

Algumas considerações sobre o PAF 2026¹

Alexandre Andrade e Rafael Bacciotti²

Plano Anual de Financiamento (PAF) 2026 e perfil da dívida pública federal

A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) divulgou, em janeiro, o PAF de 2026³. O documento fornece as diretrizes para a gestão da dívida pública federal ao longo do exercício, traz 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 se financiar com o menor custo possível, alongando ao máximo o vencimento da dívida.

A Tabela 1, reproduzida pela IFI do PAF 2026, apresenta os resultados esperados pelo Tesouro para a DPF neste ano e em 2035 (longo prazo).

TABELA 1. RESULTADOS ESPERADOS PARA A DPF NO PAF 2026 – CURTO E LONGO PRAZOS

Indicadores	2025	Limites para 2026		Esperado para 2035
		Mínimo	Máximo	
Estoque (R\$ bilhões)				
DPF	8.635,1	9.700,0	10.300,0	
Composição (%)				
Prefixados	22,0	21,0	25,0	35,0
Índices de preços	25,9	23,0	27,0	35,0
Taxa flutuante	48,3	46,0	50,0	23,0
Câmbio	3,8	3,0	7,0	7,0
Estrutura de vencimentos				
Vincendo em 12 meses (%)	17,5	18,0	22,0	20,0
Prazo médio (anos)	4,0	3,8	4,2	5,0

Fonte: Reproduzida do PAF 2026 da Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Algumas constatações podem ser feitas a partir dos resultados apresentados na Tabela 1. Em primeiro lugar, deverá ocorrer certa estabilidade na participação dos títulos por indexador na composição da DPF neste ano. Como apresentado adiante neste texto, há uma maior concentração de vencimentos em títulos prefixados (R\$ 635,9 bilhões) e pós-fixados (R\$ 522,1 bilhões) em 2026. Em 2027 e 2028, o montante de vencimentos de títulos pós-fixados (remunerados por taxas flutuantes, fundamentalmente a Selic) será maior.

¹ Acesse o relatório completo em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2026/fevereiro/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-fev-2026>.

² Respectivamente, diretor e analista da IFI.

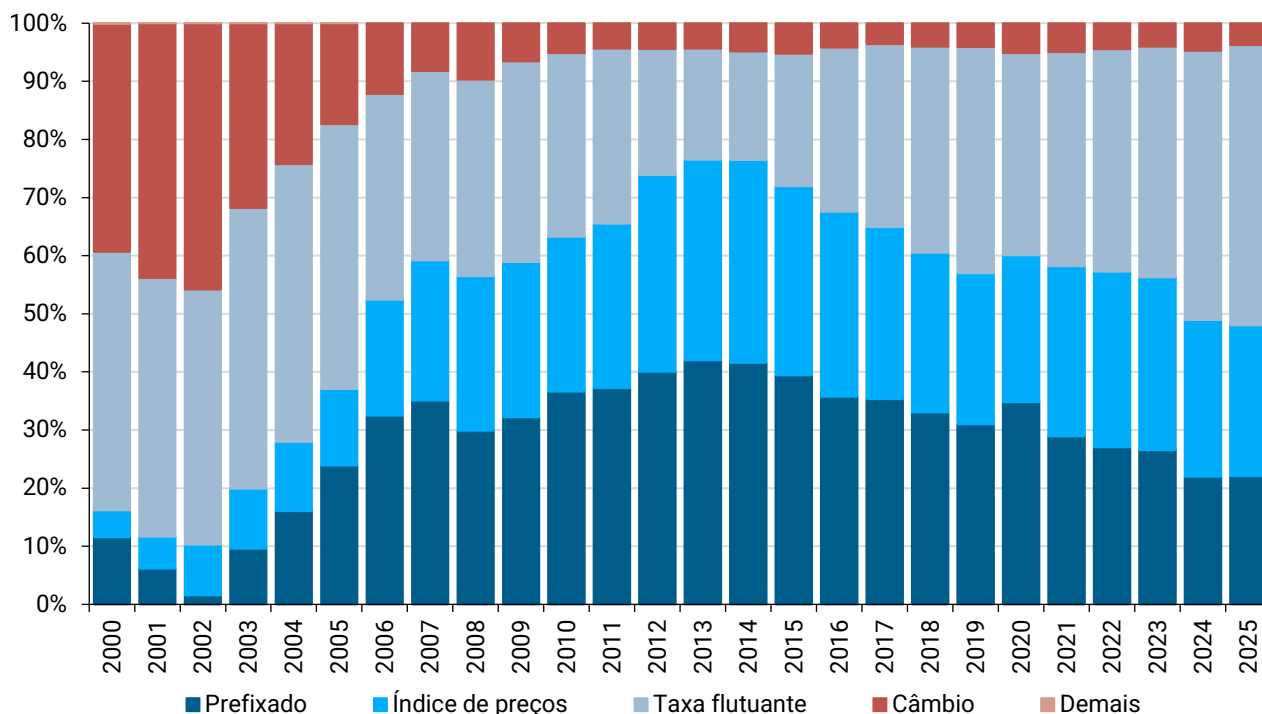
³ Link para acesso ao documento: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/plano-anual-de-financiamento-paf/2026/114>.

A análise da Tabela 1 permite destacar também a expectativa do Tesouro, neste ano, de aumento na parcela de títulos da DPF com vencimento nos próximos 12 meses. Isso não necessariamente é ruim, visto que, historicamente, a parcela da dívida com vencimento em até 12 meses já foi bem maior do que atualmente. Em linhas gerais, o alongamento do vencimento dos títulos emitidos configura um importante elemento de gestão da dívida no longo prazo, respeitadas as condições de financiamento vigentes com as quais se depara o Tesouro.

O PAF 2026 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 1).

O Gráfico 1 mostra a composição da DPF nos últimos 26 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 2025, a menor participação alcançada pelos títulos pós-fixados foi em 2014, de 18,7%, tendo voltado a subir desde então. Em 2025, os títulos remunerados por taxa flutuante responderam por 48,3% do estoque da DPF, aumento de 2 p.p. ante 2024.

GRÁFICO 1. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL POR TÍTULOS (%)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

Outras constatações feitas a partir do Gráfico 1 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 às condições do 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)⁴, 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 2 apresenta esse cronograma nos próximos cinco anos (período de janeiro de 2026 a dezembro de 2030). As informações indicam existir R\$ 613,7 bilhões de Letras do Tesouro Nacional (LTN) e de Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F), títulos prefixados, a vencer em 12 meses a partir de janeiro de 2026. No período, vencerão R\$ 497,4 bilhões de Letras Financeiras do Tesouro (LFT). Em 24 meses, os vencimentos de prefixados somarão R\$ 1.038,1 bilhões, enquanto os vencimentos de pós-fixados totalizarão R\$ 1.478,1 bilhões.

TABELA 2. CRONOGRAMA DE VENCIMENTOS DA DPMFI (R\$ BILHÕES)

Vencimento	LTN/NTN-F	LFT	NTN-B	NTN-C	Demais	Total
Em 12 meses	613,7	497,4	353,0	8,1	2,8	1.475,0
Em 24 meses	1.038,1	1.478,1	560,1	15,5	3,6	3.095,4
Em 36 meses	1.154,4	2.107,5	841,3	22,2	6,2	4.131,6
Em 48 meses	1.538,4	2.750,8	972,8	28,2	6,7	5.297,0
Em 60 meses	1.626,7	3.529,0	1.204,2	33,8	7,7	6.401,4
Após 5 anos	272,3	635,1	933,7	46,6	19,9	1.907,6
Total	1.899,0	4.164,1	2.138,0	80,4	27,6	8.309,0
Participação	22,9%	50,1%	25,7%	1,0%	0,3%	100,0%

Fonte: Reproduzido do RMD de dez/25 da Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Segundo as informações do Tesouro, haverá um vencimento de R\$ 980,7 bilhões de LFT em 2027, concentrados em março (R\$ 527,8 bilhões) e setembro (R\$ 452,9 bilhões). Ainda no próximo ano, vencerão R\$ 424,4 bilhões de LTN/NTN-F e R\$ 214,5 bilhões de NTN-B e NTN-C, títulos atrelados ao IPCA e ao IGP-M, respectivamente. Em 2028, ocorrerá novamente um montante maior de vencimentos de títulos pós-fixados.

Essas informações, apresentadas na aba 3.4 da planilha do RMD de dezembro de 2025, indicam que se abrirá uma janela de oportunidade para o Tesouro tentar mudar a composição da DPF em 2027. Ainda que a intenção do Tesouro seja de reduzir a proporção

⁴ Link para acesso aos documentos: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2025/12>.

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 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 nominal⁵ do setor público.

As informações referentes ao cronograma de vencimentos da DPF indicam ser possível, mas desafiador, o Tesouro cumprir as estratégias definidas no PAF 2026 no 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 (R\$ 980,7 bilhões) e 2028 (R\$ 629,5 bilhões) podem ajudar nessa intenção. A materialização desse cenário, no entanto, depende de os juros básicos da economia caírem a níveis mais baixos, contexto que está associado ao endereçamento de soluções para os desequilíbrios da economia, com conseqüente redução da percepção de risco no ambiente econômico.

Evolução recente da dívida bruta e de seus condicionantes

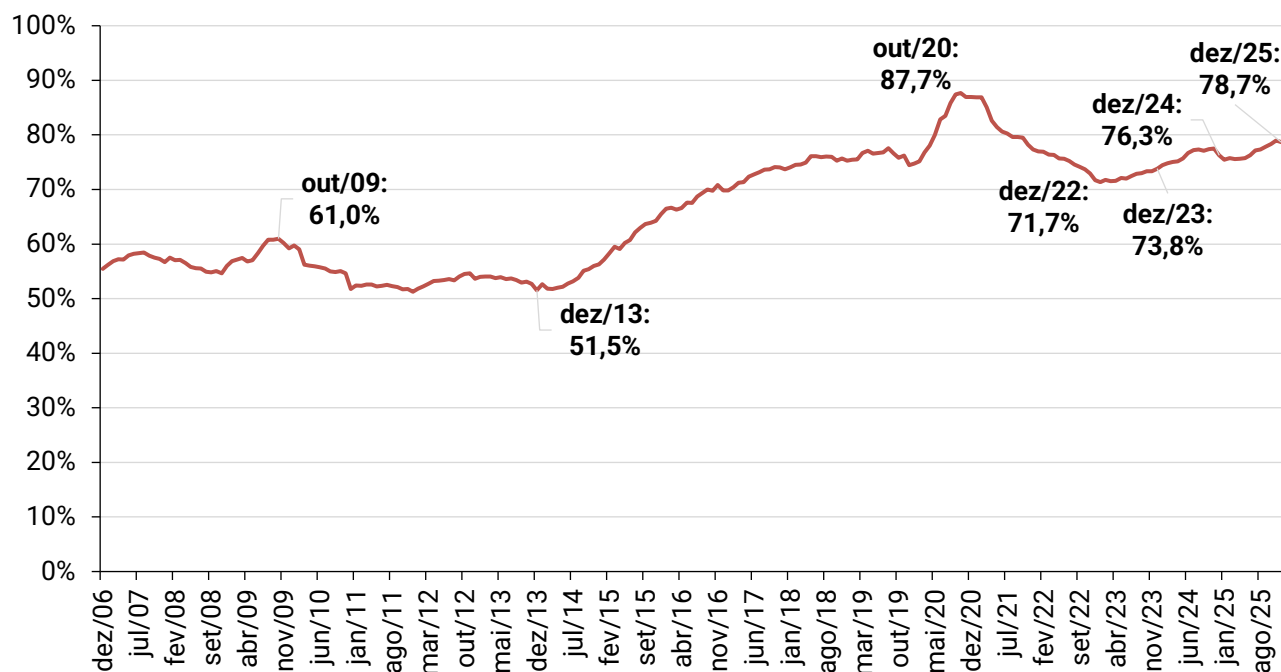
De acordo com o Banco Central, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)⁶ atingiu 78,7% do PIB, em dezembro de 2025, 0,3 p.p. do PIB, inferior ao nível de novembro e 2,4 p.p. do PIB acima de dezembro de 2024 (Gráfico 2). Houve uma relativa estabilidade da dívida bruta⁷ no primeiro semestre do ano passado e um aumento no segundo semestre. Isso ocorreu em razão do comportamento dos fatores condicionantes, principalmente a despesa de juros, que cresceu de 8,0% do PIB, nos 12 meses encerrados em junho, para 8,9% do PIB em dezembro.

⁵ O resultado nominal consiste na soma do resultado primário com a despesa de pagamento de juros.

⁶ 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.

⁷ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/682438/RAF96_JAN2025.pdf.

GRÁFICO 2. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (% DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

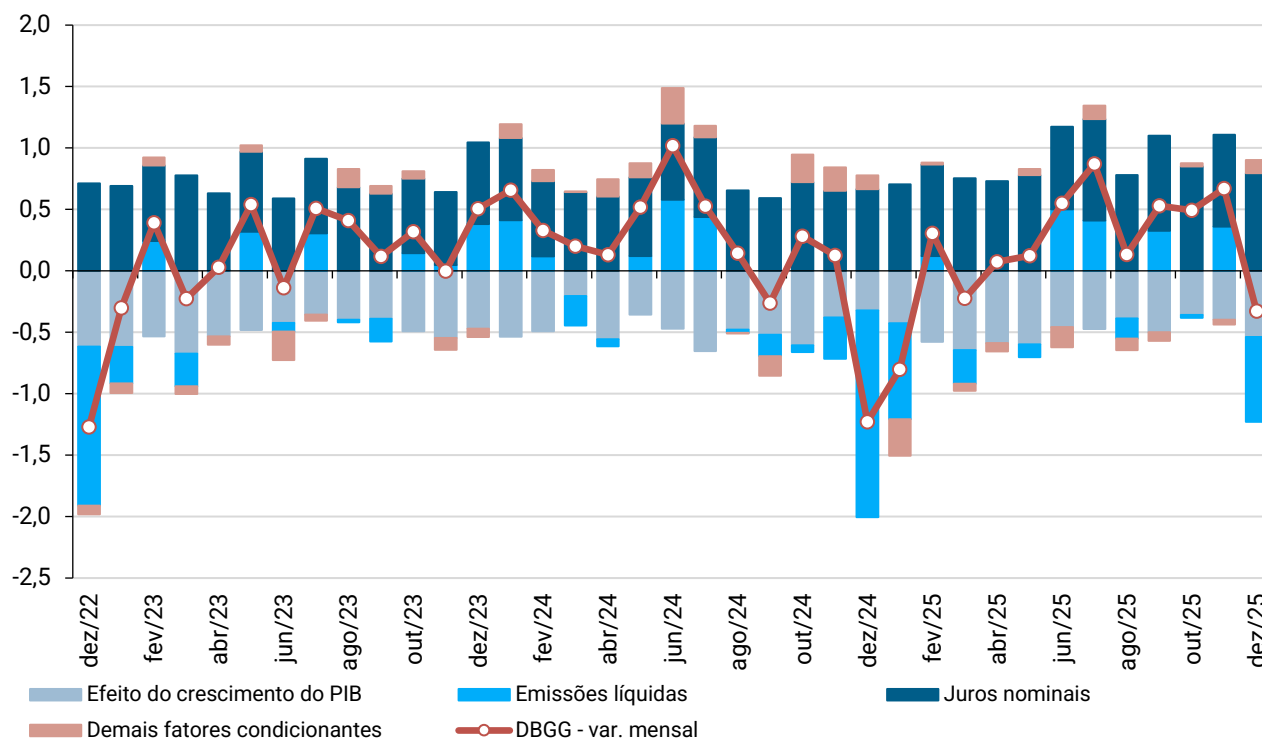
A queda ocorrida na DBGG em dezembro na comparação mensal ocorreu, principalmente, em função na redução das operações compromissadas⁸, que recuaram de 8,9% do PIB, em novembro, para 7,8% do PIB, em dezembro. De acordo com os dados divulgados pelo Banco Central, referentes aos fatores condicionantes da base monetária, foram operações de títulos no mercado secundário que provocaram a redução das operações compromissadas em dezembro, movimento também verificado em novembro.

Por fim, o Gráfico 3 apresenta a evolução mensal recente dos condicionantes da DBGG, em p.p. do PIB. Como mencionado anteriormente, após ter permanecido em níveis relativamente estáveis, a DBGG cresceu no segundo semestre do ano passado em razão do comportamento de alguns fatores condicionantes, em especial, a despesa de juros e as emissões líquidas de dívida.

Com efeito, os dados apresentados pelo Tesouro no já referenciado Relatório Mensal da Dívida (RMD), de dezembro de 2025, mostram montantes relativamente elevados de emissão de títulos (dívida mobiliária), entre agosto e dezembro.

⁸ As operações compromissadas constituem um instrumento de controle da liquidez da economia pelo Banco Central. É por meio desse controle que a autoridade monetária ajusta os juros básicos da economia (Selic) à meta definida nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom).

GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO MENSAL DOS CONDICIONANTES DA DBGG (P.P. DO PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A despesa de juros teve contribuição relevante no aumento da DBGG, em proporção do PIB, no ano passado. No acumulado de 12 meses, o pagamento de juros saltou de 7,5% do PIB, em dezembro de 2024, para 8,9% do PIB, em dezembro de 2025, incremento de 1,4 p.p. do PIB.

O comportamento do PIB nominal compensou, parcialmente, a evolução dos fatores condicionantes da DBGG em 2025. No ano, o impacto do PIB nominal foi negativo em 5,7 p.p. De todo modo, o crescimento do PIB tem sido insuficiente para conter o aumento da relação dívida/PIB nos últimos três anos.

Perspectivas para a taxa Selic

A trajetória prospectiva da Selic assume papel central na estratégia delineada pelo Tesouro no PAF 2026. No momento, a taxa básica encontra-se em 15,00% a.a. Embora o processo de desinflação esteja em curso, a inflação corrente e as expectativas permanecem acima do centro da meta, em um ambiente marcado por incertezas externas e domésticas.

No cenário internacional, persistem riscos associados à condução da política econômica nos Estados Unidos e às condições financeiras globais, com potenciais efeitos sobre fluxos de capitais e prêmios de risco. No plano doméstico, a percepção quanto à trajetória fiscal e à estabilização da dívida pública continua sendo elemento relevante na formação desses prêmios e na manutenção das expectativas de inflação acima da meta.

A ata do Copom de janeiro deste ano⁹ sinalizou a possibilidade de início da flexibilização monetária nas próximas reuniões, condicionada à consolidação do processo desinflacionário e à ancoragem das expectativas. Na pesquisa Focus, a mediana das projeções indica redução da Selic, de 15,00% a.a. em 2025, para 12,13% a.a. em 2026, com convergência gradual para 9,5% a.a. em 2030.

Para analisar os determinantes das decisões da autoridade monetária, estimou-se uma função de reação da política monetária. Nesse arcabouço, a taxa Selic é descrita por uma regra de Taylor¹⁰, que representa a resposta da autoridade monetária aos desvios das expectativas de inflação em relação à meta e ao hiato do produto.

De acordo com essa formulação, a meta para a Selic aumenta quanto maior for a taxa nominal neutra – definida como a taxa real neutra acrescida da meta de inflação – e quanto maiores forem os desvios das expectativas em relação ao centro da meta, bem como o hiato do produto.

Cabe observar que, na versão mais recente do modelo semiestrutural de pequeno porte do Banco Central¹¹, o hiato do produto não integra diretamente a função de reação da política monetária; seu efeito ocorre de forma indireta, por meio do impacto sobre a inflação corrente e as expectativas. Com base nessa estrutura, estimou-se uma regra de Taylor¹² assumindo taxa real neutra de 5,0% a.a., considerada para as projeções do cenário de referência do Banco Central, conforme avaliação no Relatório de Política Monetária de dezembro de 2025¹³, e incorporando a trajetória das expectativas de inflação divulgadas no Boletim Focus.

As simulações históricas reproduzem de forma satisfatória a trajetória observada da Selic entre 2005 e 2024, como se observa no Gráfico 4, conferindo plausibilidade ao uso desse instrumento para fins prospectivos. Ademais, a trajetória projetada na pesquisa Focus mostra-se alinhada à taxa prescrita pela função de reação reestimada pela IFI.

⁹ Banco Central do Brasil. Atas do Comitê de Política Monetária. Disponível em [Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom](https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom)

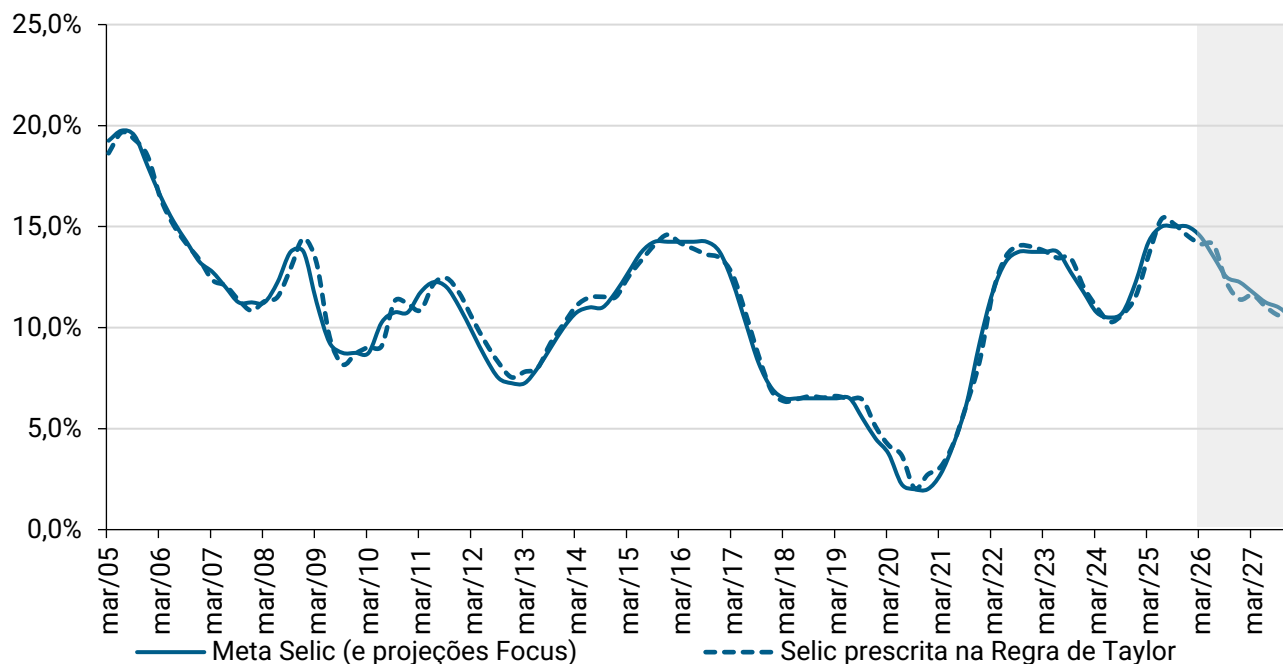
¹⁰ Para descrição conceitual da regra de Taylor, ver Federal Reserve Bank of Atlanta. Taylor Rule Data. Disponível em: <https://www.atlantafed.org/research-and-data/data/taylor-rule#Tab1>

¹¹ Banco Central do Brasil. Relatório de Inflação, junho de 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202406/ri202406b11p.pdf>

¹² A estimação foi realizada com dados trimestrais no período de março de 2005 a setembro de 2025.

¹³ Banco Central do Brasil. Relatório de Política Monetária, dezembro de 2025. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202512/rpm202512p.pdf>

GRÁFICO 4. TAXA SELIC



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

O mesmo exercício permite avaliar a sensibilidade da trajetória prospectiva da Selic a diferentes cenários de expectativas de inflação. Caso as expectativas convergissem para o centro da meta (3,0%), a taxa verificada ao final do ciclo de flexibilização seria próxima de 8,0% a.a., abaixo do patamar implícito no cenário de mercado. Por outro lado, se as expectativas se deslocassem para 4,5% (limite superior da banda), a meta para a Selic convergiria para cerca de 11,0% a.a., configurando trajetória de juros estruturalmente mais elevada.

Assim, a viabilidade da estratégia do Tesouro de reduzir a exposição a títulos pós-fixados depende da redução sustentada da Selic. Esta, por sua vez, está condicionada à ancoragem das expectativas de inflação, influenciada tanto pelo ambiente externo quanto pelo endereçamento dos desequilíbrios fiscais que pressionam a dinâmica da dívida pública.