

Algumas considerações sobre o PAF 2025⁶¹

Alexandre Andrade

O Tesouro divulgou, em fevereiro, o Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2025, que contém as ações pretendidas para a gestão da dívida pública no curto e no médio prazo. O documento indica a intenção do Tesouro de continuar a alongar o perfil de vencimento da dívida, assim como reduzir, no médio prazo, a participação de títulos remunerados por taxa flutuante no estoque da Dívida Pública Federal (DPF). Alcançar esse objetivo no médio prazo é importante em razão dos efeitos trazidos por uma parcela elevada de pós-fixados para a gestão da dívida. No entanto, essa estratégia dependerá das condições de mercado para a emissão de títulos prefixados e atrelados a índices de inflação.

Considerações iniciais

A análise do PAF 2025 indica que crescerá a participação de títulos pós-fixados na composição da Dívida Pública Federal (DPF) nos próximos dois anos. Isso ocorrerá em função da maior concentração de vencimentos de títulos prefixados em 2025 e 2026. A partir de 2027, haverá montantes maiores de vencimentos de títulos atrelados à Selic, o que permitiria ao Tesouro uma gestão da dívida que faça cair a parcela relativa de pós-fixados até 2035.

Alguns riscos, no entanto, podem prejudicar essa estratégia. Caso a percepção de risco permaneça em níveis mais elevados, assim como a Selic, o Tesouro pode ter dificuldades em colocar no mercado montantes mais elevados de títulos prefixados ou mesmo de títulos remunerados por índices de inflação, dado que a preferência dos agentes compradores dos títulos tenderia a ser por pós-fixados. Assim, a proporção destes títulos na DPF continuaria relativamente elevada.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), principal indicador de endividamento acompanhado pelos economistas e divulgado pelo Banco Central, mostrou evolução mais favorável no segundo semestre de 2024. Isso ocorreu em razão de dois fatores: (i) a revisão para cima nos valores do PIB, calculada pelo IBGE; e (ii) a venda de reservas internacionais no montante de US\$ 33,3 bilhões em dezembro.

Ainda que os condicionantes tenham contribuído para uma relativa estabilidade da DBGG em proporção do PIB, no segundo semestre de 2024, a perspectiva para o indicador é de elevação nos próximos anos, segundo o cenário de médio prazo mais recente divulgado pela IFI. A IFI projeta a realização de déficits primários do setor público continuados nos próximos anos, além de ter revisto para cima a projeção da taxa real de juros da economia.

Plano Anual de Financiamento (PAF) 2025 e perfil da dívida pública federal

A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) divulgou, em fevereiro, o PAF de 2025⁶². O PAF fornece as diretrizes para a gestão da dívida pública federal ao longo do exercício. O documento contém informações sobre necessidades esperadas de financiamento, estruturas de vencimentos dos títulos da Dívida Pública Federal (DPF) e as estratégias pretendidas pelo Tesouro para perseguir as metas definidas no plano. O objetivo do Tesouro, no longo prazo, é conseguir se financiar com o menor custo possível, alongando ao máximo o vencimento da dívida.

A Tabela 4, reproduzida pela IFI do PAF 2025, apresenta os resultados esperados pelo Tesouro para a DPF neste ano e em 2035.

⁶¹ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2025/fevereiro/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-fev-2025>.

⁶² Link para acesso ao documento: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/plano-anual-de-financiamento-paf/2025/114>.

TABELA 4. RESULTADOS ESPERADOS PARA A DPF NO PAF 2025 – CURTO E LONGO PRAZOS

Indicadores	2024	Limites para 2025		Esperado para 2035
		Mínimo	Máximo	
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	7.316,1	8.100,0	8.500,0	
Composição (%)				
Prefixados	22,0	19,0	23,0	35,0
Índices de preços	27,0	24,0	28,0	35,0
Taxa flutuante	46,3	48,0	52,0	23,0
Câmbio	4,8	3,0	7,0	7,0
Estrutura de vencimentos				
Vincendo em 12 meses (%)	17,9	16,0	20,0	20,0
Prazo médio (anos)	4,0	3,8	4,2	5,0

Fonte: Reproduzida do PAF 2025 da Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

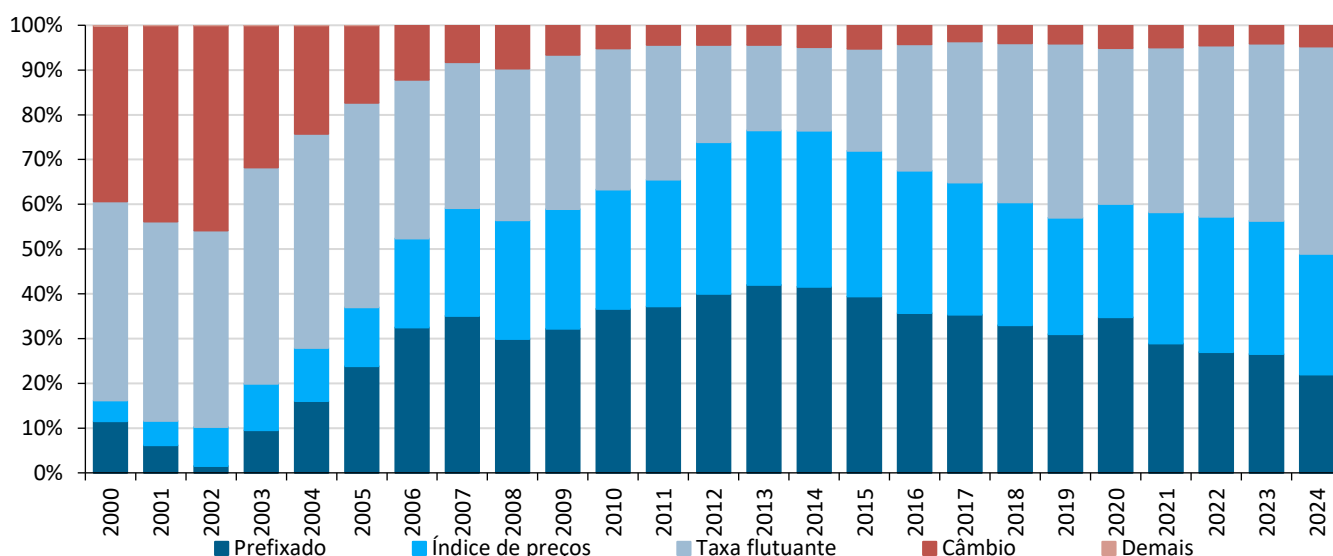
Algumas constatações podem ser feitas a partir dos resultados apresentados na Tabela 4. Em primeiro lugar, deverá ocorrer um aumento da participação de títulos pós-fixados, ou remunerados por taxa flutuante (Selic), no estoque da DPF neste ano. Em compensação, deverá ocorrer redução na parcela relativa de títulos prefixados e/ou remunerados por índices de preços nesse estoque. Como apresentado adiante neste texto, há uma maior concentração de vencimentos em títulos prefixados em 2025 e 2026. O fato de a participação desses títulos, em 2024, ter sido ligeiramente inferior aos limites máximos definidos pelo Tesouro para a composição desses títulos, em 2025, reforça a percepção de que ocorrerá redução na parcela de prefixados e títulos atrelados a índices de inflação. Ou seja, em 2024, a proporção de prefixados e títulos remunerados por índices de preços ficou próxima ao limite superior dos intervalos definidos no PAF 2025.

A análise da Tabela 4 permite destacar também a intenção do Tesouro, neste ano, em reduzir, marginalmente, a parcela de títulos da DPF com vencimento nos próximos 12 meses. O alongamento do vencimento dos títulos emitidos configura um importante elemento de gestão da dívida no longo prazo, respeitando as condições de financiamento vigentes com as quais se depara o Tesouro.

O PAF 2025 apresenta também a composição desejada para a DPF no horizonte de 10 anos. Em 2035, a intenção do Tesouro é alcançar 35% do estoque da DPF com títulos prefixados, 35% com títulos atrelados a índices de preços, 23% com títulos remunerados pela Selic e 7% com títulos cambiais. Ou seja, o Tesouro pretende reduzir em mais da metade a atual proporção de títulos flutuantes no estoque da dívida daqui a 10 anos (Tabela 4).

O Gráfico 6 mostra a composição da DPF nos últimos 25 anos. Os dados do Tesouro indicam que a proporção de títulos remunerados por taxa flutuante sempre foi relativamente elevada na composição da DPF. No período considerado, de 2000 a 2024, a menor participação alcançada pelos títulos pós-fixados foi em 2014, de 18,7%, tendo voltado a subir desde então. Em 2024, os títulos remunerados por taxa flutuante responderam por 46,3% do estoque da DPF.

GRÁFICO 6. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL POR TÍTULO (%)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Outras constatações feitas a partir do Gráfico 6 são a redução acentuada na proporção de títulos cambiais na composição da DPF nos anos 2000 e a queda na parcela relativa de títulos prefixados nos últimos 10 anos. A diminuição dos títulos cambiais ocorreu em um período favorável para a redução da exposição da dívida brasileira ao cenário internacional. Por sua vez, a trajetória observada na proporção de títulos prefixados, a partir de 2014, tem relação com uma aversão a risco relativamente mais alta. Assim, os dados sugerem que essa perda de participação dos prefixados na composição da DPF teve como contrapartida o aumento da parcela de pós-fixados, nos últimos anos.

Na planilha divulgada com o Relatório Mensal da Dívida (RMD)⁶³, o Tesouro informa o cronograma de vencimentos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). A diferença entre a DPF e a DPMFi é que esta representa a parcela da DPF paga em reais por meio da emissão de títulos públicos federais. A DPF é composta pela DPMFi e pela Dívida Pública Federal Externa (DPFe).

A Tabela 5 apresenta esse cronograma nos próximos cinco anos (período de janeiro de 2025 a dezembro de 2029). As informações indicam existir R\$ 1.046,0 bilhões de vencimentos de Letras do Tesouro Nacional (LTN) e de Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F), títulos prefixados, em 24 meses a partir de janeiro de 2025, isto é, nos próximos dois anos. No mesmo período, os vencimentos de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos remunerados pela Selic, totalizarão R\$ 843,9 bilhões.

TABELA 5. CRONOGRAMA DE VENCIMENTOS DA DPMFI (R\$ BILHÕES)

Vencimento	LTN/NTN-F	LFT	NTN-B	NTN-C	Demais	Total
Em 12 meses	583,5	406,9	241,2	8,2	6,7	1.246,5
Em 24 meses	1.046,0	843,9	546,8	15,6	8,4	2.460,7
Em 36 meses	1.255,4	1.703,0	717,5	22,4	8,9	3.707,2
Em 48 meses	1.344,4	2.132,5	934,2	28,5	11,2	4.450,8
Em 60 meses	1.443,4	2.699,1	1.032,1	34,1	11,5	5.220,2
Após 5 anos	160,3	679,6	845,2	47,8	13,7	1.746,7
Total	1.603,7	3.378,7	1.877,3	81,9	25,2	6.966,9
Participação	23,0%	48,5%	26,9%	1,2%	0,4%	100,0%

Fonte: Reproduzido do RMD de dez/24 da Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

⁶³ Link para acesso aos documentos: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2024/12>.

Essa estrutura de vencimentos dos títulos indica que continuará a ocorrer diminuição da proporção de títulos prefixados na composição da DPF nos próximos dois anos, ao mesmo tempo em que crescerá a participação dos pós-fixados no estoque da dívida. Em 2027 e 2028, no entanto, existe montante considerável de vencimentos de pós-fixados. Em 2027, serão R\$ 859,0 bilhões e, em 2028, R\$ 429,6 bilhões. Dado esse volume de vencimentos de títulos flutuantes somente em 2027 e 2028, os vencimentos de LFT superarão os de LTN e NTN-F apenas em um horizonte de três anos. Essas informações, apresentadas na aba 3.4 da planilha do RMD de dezembro de 2024, sustentam a previsão do Tesouro de que aumentará a participação de pós-fixados na DPF nos próximos dois anos, conforme o PAF 2025.

Para além de 2026, no entanto, ainda que a intenção do Tesouro seja de reduzir a proporção de títulos pós-fixados na composição da dívida, subindo gradativamente a participação das outras classes de títulos (prefixados e atrelados à inflação), as condições de mercado terão papel importante nessa estratégia.

Em momentos de aperto da política monetária, aumentam os desafios do Tesouro na gestão da dívida pública. A Selic em níveis mais elevados afeta a percepção de risco dos agentes financiadores da dívida pública e **desloca a preferência para os títulos pós-fixados**, reduzindo a demanda por títulos prefixados ou com remuneração atrelada a índices de preços. Por sua vez, ocorre desvalorização desses ativos e possível aumento de volatilidade na formação dos preços dos títulos.

Além disso, ter uma **elevada parcela relativa de títulos remunerados pela Selic na composição do endividamento** faz com que o **custo médio da dívida suba proporcionalmente mais em situações de aperto na política monetária**. O custo médio da dívida representa o juro médio pago pelo Tesouro para financiar a rolagem desse endividamento. Assim, quanto maior o custo médio da dívida, maior a despesa de juros do governo e, conseqüentemente, pior o resultado nominal⁶⁴ do setor público.

As informações referentes ao cronograma de vencimentos da DPF indicam ser possível ao Tesouro cumprir as estratégias definidas no PAF 2025 para o médio prazo (até 2035), isto é, buscar reduzir a proporção de títulos pós-fixados na composição da dívida ao longo do tempo. Os montantes de vencimentos de LFT em 2027 e 2028 podem ajudar nessa intenção. A materialização desse cenário, no entanto, depende de os juros básicos da economia caírem a níveis mais baixos, contexto que depende do endereçamento de soluções para os desequilíbrios da economia, com consequente redução da percepção de risco no ambiente econômico.

Evolução recente da dívida bruta e de seus condicionantes

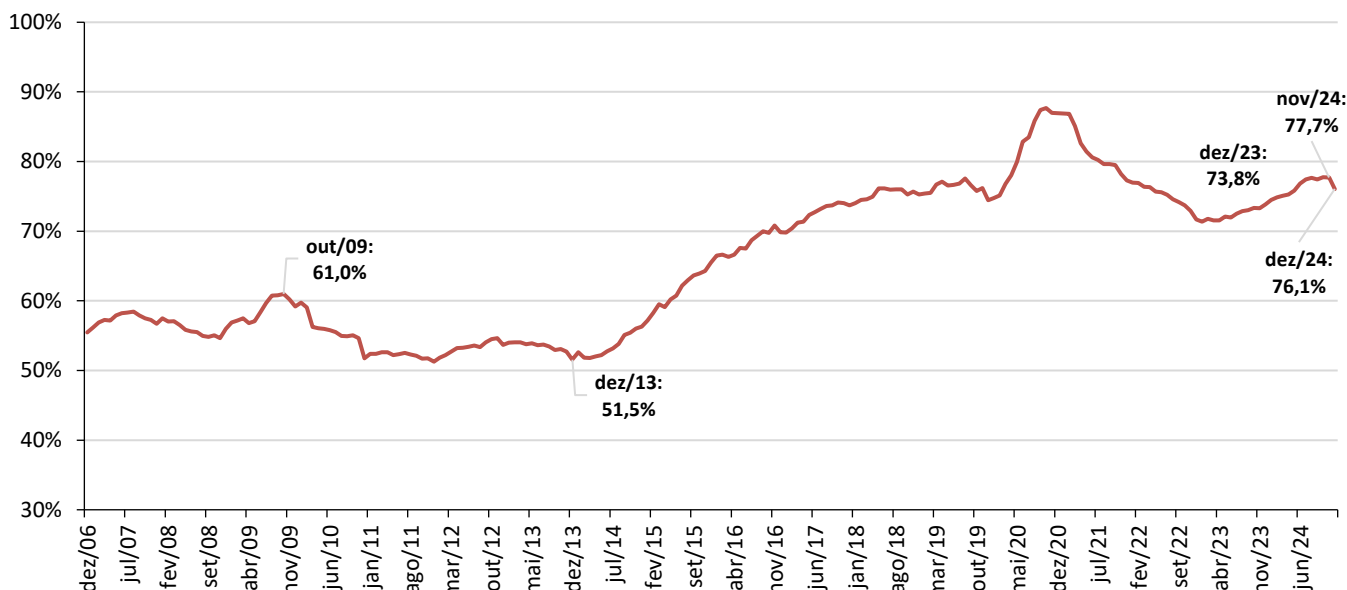
De acordo com o Banco Central, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)⁶⁵ atingiu 76,1% do PIB em dezembro de 2024, 1,6 p.p. do PIB inferior ao nível de novembro e 2,2 p.p. do PIB acima de dezembro de 2023 (Gráfico 7). Houve uma relativa acomodação da dívida bruta no segundo semestre do ano passado, com uma redução significativa em dezembro em razão da diminuição do estoque de reservas internacionais em US\$ 33,3 bilhões, conforme discutido no RAF nº 96⁶⁶, de janeiro de 2025.

⁶⁴ O resultado nominal consiste na soma do resultado primário com a despesa de pagamento de juros.

⁶⁵ O conceito de dívida bruta difere do conceito de dívida pública federal. A DBGG abrange outros agregados, como as operações compromissadas do Banco Central, as dívidas de estados e municípios, entre outros. Para uma discussão mais aprofundada, ver o Estudo Especial (EE) da IFI nº 7, de 4 de outubro de 2018, disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/547744/EE_07_Divida_Bruta.pdf.

⁶⁶ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/682438/RAF96_JAN2025.pdf.

GRÁFICO 7. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (% DO PIB)

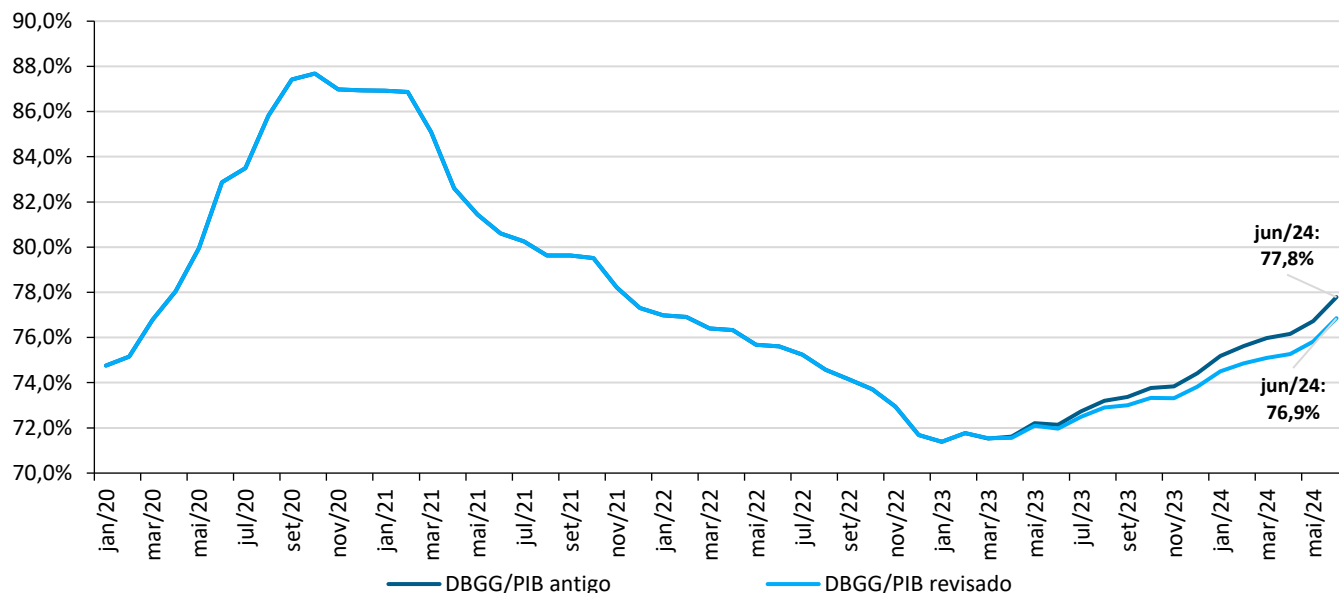


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Além da venda de reservas, a revisão pelo IBGE nas séries do Sistema de Contas Nacionais Trimestrais, publicada em dezembro, alterou para cima os valores do PIB nominal de 2023 e dos dois primeiros trimestres de 2024. O crescimento do PIB, portanto, fez cair a relação DBGG/PIB nos dois últimos anos.

O Gráfico 8 apresenta a relação dívida bruta/PIB calculada pela IFI com as duas séries de PIB nominal do IBGE, a antiga e a nova. A partir das contas feitas pela IFI, a relação dívida/PIB foi de 76,9% do PIB, em junho de 2024, considerando a série revisada do PIB. Se a série antiga for considerada, a DBGG teria sido de 77,8% do PIB em junho, diferença de 0,9 p.p. do PIB.

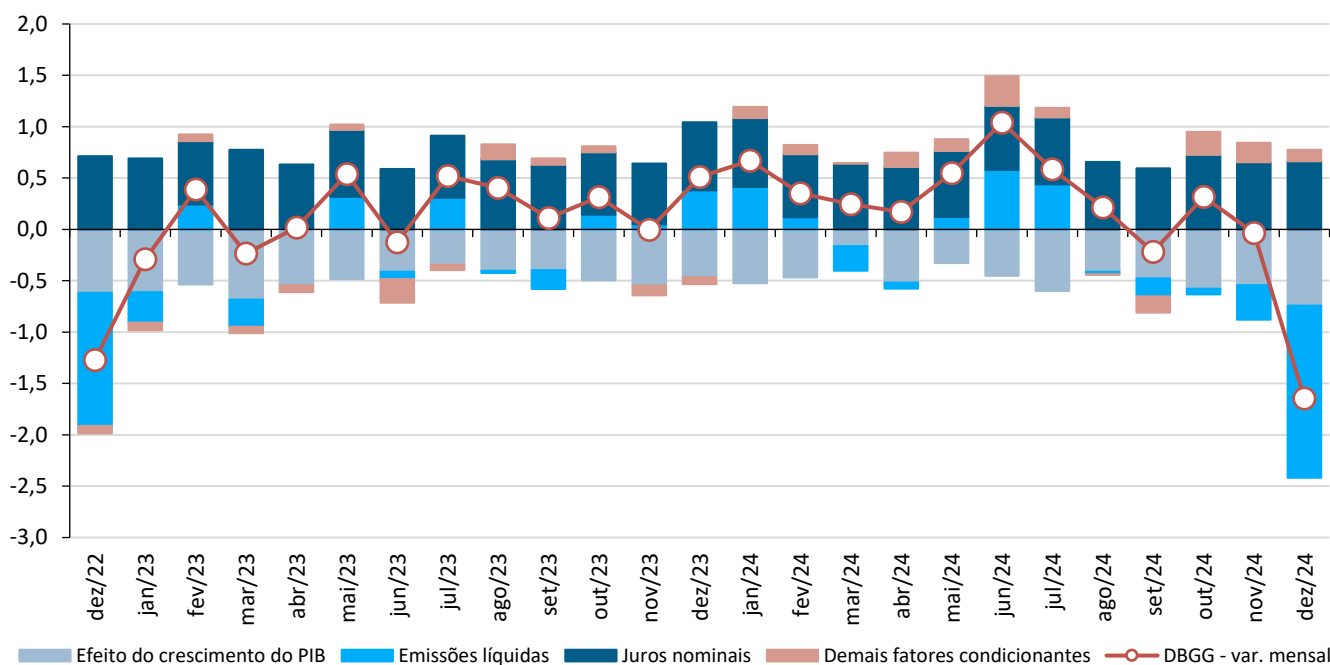
GRÁFICO 8. EVOLUÇÃO RECENTE DA DBGG/PIB



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Por fim, o Gráfico 9 apresenta a evolução recente dos condicionantes da DBGG, em p.p. do PIB. É possível perceber as contribuições do PIB nominal para essa relativa estabilidade do endividamento no segundo semestre de 2024. No acumulado do primeiro semestre, o PIB “retirou” 2,5 p.p. da DBGG, ao passo que, no segundo semestre, o PIB diminuiu a DBGG em 3,3 p.p. do PIB. A despesa de juros, por sua vez, fez a DBGG aumentar em 7,7 p.p. do PIB no ano passado. As emissões líquidas negativas, de 1,7 p.p. do PIB, em dezembro, contêm a redução no estoque de operações compromissadas do Banco Central em razão da venda de reservas realizada naquele mês.

GRÁFICO 9. EVOLUÇÃO MENSAL DOS CONDICIONANTES DA DBGG (P.P. DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Os valores mais elevados do PIB, em 2023 e 2024, e a venda de reservas pelo Banco Central, em dezembro de 2024, contribuíram para reduzir o nível da dívida bruta em proporção do PIB nos últimos meses, principalmente no segundo semestre do ano passado. Essa redução, no entanto, **deveu-se a fatores pontuais**, o que não deve alterar a trajetória de elevação esperada para o indicador nos próximos anos. Como discutido no RAF nº 95⁶⁷, de dezembro de 2024, sustentam essa expectativa a projeção de déficits primários do setor público consecutivos, assim como a piora na projeção para a taxa real de juros da economia no médio prazo.

⁶⁷ Página para acesso ao documento: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/662008/RAF95_DEZ2024.pdf.

Projeções da IFI
CURTO PRAZO

Projeções da IFI	2025			2026		
	Jan/25	Fev/25	Comparação	Jan/25	Fev/25	Comparação
PIB – crescimento real (% a.a.)	1,86	1,86	=	2,13	2,13	=
PIB – nominal (R\$ bilhões)	12.600,26	12.600,26	=	13.407,82	13.407,82	=
IPCA – acum. (% no ano)	4,44	4,44	=	3,64	3,64	=
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	5,95	5,95	=	6,05	6,05	=
Ocupação - crescimento (%)	1,02	1,02	=	1,17	1,17	=
Massa salarial - crescimento (%)	2,24	2,24	=	2,13	2,13	=
Selic – fim de período (% a.a.)	14,25	14,25	=	11,75	11,75	=
Juros reais ex-ante (% a.a.)	7,18	7,18	=	6,38	6,38	=
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,71	-0,71	=	-1,05	-1,05	=
dos quais Governo Central	-0,71	-0,71	=	-1,00	-1,00	=
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	8,91	8,91	=	8,63	8,63	=
Resultado Nominal (% do PIB)	-9,62	-9,62	=	-9,68	-9,68	=
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	81,42	81,42	=	86,35	86,35	=

ifi