses	24,0	21,0	25,0
Prazo Médio (anos)	4,4	4,4	4,6
Vida Média (anos)	6,6		

* O Tesouro Nacional divulga a estatística “vida média” exclusivamente para fins de comparação internacional (Vide nota de rodapé nº 22 na página 25). As metas são estabelecidas apenas para o indicador “prazo médio”, que entendemos ser o indicador mais correto do ponto de vista de gerenciamento de risco de refinanciamento.

Fonte: Tesouro Nacional.

Estoque da DPF

As projeções apontam para um estoque da DPF entre R\$ 2,45 trilhões e R\$ 2,60 trilhões, ao final de 2015, após encerrar o ano de 2014 em R\$ 2,30 trilhões. Esse intervalo comporta o crescimento natural do estoque, por meio da apropriação de juros, bem como a expectativa de emissões de títulos pelo Tesouro Nacional em volume superior a sua necessidade líquida de financiamento, visando auxiliar na redução do excesso de liquidez do sistema bancário ao longo dos próximos anos. Cabe lembrar que tal política não afeta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ou a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)¹⁷.

Composição da DPF

O estoque da DPF pode ser decomposto em categorias de acordo com os diferentes fatores de remuneração da dívida, os quais, por sua vez, representam distintas classes de risco. Assim, a composição da DPF indica a participação relativa no estoque de cada uma dessas categorias, sendo elas: prefixados (taxas de juros fixas), índices de preços (títulos indexados à inflação), taxa flutuante (instrumentos com taxas de juros variáveis, englobando majoritariamente os títulos com rendimentos indexados à taxa de juros Selic) e câmbio (dívida denominada ou referenciada em moeda estrangeira)¹⁸. Como será visto na seção 5 deste PAF, a atual composição da DPF decorre de um longo processo de mudança do perfil do endividamento público brasileiro em direção a uma menor exposição a riscos, devido à redução da parcela da dívida remunerada por taxa flutuante ou indexada à taxa de câmbio.

Para 2015, as metas deste PAF apontam para a possibilidade de manutenção da participação de títulos prefixados no estoque da DPF. Estes representavam 41,6% da DPF ao final de 2014 e devem encerrar 2015 entre 40% e 44%.

A segunda parcela mais significativa da DPF, vinculada a índices de preços, encerrou 2014 com uma participação de 34,9%. Para 2015 foram estabelecidos os limites máximo e mínimo de 33% e 37%, respectivamente. Essa categoria de títulos aumentou sua participação na DPF nos últimos anos, em contrapartida à redução da parcela flutuante, e já pode ser considerada aderente à composição ótima da DPF¹⁹. Cabe destacar que uma de suas principais vantagens é propiciar a elevação do prazo médio da DPF.

Já a dívida remunerada a juros flutuantes, principalmente à taxa Selic, que representava 18,7% da DPF ao final de 2014, deve encerrar o ano de 2015 entre 17% e 22% da DPF. Também no caso dos flutuantes, a expectativa é de manutenção de sua proporção no estoque da DPF.

¹⁷ Emissões líquidas de títulos pelo Tesouro Nacional (diferença entre emissões em leilões e resgates) têm como contrapartida a redução no volume de operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central. Ou seja, tais operações se resumem à troca, entre duas instituições governamentais, de seus passivos junto ao público, não alterando os estoques da DLSP e da DBGG.

¹⁸ A dívida cambial hoje é praticamente toda denominada em moeda estrangeira, ou seja, dívida externa. A dívida interna cambial representa somente 0,59% do estoque da DPMFi.

¹⁹ Vide a seção 5 deste PAF, para maiores detalhes.

Pode-se notar, portanto, que o ponto médio das metas aponta para estabilidade na composição da dívida ao final do exercício. Entretanto, em um cenário macroeconômico que ainda guarda incertezas quanto ao ritmo de retomada da atividade econômica e à velocidade de reação do comportamento dos preços ao ciclo de aperto monetário, o intervalo das metas acima permite o aumento da participação da dívida flutuante no curto prazo. Ressalta-se que a composição da DPF já se encontra próxima daquela desejada para o longo prazo. Nesse sentido, o ritmo de redução da dívida flutuante será função da evolução de outros indicadores da DPF, como o percentual vincendo em 12 meses, bem como de uma avaliação de custos, que dependerá das condições de mercado. O Tesouro Nacional garantirá, assim, que a melhoria na composição da dívida não implique em retrocesso de outros indicadores, igualmente relevantes.

Por fim, a dívida cambial, que encerrou 2014 em 4,8% da DPF, deve permanecer entre 4% e 6% ao final de 2015. Esse intervalo comporta espaço para eventuais oscilações da taxa de câmbio sobre o estoque da DPFe em reais. Atualmente, a parcela da dívida indexada à taxa de câmbio tem ficado praticamente restrita à DPFe, cuja participação relativa no estoque da DPF tem se mantido estável nos últimos anos, na medida em que o Tesouro Nacional prioriza uma atuação mais qualitativa na gestão da dívida externa, como já ressaltado na seção de estratégias deste PAF.

Estrutura de Vencimentos da DPF

O percentual vincendo em 12 meses e o prazo médio são os dois indicadores utilizados para balizar a estrutura de vencimentos da DPF. A primeira dessas métricas informa a proporção do estoque da DPF que vencerá nos próximos 12 meses. Já a segunda medida indica a média dos prazos remanescentes dos pagamentos da dívida, ponderada pelos valores presentes desses fluxos de principal e juros.

O percentual vincendo em 12 meses representava 24,0% da DPF ao final de 2014. Para 2015, a expectativa é de que o indicador permaneça no intervalo de 21% a 25% da DPF. O prazo médio, por sua vez, encerrou o ano de 2014 em 4,4 anos. Para 2015, a expectativa é de que o indicador fique entre 4,4 e 4,6 anos.

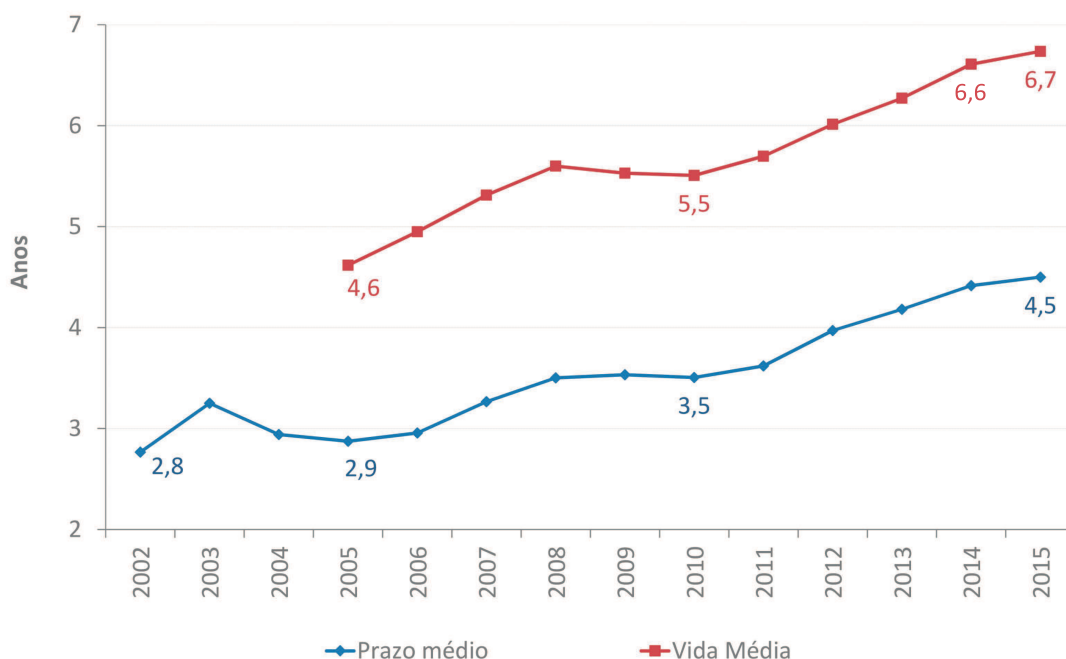
No curto prazo pode haver um *trade-off* entre alongamento do prazo médio da DPF e aumento da parcela prefixada desta dívida, uma vez que os títulos prefixados possuem prazo médio menor que o da DPF como um todo. Por isso, essas duas diretrizes devem ser avaliadas em conjunto. Para o ano de 2015, a despeito de alguma estabilidade esperada na composição, as metas acima sugerem que o Tesouro Nacional continuará a promover avanços na estrutura de vencimentos da dívida.

Adicionalmente ao prazo médio, o Tesouro Nacional divulga regularmente a vida média (*ATM*²⁰) do estoque da DPF, um indicador útil para comparações internacionais, tendo em vista que muitos países usam essa métrica, em vez do prazo médio

²⁰ Do inglês “average time to maturity”.

(*duration*²¹), para calcular a maturidade de suas dívidas²². A Figura 4 permite comparar as estatísticas de prazo médio e vida média (*ATM*) para a DPF. Em 2014, a vida média da DPF registrou seu maior valor anual, 6,6 anos, considerando a série iniciada em 2006. Ao longo do período, os dois indicadores mostram tendência semelhante²³.

Figura 4 - Prazo Médio e Vida Média da DPF



Fonte: Tesouro Nacional. A projeção de 2015 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

²¹ O prazo médio divulgado para a DPF equivale ao conceito de *duration*. Entretanto, para fins de cálculo do valor presente dos fluxos, aplica-se a taxa de emissão dos títulos correspondentes, em estoque (em vez das taxas de desconto de mercado, como ocorre nas análises tradicionais de *duration*).

²² Esse indicador é menos eficiente do que o prazo médio, tanto por não considerar os pagamentos de cupons intermediários de juros quanto pelo fato de que os fluxos de principal não são trazidos a valor presente. Tais incorreções, motivo do menor destaque dado a esse indicador nas estatísticas da DPF, fazem com que ele apresente valores bastante superiores ao prazo médio. Apesar dessas limitações, a maior parte dos países adota indicador semelhante à vida média em suas estatísticas de estrutura de vencimentos, tornando incorretas eventuais comparações diretas com a métrica empregada para o estabelecimento de metas neste PAF.

²³ A série histórica considerada para o prazo médio da DPF tem início em 2002, enquanto a série da vida média se inicia em 2005. Consideramos nessa análise apenas os dados do mês de dezembro de cada ano.

5. Composição de longo prazo e gestão de riscos da DPF

5.1 A DPF no Longo Prazo

A gestão de riscos da DPF é parte de um processo de planejamento que extrapola o horizonte temporal coberto pelo PAF e busca, dentre outros aspectos, respostas para questões relacionadas à estrutura desejada no longo prazo, considerando-se indexadores e prazos, bem como procura identificar oportunidades e restrições para se alcançar tal estrutura de dívida.

Nesse contexto, a estrutura ótima (*benchmark*) da DPF corresponde a limites pontuais, com intervalo de tolerância em torno deles, para os principais indicadores do perfil da DPF, como se vê no Quadro 4. Eles representam um conjunto de parâmetros que norteiam o desenho de estratégias de financiamento da DPF, complementando, assim, os objetivos e as diretrizes da gestão da DPF.

Quadro 4 - Intervalos Indicativos de Composição Ótima no Longo Prazo

Indicadores	Limites de longo prazo	
	Referência	Intervalo
Composição - %		
Prefixados	45,0	+/- 2,0
Índices de Preços	35,0	+/- 2,0
Taxa Flutuante	15,0	+/- 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: Tesouro Nacional.

Desde a sua implementação, as metas da estrutura desejada para a DPF no longo prazo sofrem ajustes conforme são incorporados ao estudo novos dados e técnicas. Por exemplo, em 2007, quando a composição de longo prazo passou a ser apresentada no PAF, o resultado do estudo do *benchmark* sugeria de forma qualitativa uma trajetória de aumento da participação de títulos prefixados e referenciados a índice de preços, bem como uma redução gradativa da participação de títulos com taxas flutuantes, que à época representavam mais de 30% da carteira.

Em 2010, passaram a ser apresentados alguns limites de referência a serem buscados para a participação de cada um dos títulos. Sugeria-se que a participação de títulos cambiais não ultrapassasse 10% e que a participação de títulos com taxas flutuantes não fosse superior a 20%. Sugeria-se ainda que a participação de títulos prefixados e remunerados a índices de preços representassem entre 70% e 80% da composição da dívida.

Foi em 2011 que apresentou-se pela primeira vez, de forma mais objetiva, os intervalos a serem buscados no longo prazo para cada tipo de título. Na ocasião, o intervalo para os títulos a taxas flutuantes era de 10% a 20%, enquanto o cambial era de 5% a 10%. Os prefixados e atrelados a índices de preços possuíam intervalos de 40% a 50% e 30% a 35%, respectivamente. Em 2012, além dos intervalos de composição, adicionou-se uma meta para o indicador de prazo médio da DPF, explicitando que a estrutura ótima requer ainda o alongamento de prazos dos títulos públicos.

Já em 2013, diante do avanço das discussões, passa-se a adotar, ao invés de intervalos, indicadores pontuais para a composição ótima, com um intervalo de tolerância. Na ocasião, definiu-se a meta da participação de títulos flutuantes em 15%, bem como a de títulos cambiais em 5%. Ficando as metas de prefixados e atrelados a índices de preços em 45% e 35%, respectivamente. Em todos os casos, com margem de mais ou menos dois pontos percentuais.

Reforçando-se a importância de não apenas atingir os percentuais de participação de cada título, mas também de se ter uma estrutura de vencimentos do portfólio da DPF eficiente em termos de custo e risco, o indicador de prazo médio foi definido em 5,5 anos (com intervalo de mais ou menos 0,5 ano). Além disso, incluiu-se uma meta pontual também para o indicador de percentual vincendo em 12 meses, definida em 20 (com intervalo de mais ou menos dois), sinalizando que o Tesouro Nacional continuará a empreender esforços no sentido de se evitar, por exemplo, um excesso de títulos de curto prazo.

O Quadro 5 abaixo resume a evolução das metas de longo prazo para a estrutura ótima da dívida.

Quadro 5 - Histórico das Metas de Estrutura Ótima no Longo Prazo

Indicadores	Histórico dos limites de longo prazo					
	2007 a 2009 indicativo	2010 limites	2011 Intervalo	2012 Intervalo	2013 e 2014 Referência Intervalo	
Composição - %						
Prefixados	aumento	70 a 80	40 a 50	40 a 50	45,0	+/- 2,0
Índices de Preços	aumento		30 a 35	30 a 35	35,0	+/- 2,0
Taxa Flutuante	redução	20	10 a 20	10 a 20	15,0	+/- 2,0
Câmbio	redução	10	5 a 10	5 a 10	5,0	+/- 2,0
Estrutura de vencimentos						
% Vencendo em 12 meses	-	-	-	-	20,0	+/- 2,0
Prazo Médio	-	-	-	5 a 6 anos	5,5 anos	+/- 0,5

Fonte: Tesouro Nacional.

As metas da estrutura ótima, entretanto, não devem ser perseguidas imediatamente e a qualquer custo. Ou seja, não é objetivo do gestor trazer a DPF para tais limites em um PAF específico. Ao contrário, espera-se alcançá-las de forma gradual, sem promover pressões que resultem em um custo de transição excessivo. No curto prazo, o Tesouro Nacional procura ajustar as estratégias do PAF de acordo com as condições macroeconômicas e financeiras do País.

Avaliando-se as metas definidas neste PAF, o resultado esperado para 2015 aponta para a possibilidade de avanços mais suaves na composição da DPF em direção ao *benchmark*, em comparação com os anos anteriores. Mas, assim como ocorrido no biênio 2013-2014, progressos devem ser obtidos no alongamento da dívida. Em uma conjuntura marcada por incerteza no ambiente macroeconômico e, do ponto de vista do custo da dívida, por um movimento de aperto na política monetária, torna-se adequado ao Tesouro Nacional reduzir a velocidade de convergência dos indicadores em direção ao perfil de longo prazo desejado para a DPF. Tal estratégia contribui para mitigar volatilidades e, conseqüentemente, evitar custo de financiamento excessivo. Em que pesem movimentos pontuais mais conservadores, mantêm-se no horizonte os esforços rumo a uma estrutura de dívida tal como a descrita no Quadro 4.

5.2 Evolução Histórica: Redução de Riscos

A evolução histórica dos indicadores da DPF mostra que um longo caminho já foi percorrido rumo à composição ótima. A análise seguinte concentrar-se-á em duas dimensões da gestão de riscos da DPF, quais sejam: o risco de mercado, capturado pela composição da dívida, e o risco de refinanciamento, avaliado a partir de sua estrutura de vencimentos.

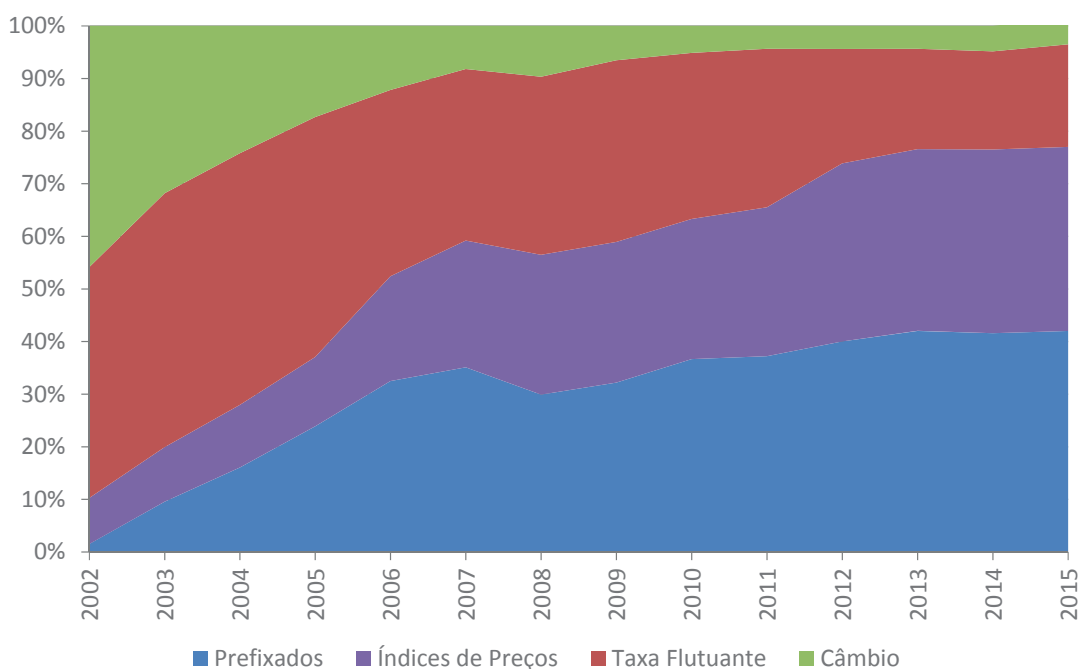
O risco de mercado refere-se à possibilidade de elevação no estoque da dívida devido a flutuações nas variáveis econômicas que afetem os custos dos títulos públicos,

tais como: taxas de juros de curto prazo, de câmbio e de inflação, ou na estrutura a termo da taxa de juros. Já o risco de refinanciamento corresponde a situações em que o Tesouro Nacional, ao tentar refinanciar sua dívida que vence junto ao mercado, possa encontrar condições adversas que impliquem em custos de emissão elevados, ou, no limite, em não conseguir captar recursos suficientes para honrar seus compromissos.

Risco de Mercado

A composição por indexadores da DPF já se encontra próxima daquela desejada para o longo prazo. Nota-se que o movimento de mudança ocorreu de forma gradual, como ilustrado na Figura 5 abaixo. Em um primeiro momento, a prioridade foi reduzir o risco cambial. Posteriormente, os esforços foram direcionados para a redução dos títulos indexados a juros flutuantes, notadamente as LFT. O avanço já registrado nessa direção permite que atualmente o Tesouro Nacional administre o ritmo da substituição de LFT por títulos prefixados de acordo com as condições de custo e prazo destes últimos instrumentos.

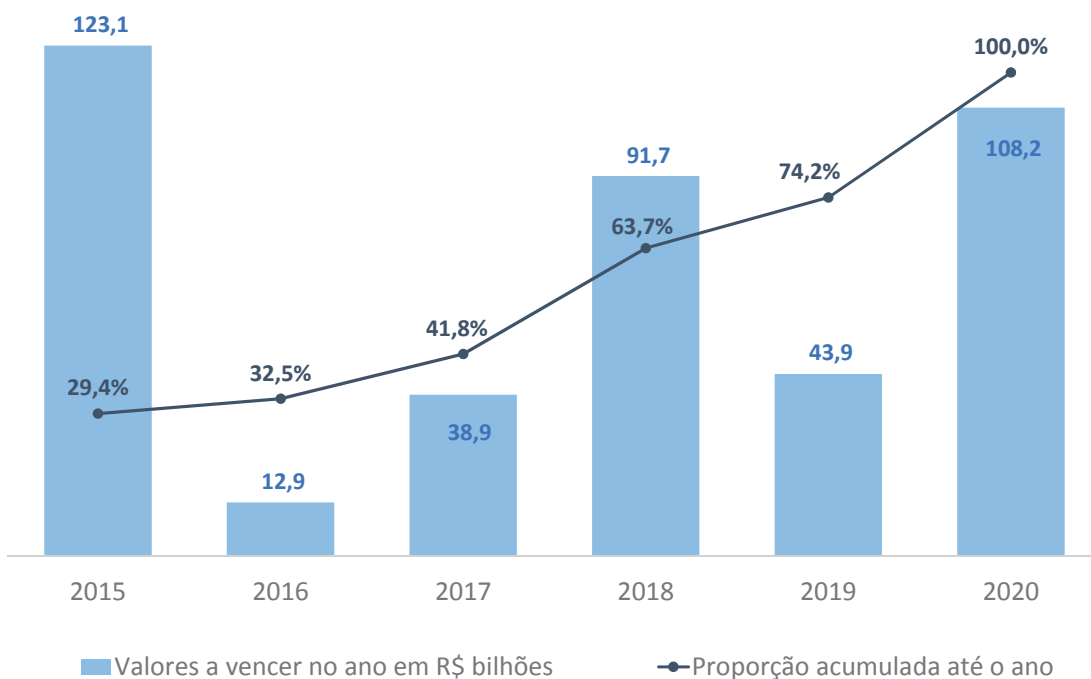
Figura 5 - Composição por Indexadores da DPF



Fonte: Tesouro Nacional; posição em 31/12/2014. A projeção de 2015 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

Nesse sentido, apesar de 30% dos vencimentos do atual estoque de LFT estarem previstos para 2015, entendemos que o cenário básico traçado, com retomada gradual do ritmo de crescimento econômico, apertos fiscal e monetário, e ainda alguma pressão inflacionária, não configuraria um bom momento para acelerar o processo de redução dessa parcela da dívida. Além disso, 58% dos vencimentos de LFT deverão ocorrer após 2017, o que não traz a percepção de que o próximo triênio será uma janela de oportunidade para avanços significativos na redução da dívida flutuante.

Figura 6 - Estrutura de Vencimentos da Dívida Flutuante



Fonte: Tesouro Nacional. Os montantes correspondem ao valor presente dos fluxos (valor do estoque).

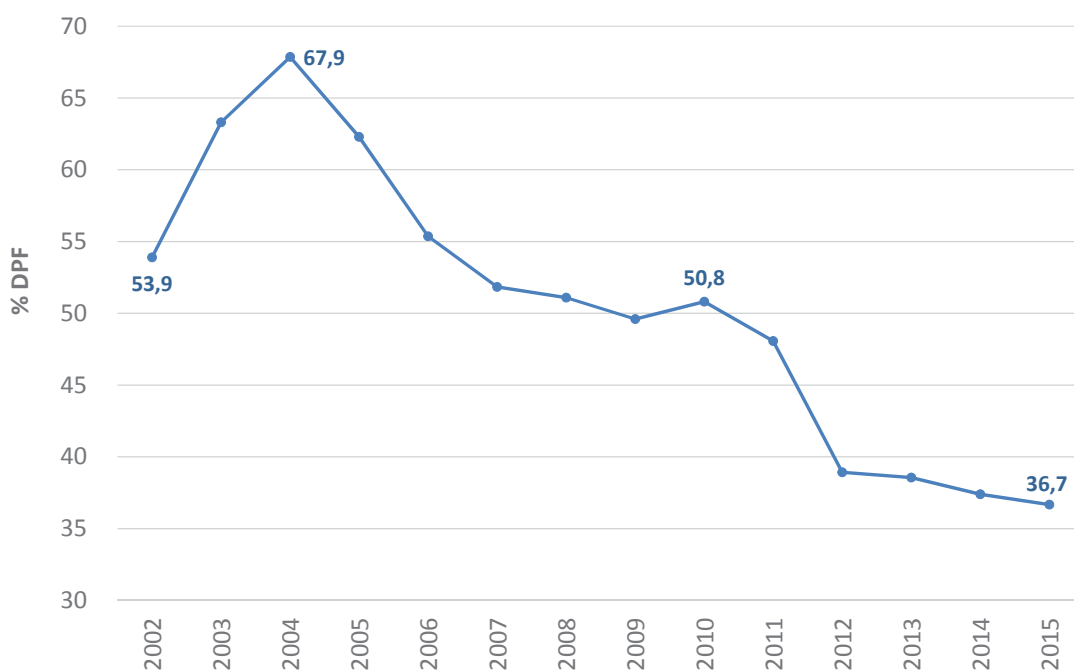
Há mais de uma década, o Tesouro Nacional prioriza o aumento da participação dos títulos com taxas prefixadas e daqueles remunerados pela variação dos índices de preços, em detrimento dos títulos com remuneração flutuante ou atrelada à taxa de câmbio. Todavia, um cuidado presente na elaboração de estratégias de financiamento da DPF é que mudanças em sua composição não resultem em concentração de dívida a vencer no curto prazo, o que significaria maior risco de refinanciamento.

Uma métrica que busca conjugar efeitos de mudanças na composição da dívida e em seu perfil de vencimentos é o risco de repactuação. Este indicador é dado pela soma de toda a dívida a vencer em 12 meses com a parcela da dívida flutuante com vencimento superior a 12 meses, ou seja, é o total da dívida que teria seu custo renovado no horizonte de um ano, em caso de mudanças nas taxas de juros nesse período.

Assim, o risco de repactuação é uma medida de sensibilidade da DPF a mudanças de curto prazo na taxa Selic, além de refletir um eventual *trade-off* entre risco de mercado e risco de refinanciamento. Note-se que o indicador não seria alterado caso houvesse uma estratégia de substituição das LFT por títulos prefixados de curtíssimo prazo, por exemplo. Trata-se, portanto, de um indicador mais conservador em relação à simples participação relativa de determinado tipo de remuneração na composição da dívida.

A trajetória de queda do risco de repactuação como proporção da DPF mostra que o Tesouro Nacional vem obtendo sucesso em sua estratégia de contribuir para a diminuição da indexação da economia à taxa de juros de curto prazo, sem comprometer a estrutura de vencimentos da DPF. A expectativa é de continuidade desta trajetória em 2015, como podemos ver na Figura 7, a seguir.

Figura 7 - Risco de Repactuação

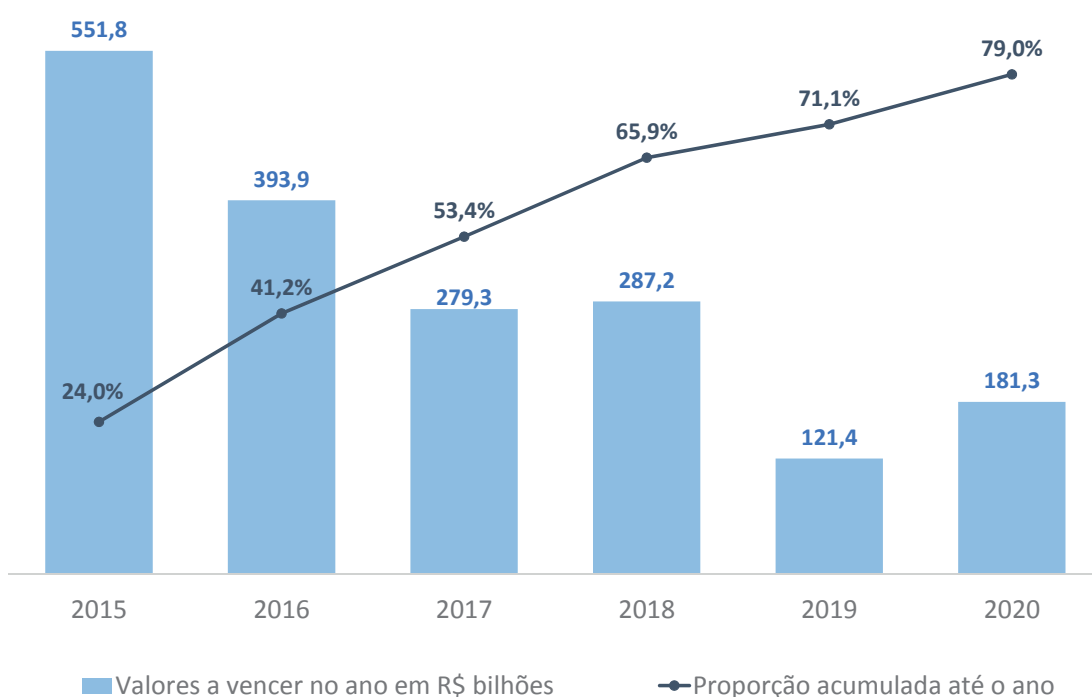


Fonte: Tesouro Nacional. A projeção de 2015 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

Risco de Refinanciamento

O risco de refinanciamento está relacionado à estrutura de maturação da DPF. Uma estrutura de dívida com concentração de vencimentos em poucos períodos e, principalmente, no curto prazo, tende a ser mais arriscada do que uma estrutura cuja previsão de pagamentos se encontra distribuída mais uniformemente ao longo do tempo. A Figura 8 ilustra que 53% do atual estoque da DPF vence nos próximos três anos, proporção que sobe para 71% no horizonte até 2019, sugerindo que ainda persistem os desafios da suavização do perfil da dívida e do alongamento de seu prazo médio.

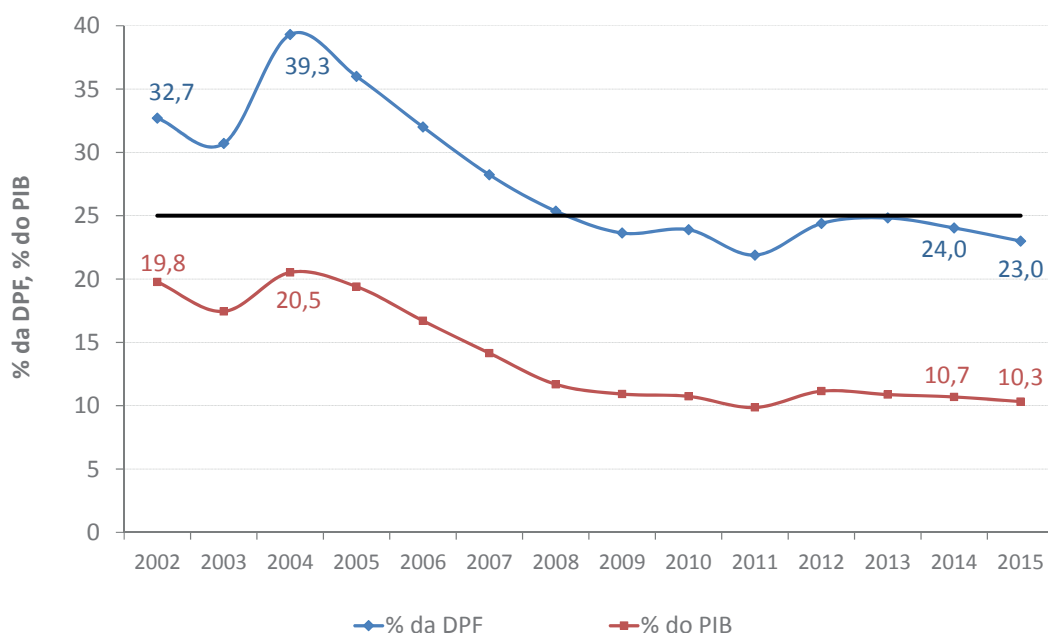
Figura 8 - Estrutura de Vencimentos da DPF



Fonte: Tesouro Nacional. Os montantes correspondem ao valor presente dos fluxos (valor do estoque).

Contudo, focando a análise na proporção da dívida a vencer no curto prazo ou, mais precisamente, nos próximos 12 meses, observa-se redução consistente nesse que é considerado o principal indicador do risco de refinanciamento. No ano de 2004, o percentual vencendo em 12 meses alcançou quase 40% do estoque da dívida ou o equivalente a 20% do PIB, mas desde 2009 tem se mantido abaixo de 25% da DPF. Este patamar pode ser considerado confortável, especialmente quando se leva em conta a política do Tesouro Nacional de manutenção de “colchão de liquidez” equivalente a cerca de três meses de vencimentos. Ao final do ano passado, o indicador registrou 24,0% da DPF, ficando entre 21,0% e 25,0%, conforme estabelecido no PAF 2014. Para 2015, a expectativa é de continuidade no processo de melhora deste indicador.

Figura 9 - DPF Vencendo em 12 Meses



Fonte: Tesouro Nacional. A projeção de 2015 tem por base o ponto médio dos limites indicativos deste PAF.

6. Considerações finais

A divulgação do PAF 2015 tem por objetivo conferir transparência e previsibilidade ao processo de planejamento e gestão da dívida de responsabilidade do governo federal. Sendo assim, foram apresentadas metas para os principais indicadores da dívida pública brasileira, as quais indicam que o Tesouro Nacional busca administrar o ritmo de convergência destes indicadores para seus referenciais de longo prazo, de acordo com a conjuntura macroeconômica e as condições de mercado, de modo a assegurar um balanço adequado entre custos e riscos.

É conveniente esclarecer que o PAF é parte de uma estrutura mais ampla de planejamento, com foco temporal em um horizonte de médio e longo prazos. Dessa forma, o Tesouro Nacional espera garantir que as melhorias obtidas no âmbito da DPF sejam sustentáveis ao longo do tempo, de maneira que as necessidades de financiamento do governo federal sejam supridas com a maior eficiência possível.

No mais, pode-se dizer que o país se torna mais resistente a eventuais choques econômicos, sejam domésticos ou externos, à medida que possua uma estrutura de dívida mais saudável. Nesse sentido, uma gestão eficiente da DPF contribui para o fortalecimento das finanças públicas e da política econômica do país.

Anexo A.

Cronograma dos Leilões de Títulos da DPMFi

35

JANEIRO 2015							FEVEREIRO 2015						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb	dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
				1 Confraternização Universal	2	3	1	2	3	4	5 VENDA LTN VENDA NTN-F	6	7
4	5	6	7	8 VENDA LTN NTN-F VENDA LFT	9	10	8	9	10 VENDA NTN-B	11 TROCA NTN-B	12 VENDA LTN VENDA LFT	13	14
11	12	13 VENDA NTN-B	14 TROCA NTN-B	15 VENDA LTN	16	17	15	16 Carnaval	17 Carnaval	18	19 VENDA LTN VENDA NTN-F	20	21
18	19	20	21	22 VENDA LTN VENDA NTN-F	23	24	22	23	24 VENDA NTN-B	25	26 VENDA LTN	27	28
25 Aniversário de São Paulo	26	27 VENDA NTN-B	28 TROCA NTN-F	29 VENDA LTN	30	31							
MARÇO 2015							ABRIL 2015						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb	dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
1	2	3	4	5 VENDA LTN VENDA NTN-F	6	7				1	2 VENDA LTN VENDA NTN-F	3 Paixão de Cristo	4
8	9	10 VENDA NTN-B RESGATE NTN-B	11 TROCA NTN-B	12 VENDA LTN VENDA LFT	13	14	5	6	7 VENDA NTN-B	8 TROCA NTN-B	9 VENDA LTN VENDA LFT	10	11
15	16	17	18	19 VENDA LTN NTN-F RESGATE NTN-F	20	21	12	13	14	15	16 VENDA LTN VENDA NTN-F	17	18
22	23	24 VENDA NTN-B	25	26 VENDA LTN	27	28	19	20	21 Tiradentes	22 VENDA NTN-B	23 VENDA LTN	24	25
29	30	31					26	27	28	29	30 VENDA LTN VENDA NTN-F		
MAIO 2015							JUNHO 2015						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb	dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
				1 Dia do Trabalho	2			1	2 VENDA NTN-B RESGATE NTN-B	3 VENDA LTN VENDA LFT	4 Corpus Christi	5	6
3	4	5 VENDA NTN-B	6 TROCA NTN-B	7 VENDA LTN VENDA LFT	8	9	7	8	9	10	11 VENDA LTN VENDA NTN-F	12	13
10	11	12	13	14 VENDA LTN VENDA NTN-F	15	16	14	15	16 VENDA NTN-B	17 TROCA NTN-B	18 VENDA LTN	19	20
17	18	19 VENDA NTN-B	20	21 VENDA LTN	22	23	21	22	23	24 TROCA LTN	25 VENDA LTN NTN-F RESGATE NTN-F	26	27
24/31	25	26	27	28 VENDA LTN VENDA NTN-F	29	30	28	29	30 VENDA NTN-B				
JULHO 2015							AGOSTO 2015						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb	dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
			1 TROCA NTN-B	2 VENDA LTN VENDA LFT	3	4							1
5	6	7	8 VENDA LTN VENDA NTN-F	9 Revolução Constitucionalista	10	11	2	3	4	5	6 VENDA LTN VENDA NTN-F	7	8
12	13	14 VENDA NTN-B	15 TROCA NTN-F	16 VENDA LTN	17	18	9	10	11 VENDA NTN-B	12 TROCA NTN-B	13 VENDA LTN VENDA LFT	14	15
19	20	21	22	23 VENDA LTN VENDA NTN-F	24	25	16	17	18	19	20 VENDA LTN VENDA NTN-F	21	22
26	27	28 VENDA NTN-B	29	30 VENDA LTN	31		23/30	24/31	25 VENDA NTN-B	26	27 VENDA LTN	28	29
SETEMBRO 2015							OUTUBRO 2015						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb	dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
		1	2	3 VENDA LTN VENDA NTN-F	4	5					1 VENDA LTN VENDA NTN-F	2	3
6	7 Independência do Brasil	8 VENDA NTN-B RESGATE NTN-B	9 TROCA NTN-B	10 VENDA LTN VENDA LFT	11	12	4	5	6 VENDA NTN-B	7 TROCA NTN-B	8 VENDA LTN VENDA LFT	9	10
13	14	15	16	17 VENDA LTN NTN-F RESGATE NTN-F	18	19	11	12 N. Sra. Aparecida	13	14	15 VENDA LTN VENDA NTN-F	16	17
20	21	22 VENDA NTN-B	23	24 VENDA LTN	25	26	18	19	20 VENDA NTN-B	21	22 VENDA LTN	23	24
27	28	29	30				25	26	27	28	29 VENDA LTN VENDA NTN-F	30	31
NOVEMBRO 2015							DEZEMBRO 2015						
dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb	dom	seg	ter	qua	qui	sex	sáb
1	2 Finados	3 VENDA NTN-B	4 TROCA NTN-B	5 VENDA LTN VENDA LFT	6	7			1 VENDA NTN-B RESGATE NTN-B	2 TROCA NTN-B	3 VENDA LTN VENDA LFT	4	5
8	9	10	11	12 VENDA LTN VENDA NTN-F	13	14	6	7	8	9	10 VENDA LTN NTN-F RESGATE NTN-F	11	12
15 Proclamação da República	16	17 VENDA NTN-B	18	19 VENDA LTN	20 Consciência Negra	21	13	14	15 VENDA NTN-B	16 TROCA LTN	17 VENDA LTN	18	19
22	23	24	25	26 VENDA LTN VENDA NTN-F	27	28	20	21	22	23	24	25 Natal	26
29	30						27	28	29	30	31		

LFT – Letras Financeiras do Tesouro, LTN – Letras do Tesouro Nacional, NTN-B – Notas do Tesouro Nacional – Série B, NTN-F – Notas do Tesouro Nacional – Série F.

Este cronograma está sujeito a modificações de acordo com as condições de mercado.

Para saber quais títulos serão ofertados nos leilões, acesse: <http://www.tesouro.gov.br/web/stn/resultados-dos-leiloes>.

Anexo B.

Legislação Aplicada à Dívida Pública

A gestão da Dívida Pública Federal, sob responsabilidade do Tesouro Nacional é regida por leis, decretos, resoluções, portarias e atos normativos. Abaixo, relacionamos as principais legislações sobre o tema, com o objetivo de facilitar a consulta.

LEI COMPLEMENTAR Nº 101, DE 4 DE MAIO DE 2000, TAMBÉM CONHECIDA COMO LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL (LRF). Esta Lei Complementar estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Nela podemos encontrar princípios, regras e limites importantes para a gestão da dívida pública da União, dos Estados e dos Municípios.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp101.htm

LEI Nº 10.179, DE 6 DE FEVEREIRO DE 2001. Esta é a lei mais importante para a gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna - DPMFi, ao dispor sobre as finalidades e as possíveis formas de emissão dos títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional, entre outros temas, consolidando a legislação sobre a matéria.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10179.htm

DECRETO PRESIDENCIAL Nº 7.482, DE 16 DE MAIO DE 2011. Decreto da Presidência da República que determina a estrutura regimental dos órgãos do Ministério da Fazenda e suas competências, dentre elas a do Tesouro Nacional em administrar a Dívida Pública Federal, interna e externa,

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Decreto/D7482.htm#art7

DECRETO PRESIDENCIAL Nº 3.859, DE 4 DE JULHO DE 2001. Estabelece as características específicas dos principais títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPFMi e dá outras providências.

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2001/D3859.htm#art33

RESOLUÇÃO DO SENADO FEDERAL Nº 20, DE 17 DE NOVEMBRO DE 2004. Autoriza a União a executar Programa de Emissão de Títulos e de Administração de Passivos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no Exterior e dá outras

providências. Esta Resolução é o principal instrumento legal que rege a gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal externa – DPMFe.

Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/ressen/2004/resolucao-20-16-novembro-2004-534730-publicacaooriginal-20796-pl.html>

PORTARIA DO MINISTÉRIO DA FAZENDA Nº 244, DE 16 DE JULHO DE 2012.

Estabelece a finalidade e organização da Secretária do Tesouro Nacional e da Subsecretaria da Dívida Pública - SUDIP, definindo as atribuições de suas três coordenações-gerais (CODIP, COGEP e CODIV).

Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/institucional/legislacao/2012/portaria-no.-244-de-16-de-julho-de-2012>

PORTARIA DO TESOIRO NACIONAL Nº 143, DE 12 DE MARÇO DE 2004.

Nesta portaria, o Secretário do Tesouro Nacional subdelega a competência para autorizar a emissão e o regate antecipado de títulos públicos federais para o Secretário-Adjunto do Tesouro Nacional.

Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/243489/Portaria+143.pdf/4c3d160a-8e9d-4fb6-836d-badfa8e69151>

PORTARIA Nº 538 DO TESOIRO NACIONAL, DE 03 DE AGOSTO DE 2011.

Torna públicas as condições gerais a serem observadas nas ofertas públicas (leilões) de títulos de emissão do Tesouro Nacional no mercado doméstico.

Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/243489/PORT_538_04082011.pdf/18fa04d7-810e-4c50-9b63-4ebcdd5acd4f

ATO NORMATIVO CONJUNTO BANCO CENTRAL E TESOIRO NACIONAL Nº 28, DE 06 DE FEVEREIRO DE 2013.

Estabelece os procedimentos para a seleção das instituições credenciadas (*dealers*) a operar com o Departamento de Operações do Mercado Aberto, do Banco Central, e com a Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública, da Secretaria do Tesouro Nacional. Este ato normativo está sendo revisado no momento e informações adicionais podem ser encontradas no endereço eletrônico abaixo.

Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/dealers>

ATO NORMATIVO CONJUNTO BANCO CENTRAL E TESOIRO NACIONAL Nº 29, DE 06 DE FEVEREIRO DE 2013.

Disciplina a participação das instituições credenciadas (*dealers*) a operar com o Departamento de Operações do Mercado Aberto, do Banco Central, e com a Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública, da Secretaria do Tesouro Nacional, nas operações especiais da Secretaria do Tesouro Nacional. Este ato normativo está sendo revisado no momento e informações adicionais podem ser encontradas no endereço eletrônico abaixo.

Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/dealers>

Anexo C.

Tributação de Títulos Públicos

Em relação à tributação sobre aplicações em títulos públicos, para melhor estruturar as suas diversas formas de cálculo, devemos segmentá-la por tipo de cliente.

Para as pessoas físicas residentes no país, os investimentos em títulos públicos são usualmente realizados por meio do Programa Tesouro Direto. Neste caso, os impostos cobrados são os mesmos que incidem sobre os demais instrumentos financeiros de renda fixa: (i) o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF), cobrado exclusivamente nos casos em que houver resgate da aplicação com menos de 30 dias (alíquotas decrescentes em função do prazo); e (ii) o Imposto de Renda (IR) sobre os rendimentos, com alíquota regressiva a depender do prazo do investimento, conforme estabelecido pela Lei 11.033/2004, da seguinte maneira:

- » 22,5% para aplicações com prazo de até 180 dias;
- » 20% para aplicações com prazo de 181 dias até 360 dias;
- » 17,5% para aplicações com prazo de 361 dias até 720 dias;
- » 15% para aplicações com prazo acima de 720 dias.

Há incidência de impostos sobre os rendimentos financeiros auferidos tanto no recebimento de juros (O IOF não incide sobre os cupons de juros; somente o IR), quanto na venda antecipada e no vencimento dos títulos. Nestes dois últimos casos, a base de cálculo do IR é constituída pela diferença positiva entre o valor da alienação, líquido do IOF, quando couber, e o valor da aplicação financeira. No caso de recebimento de cupom de juros, o IR sobre esse rendimento incidirá pro-rata sobre a parcela do rendimento produzido entre a data de aquisição ou a data do pagamento periódico anterior e a data de sua percepção, podendo ser deduzida da base de cálculo a parcela dos rendimentos correspondente ao período entre a data do pagamento do rendimento periódico anterior e a data de aquisição do título, segundo a Lei 12.431, de 2011.

O IOF, por sua vez, terá alíquota de 1% ao dia, limitado ao rendimento das operações, em função do prazo (de 1 a 30 dias), conforme estabelecido no Decreto Nº 6.306, de 2007. A alíquota total cobrada, nesse caso, será regressiva e irá variar de 96% para aplicações por 1 dia e 3% para aplicações de 29 dias. A partir de 30 dias, a alíquota torna-se zero.

A aplicação por pessoa física e pessoa jurídica não financeira em títulos públicos por intermédio dos fundos de investimento está sujeita aos mesmos impostos que

incidem para aplicações diretamente em títulos públicos. No entanto, o IR é recolhido na fonte semestralmente, no último dia útil de maio e de novembro, a uma alíquota de 15% para fundos de longo prazo (aqueles cuja carteira de títulos tenha prazo médio superior a 365 dias) e de 20% para fundos de curto prazo (cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 dias), conforme estabelecido nas Leis nº 11.033 e nº 11.053, ambas de 2004. A diferença entre essa alíquota cobrada semestralmente e a alíquota efetivamente devida, que seguirá a mesma tabela regressiva a depender do tempo do investimento, será cobrada na hora do resgate. Em outras palavras, por ocasião do resgate das quotas será aplicada uma alíquota complementar, se for o caso. Em relação ao IOF, haverá incidência no resgate das cotas de fundos conforme a mesma tabela aplicável a pessoas físicas²⁴.

Para não residentes, a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, reduziu a zero a alíquota de imposto de renda incidente sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos. No entanto, há exceção para não residentes provenientes de países classificados como de tributação favorecida (aqueles que não tributam a renda ou que a tributam à alíquota máxima inferior a 17%, conforme alteração trazida pela Portaria MF Nº 488, de novembro de 2014). Para esses países, vale a mesma tributação aplicada aos residentes no Brasil. Em ambos os casos, entretanto, haverá incidência de IOF para operações com prazo inferior a 30 dias.

Por fim, temos as pessoas jurídicas (PJ), que podem ser segregadas em dois grupos: instituições não financeiras e instituições financeiras. Para PJ não financeira, os ganhos advindos de aplicações em títulos públicos serão tributados na fonte usando as alíquotas regressivas conforme o prazo, variando de 22,5% a 15%, inclusive para as PJ isentas. No entanto, a tributação efetiva será de acordo com o regime tributário que cabe à empresa (simples nacional ou lucro presumido, real ou arbitrado)²⁵.

Já as instituições financeiras – que incluem bancos, sociedades de seguro, previdência e capitalização e corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários – estão dispensadas da retenção na fonte do imposto sobre os rendimentos auferidos com aplicações em títulos públicos, de acordo com a Lei nº 8.541, de 1992. Isso ocorre pois essas instituições apenas intermediam a aplicação de recursos – os investidores finais são os agentes tributados de acordo com regras específicas para cada veículo. Seguindo a mesma lógica, em relação ao IOF, as operações com títulos públicos de instituições financeiras estarão sujeitas a alíquota zero.

²⁴ Haverá exceção, no entanto, no caso de resgate de cotas de fundos de investimento antes de completar o prazo de carência para crédito dos rendimentos. Nesse caso, a alíquota de IOF cobrada será de 0,5% ao dia sobre o valor de resgate das cotas.

²⁵ Por ocasião do encerramento de cada período de apuração do IR da empresa, os ganhos obtidos com a aplicação em títulos públicos integrarão a base de cálculo do IR, e o imposto de renda retido na fonte sobre os rendimentos da aplicação será deduzido do valor devido.

Missão, Visão e Valores da Subsecretaria da Dívida Pública

Missão

Administrar a Dívida Pública Federal de forma eficiente, transparente e sustentável, para suprir as necessidades de financiamento da União, buscando a melhor relação entre custo e risco e o desenvolvimento do mercado de renda fixa.

Visão

Ser reconhecida pela sociedade brasileira e pela comunidade internacional como referência na gestão eficiente da Dívida Pública Federal, alcançando excelência em seus processos de planejamento, execução, controle e pagamento, e contribuir para que o mercado de capitais brasileiro esteja entre os mais desenvolvidos do mundo

Valores

Excelência

Trabalhamos com comprometimento, responsabilidade e eficiência, fundamentados em critérios técnicos e orientados a resultados.

Ética e Transparência

Agimos com integridade, comprometidos com o interesse público e provendo informações de qualidade que permitam à sociedade fiscalizar nossa atuação.

Proatividade

Valorizamos a iniciativa e a inovação na realização de novos projetos e na busca por melhores soluções.

Reconhecimento

Valorizamos a excelência e o comprometimento, com respeito à dignidade e à individualidade.

Clima Organizacional

Buscamos um ambiente harmonioso e com livre compartilhamento de ideias, tornando a SUDIP um lugar prazeroso para se trabalhar.

Integração

Consideramos a cooperação e a disseminação do conhecimento fundamentais para atingir nossos objetivos.

Orgulho de ser Tesouro Nacional

Temos orgulho de ser servidores públicos e contribuir para o desenvolvimento do país.



Ministério da
Fazenda

GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PÁTRIA EDUCADORA