



Análise das medidas do Tesouro e do BC divulgadas em 09/10

Sérgio Goldenstein

No dia 9 de outubro, o Tesouro Nacional (TN) e o Banco Central anunciaram, numa ação coordenada, medidas relativas ao gerenciamento da dívida pública federal (DPF) e às operações de mercado aberto, respectivamente. A iniciativa busca dar uma resposta ao agravamento dos riscos relativos à DPF, notadamente o aumento das necessidades de financiamento, a concentração das emissões em títulos prefixados de curto prazo (assuntos que abordamos em relatório publicado em 9 de setembro),¹ e a elevação dos deságios das LFT (tema do relatório publicado no dia 1º de outubro).² No entanto, como analisaremos a seguir, enquanto as medidas do Tesouro podem acarretar um alívio temporário no mercado de títulos públicos, as do BC tendem a gerar poucos efeitos.

As medidas do Tesouro Nacional

O TN comunicou, com o objetivo de promover maior flexibilidade para o gerenciamento da DPF, as seguintes alterações no cronograma de leilões para o restante do ano de 2020: i) oferta de LFT com vencimento em março/2022 em substituição ao vencimento março/2023; e ii) oferta, em quatro datas até o fim do ano, de NTN-B com vencimento em maio/2023, em adição às ofertas quinzenais que já vinham sendo feitas de NTN-B mais longas (vencimentos em 2025, 2030, 2040 e 2055).

Cabe destacar que as emissões recentes estavam bastante concentradas em títulos prefixados (LTN) de curto prazo. Desde o fim de 2019, a demanda por LFT caiu fortemente, movimento que coincidiu com o processo de queda da taxa Selic para níveis mínimos históricos. Apesar da redução das ofertas de LFT nos leilões dos últimos meses, o Tesouro não foi bem sucedido em colocar integralmente os lotes, o que é fora do padrão histórico. Enquanto, entre 2017 e 2019, a relação quantidade vendida/quantidade ofertada ficou em 94%, em 2020 declinou para 55%. A participação relativa das LFT nas emissões primárias totais recuou de forma

¹ <https://www.omninvest.com.br/index.php/reports/4768/>

² <https://www.omninvest.com.br/index.php/reports/o-que-esta-acontecendo-no-mercado-de-lft/?action=view>



acentuada nos últimos dois anos (Tabela 1), mas esse processo se intensificou em 2020 e ficou ainda mais crítico a partir de junho, mês em que a taxa Selic foi reduzida de 3,0% para 2,25% (Tabela 2) e, conseqüentemente, a LFT passou a incorporar uma perspectiva de rendimento real negativo ao longo dos próximos trimestres.

Tabela 1 - Participação relativa das LFT nas emissões primárias (em R\$ bilhões)

| | 2018 | 2019 | 2020* |
|----------------------------------|------------|------------|------------|
| Vendas totais títulos | 633,3 | 697,0 | 818,5 |
| Vendas LFT | 312,8 | 262,9 | 152,3 |
| Participação relativa LFT | 49% | 38% | 19% |

* Até 09/10/2020

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

Tabela 2 - Vendas do Tesouro por tipo de título (em R\$ bilhões)

| | Out/19 | Nov/19 | Dez/19 | 2019 | Jan/20 | Fev/20 | Mar/20 | Abr/20 | Mai/20 | Jun/20 | Jul/20 | Ago/20 | Set/20 | Out/20 | 2020 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| Vendas | 57,1 | 52,9 | 27,8 | 697,0 | 61,1 | 40,1 | 18,0 | 35,9 | 84,5 | 99,4 | 153,5 | 111,5 | 153,0 | 61,3 | 818,5 |
| LFT | 21,1 | 22,6 | 4,7 | 262,9 | 14,8 | 4,5 | 4,5 | 16,0 | 35,5 | 23,6 | 30,3 | 14,8 | 6,1 | 2,2 | 152,3 |
| LTN | 25,8 | 22,0 | 16,4 | 290,9 | 30,4 | 21,5 | 8,9 | 17,2 | 39,9 | 61,3 | 103,8 | 85,4 | 130,8 | 55,0 | 554,2 |
| NTN-F | 4,5 | 2,4 | 1,9 | 58,7 | 6,6 | 1,2 | 0,4 | 0,1 | 0,6 | 1,1 | 4,2 | 1,6 | 4,7 | 4,1 | 24,7 |
| NTN-B | 5,7 | 5,8 | 4,9 | 84,5 | 9,4 | 12,9 | 4,3 | 2,6 | 8,5 | 13,4 | 15,2 | 9,7 | 11,4 | 0,0 | 87,4 |
| Participação relativa LFT | 37% | 43% | 17% | 38% | 24% | 11% | 25% | 45% | 42% | 24% | 20% | 13% | 4% | 4% | 19% |
| Participação relativa LTN + NTN-F | 53% | 46% | 65% | 50% | 61% | 57% | 52% | 48% | 48% | 63% | 70% | 78% | 89% | 96% | 71% |
| Participação relativa NTN-B | 10% | 11% | 18% | 12% | 15% | 32% | 24% | 7% | 10% | 14% | 10% | 9% | 7% | 0% | 11% |

* Até 09/10/2020

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

A princípio, o aumento da participação relativa de títulos prefixados poderia ser até saudável, no sentido de propiciar maior previsibilidade no gerenciamento da dívida pública (o custo da dívida para o TN fica predeterminado e imune a eventuais choques futuros da taxa Selic) e aumentar a potência da política monetária (efeito-riqueza, ou seja, a flutuação da riqueza dos agentes econômicos no caso de variações dos juros). Porém, a concentração das emissões em títulos prefixados acarretou os seguintes efeitos: i) pressão sobre a curva de juros, tornando as condições financeiras mais restritivas, o que se somou ao aumento do prêmio de risco devido à deterioração do cenário fiscal; ii) elevação dos prêmios dos títulos prefixados em relação à curva de juros e contaminação dos títulos pós-fixados, pois diversos fundos compram LTN travada com o DI futuro ("LFT sintética") para alocar o caixa; e iii) encurtamento dos prazos de emissão e conseqüente aumento da dívida de curto prazo, visto que as ofertas



passaram a se concentrar nas LTN com vencimento em 2021 (que chegou ao elevado patamar de R\$ 270 bilhões).

Nesse sentido, o Tesouro, ao passar a oferecer LFT e NTN-B de prazos mais curtos, busca reduzir a concentração da emissão em títulos prefixados e os efeitos negativos apontados acima, sendo que o encurtamento do perfil da dívida, no caso de sucesso da nova estratégia, seria menor do que a manutenção da concentração das emissões nas LTN com vencimento em 2021.

As ofertas das NTN-B maio/2023 tendem a ser bem sucedidas. A Tabela 3 mostra os leilões de NTN-B entre junho e setembro de 2020. Nota-se que, dos R\$ 49,8 bilhões emitidos, R\$ 42,7 bi (85,7% do total) foram o do vencimento mais curto oferecido (maio/25). É de se esperar que haja demanda ainda maior pela NTN-B maio/23, que é apenas um pouco mais longa do que o horizonte relevante da política monetária e mais adequada, devido à sua menor *duration*, ao momento atual de maior incerteza e menor apetite a risco. Nos últimos 4 meses, a média mensal de colocação de todas as NTN-B foi de R\$ 12,4 bilhões. Ao se introduzir a NTN-B maio/2023, é provável que ocorra certa “canibalização” do vencimento maio/2025. Um aumento em torno de R\$ 10 bilhões da colocação mensal total de NTN-B, por exemplo, chegando a uma oferta de R\$ 22 bilhões, já significaria um bom resultado, mas ainda insuficiente para aliviar de forma significativa a concentração da emissão em títulos prefixados frente às necessidades de financiamento do Tesouro de cerca de R\$ 130 bilhões mensais.

Tabela 3 - Leilões de NTN-B por vencimento (em R\$ bilhões)

| | Jun/20 | | Jul/20 | | Ago/20 | | Set/20 | | Total (Jun/20 a Set/20) | |
|--------------|-------------|---------------|-------------|---------------|------------|---------------|-------------|---------------|----------------------------|---------------|
| NTN-B 2025 | 11,4 | 85,0% | 13,1 | 86,5% | 8,5 | 87,6% | 9,6 | 84,2% | 42,7 | 85,7% |
| NTN-B 2030 | 1,2 | 9,2% | 1,4 | 9,5% | 0,9 | 8,8% | 1,2 | 10,1% | 4,7 | 9,4% |
| NTN-B 2040 | 0,6 | 4,5% | 0,6 | 3,7% | 0,2 | 1,8% | 0,2 | 1,6% | 1,5 | 3,1% |
| NTN-B 2055 | 0,2 | 1,1% | 0,1 | 0,5% | 0,2 | 1,8% | 0,5 | 4,1% | 0,9 | 1,7% |
| Total | 13,4 | 100,0% | 15,2 | 100,0% | 9,7 | 100,0% | 11,5 | 100,0% | 49,8 | 100,0% |

* Até 09/10/2020

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

Seria a outra medida divulgada pelo Tesouro, o encurtamento do prazo de emissão das LFT de março/23 para março/22, a solução para a retomada consistente das ofertas de títulos pós-fixados? Cabem aqui alguns comentários.



Em primeiro lugar, a redução da demanda por LFT começou a ser observada no final do ano passado, antes do aumento do temor com os riscos fiscais, e foi se intensificando ao longo de 2020, em paralelo com o processo de forte queda da taxa Selic. Vale lembrar que, em situações de crise ou maior volatilidade, as LFT sempre constituíram os títulos do “conforto”. Como são indexadas à taxa *overnight*, não são afetadas por oscilações da curva de juros (risco de mercado). Se o risco de crédito fosse o único limitador da demanda por LFT, como justificar a emissão recorde de títulos públicos, entre julho e setembro, de R\$ 418 bilhões, sendo 79% em títulos prefixados? Não há como se comparar a situação atual com a de 2002, quando havia real temor de *default* da dívida no curto prazo devido ao cenário político, quando a rejeição ocorria com relação ao conjunto de títulos públicos.

Tabela 4 - Detentores de LFT (em R\$ bilhões)

| LFT | | | | | | | | | | | | | |
|--------|-------------------|-------|--------|-------|---------------|------|-------------|-------|-------------|------|--------|------|-------|
| | Inst. Financeiras | | Fundos | | Não-residente | | Previdência | | Seguradoras | | Outros | | Total |
| dez/15 | 145 | 23,2% | 278 | 44,5% | 8 | 1,2% | 129 | 20,6% | 36 | 5,8% | 29 | 4,7% | 626 |
| dez/16 | 213 | 24,5% | 382 | 44,0% | 12 | 1,3% | 177 | 20,4% | 44 | 5,0% | 41 | 4,8% | 868 |
| dez/17 | 266 | 23,9% | 525 | 47,2% | 11 | 1,0% | 203 | 18,2% | 47 | 4,3% | 62 | 5,5% | 1.113 |
| dez/18 | 320 | 23,4% | 646 | 47,1% | 18 | 1,3% | 258 | 18,9% | 48 | 3,5% | 79 | 5,8% | 1.370 |
| dez/19 | 409 | 24,8% | 740 | 44,9% | 18 | 1,1% | 347 | 21,0% | 43 | 2,6% | 92 | 5,6% | 1.649 |
| jan/20 | 415 | 24,9% | 755 | 45,2% | 18 | 1,1% | 346 | 20,7% | 42 | 2,5% | 93 | 5,6% | 1.670 |
| fev/20 | 418 | 24,9% | 755 | 45,0% | 18 | 1,1% | 349 | 20,8% | 44 | 2,6% | 96 | 5,7% | 1.679 |
| mar/20 | 403 | 25,4% | 696 | 43,9% | 14 | 0,9% | 343 | 21,6% | 39 | 2,4% | 91 | 5,7% | 1.585 |
| abr/20 | 415 | 25,8% | 691 | 43,0% | 13 | 0,8% | 356 | 22,1% | 41 | 2,6% | 91 | 5,7% | 1.607 |
| mai/20 | 444 | 26,9% | 705 | 42,8% | 14 | 0,9% | 352 | 21,4% | 41 | 2,5% | 91 | 5,5% | 1.647 |
| jun/20 | 468 | 28,0% | 704 | 42,1% | 15 | 0,9% | 353 | 21,1% | 43 | 2,5% | 91 | 5,5% | 1.674 |
| jul/20 | 483 | 28,3% | 720 | 42,2% | 16 | 1,0% | 348 | 20,4% | 44 | 2,6% | 96 | 5,7% | 1.707 |
| ago/20 | 482 | 28,0% | 754 | 43,7% | 15 | 0,9% | 332 | 19,2% | 46 | 2,7% | 95 | 5,5% | 1.724 |

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

Em segundo lugar, os fundos de investimento e os fundos de previdência, detentores de 51% do estoque da DPFMi no fechamento de agosto, detinham 63% do total de LFT (Tabela 4), mas reduziram o volume desses títulos em R\$ 1,2 bilhão ao longo de 2020, enquanto as instituições financeiras aumentaram suas carteiras de LFT em R\$ 73 bilhões. De acordo com dados da Anbima (Tabela 5), no mesmo período, os fundos de RF sofreram resgates líquidos de R\$ 3,4 bilhões e os fundos de previdência apresentaram captação líquida de R\$ 21,0 bilhões, mas os classificados como Previdência RF experimentaram resgate líquido de R\$ 10,1 bilhões. Ao mesmo tempo, a indústria de fundos captou R\$ 160,3 bilhões, sendo R\$ 62,1 bi em fundos de ações e R\$ 79,1 bi em fundos multimercados, denotando a migração para



classes de fundos mais agressivos e que buscam rentabilidade significativamente superior ao CDI, o que não deixa de ser uma evolução, mas tem como contrapartida uma menor demanda final por LFT.

Tabela 5 - Captação líquida dos fundos de investimento (em R\$ bilhões)

| Fundos de investimento | | | | |
|------------------------------|--------|---------|--------|--|
| Classes ANBIMA | jun-20 | jul-20 | ago-20 | Total Captação Líquida - jan/20 até ago/20 |
| Renda fixa | 36.051 | 42.864 | 45.353 | (3.360) |
| Ações | 1.866 | 6.279 | 5.434 | 62.117 |
| Multimercados | 17.378 | 17.945 | 20.049 | 75.931 |
| Cambial | 304 | (917) | (90) | 1.079 |
| Previdência | 5.134 | 12.761 | 4.051 | 21.021 |
| ETF | (530) | (1.075) | (668) | 3.555 |
| Total fundos de investimento | 60.203 | 77.857 | 74.128 | 160.342 |

Fonte: Elaboração própria com base em dados da Anbima.

Chama atenção a captação líquida recente dos fundos de RF, que totalizou R\$ 124,2 bi entre jun/20 e ago/20, e mais R\$ 21,3 bi em setembro, segundo dados divulgados no dia 07/10 pela Anbima. Alguns analistas consideram a forte captação recente como um indicativo que a baixa taxa Selic não estaria afetando as captações dos fundos de RF. Contudo, uma avaliação mais criteriosa aponta que, do total de R\$ 145,5 bi captados em 4 meses, R\$ 72,5 bi foram em fundos classificados como "Duração Baixa" (objetivam buscar retornos investindo em ativos de renda fixa com *duration* média ponderada da carteira inferior a 21 dias úteis) e R\$ 37,0 bi ocorreram nos "Renda Fixa Indexados" (têm como objetivo seguir as variações de indicadores de referência do mercado de renda fixa, no caso, majoritariamente o IRF-M e o IMA-B). No primeiro caso, são fundos destinados à alocação de caixa de curtíssimo prazo e, portanto, não condizentes com a compra de LFT de médio e longo prazo. No segundo caso, a carteira é composta por títulos prefixados e indexados ao IPCA, respectivamente.

Adicionalmente, a Tabela 6 revela que, no acumulado do ano até agosto, na classe "Renda Fixa", a captação líquida relevante ficou concentrada no segmento "Poder Público", enquanto houve resgates líquidos de R\$ 60,1 bilhões no "Varejo Alta Renda", R\$ 19,4 bilhões no "Private" e R\$ 21,7 bilhões no "Middle Market".



Tabela 6 - Captação Líquida por Classe ANBIMA e Segmento de Investidor
(em R\$ milhões)

| Classe ANBIMA | Corporate | Middle Market | Private | Varejo Alta Renda | Varejo Tradicional | Poder Público | Investidores Não Residentes | Outros | Total |
|---------------|-----------|---------------|---------|-------------------|--------------------|---------------|-----------------------------|---------|---------|
| Renda Fixa | 10.396 | -21.658 | -19.369 | -60.667 | 3.123 | 88.514 | 439 | -4.137 | -3.360 |
| Ações | 382 | 164 | 10.464 | 5.845 | 3.133 | -66 | 368 | 41.828 | 62.117 |
| Multimercados | 30.587 | 249 | 7.524 | 3.771 | 4.207 | 228 | -5.662 | 35.028 | 75.931 |
| Cambial | 555 | 20 | -93 | 278 | 90 | 0 | 0 | 229 | 1.079 |
| Previdência | - | - | 0 | -1 | -36 | - | - | 21.058 | 21.021 |
| ETF | 0 | 0 | -1 | 230 | -3 | 0 | - | 3.329 | 3.555 |
| FIDC | -21.321 | 82 | -487 | -85 | -48 | - | 2.293 | 12.360 | -7.207 |
| FIP | 209 | 8 | 658 | 36 | 563 | 0 | -279 | 5.504 | 6.699 |
| Total | 20.808 | -21.134 | -124 | -50.594 | 11.029 | 88.676 | -2.842 | 114.017 | 159.834 |

* Até 31/08/2020

Fonte: Elaboração própria com base em dados da Anbima.

Por fim, nesse cenário de desinteresse por uma rentabilidade atrelada à taxa *overnight*, as ofertas primárias de LFT, mesmo com lotes bem pequenos, não vêm sendo colocadas integralmente. Nesse sentido, o encurtamento do vencimento para março/22 teria a vantagem de reduzir a oscilação do preço do título em caso de variação do deságio, o que poderia gerar alguma demanda adicional em relação à observada para o vencimento março/23. Contudo, é importante ressaltar que este vencimento vem apresentando, nos últimos meses, demanda inferior aos mais longos. Dos 53,4 bilhões de LFT emitidas entre julho e outubro (até o dia 09/10), R\$ 44,2 bilhões se deram nos vencimentos setembro/26 e março/27 (provavelmente devido à necessidade de cumprimento de prazo médio mínimo por parte dos fundos de investimento), enquanto apenas R\$ 9,2 bilhões foram colocados no vencimento março/2023. Em síntese, se, por um lado, a LFT 2022 teria a vantagem de ser menos sensível às oscilações do deságio, por outro lado, apresenta deságio menos atrativo (pelo fechamento de 09/10 da Anbima, 0,1177%, ante 0,1969% do vencimento março/2023 e 0,2806% do vencimento março/2027) e serve menos para o cumprimento do prazo médio dos fundos. Verifica-se que, aparentemente, o TN e o BC adotaram a premissa que as operações compromissadas do BC estariam limitando a demanda por LFT e, portanto, a restrição do seu volume resultaria em maior apetite pelos títulos pós-fixados de prazo menor. Avaliamos que essa inferência é duvidosa, o que abordaremos a seguir e, dificilmente, o TN será bem-sucedido em emitir lotes significativos de LFT, podendo ter algum sucesso apenas nos leilões iniciais. Como já foi dito pelo Secretário do Tesouro, em entrevista ao Valor



publicada em 24 de setembro,³ “a LFT sempre foi um papel importante de financiamento para o Tesouro. Mas, desde o fim do ano passado, a demanda pela LFT vem diminuindo. Estamos numa situação nova, com a taxa Selic baixa. Nos últimos dois ou três meses, quando o Tesouro aumentou o volume dos leilões, o prêmio da LTN foi abrindo, o que faz sentido.”

As medidas do Banco Central

O BC comunicou que decidiu revisar os montantes e prazos praticados em suas operações compromissadas com títulos públicos federais. Alegou que a medida visa adaptar os instrumentos de atuação do BC no mercado aberto às mudanças nos condicionantes da demanda por liquidez no mercado de reservas bancárias, que tem se concentrado, por questões conjunturais, em instrumentos de curto prazo. Apontou ainda que as medidas se alinham com ações tomadas pelo Tesouro em função da conjuntura.

Uma das medidas é a revisão da frequência, dos prazos e dos montantes dos leilões para a contratação de operações compromissadas com livre movimentação de títulos. Supõe-se, assim, que o prazo das operações será reduzido. A compromissada pré vinha sendo efetuada com prazo de 3 meses e, no comunicado de oferta do BC divulgado em 09/10, o prazo caiu para 2 meses. Do mesmo modo, também deve ocorrer redução de prazo quando for anunciada a compromissada pós, que estava sendo realizada com prazo de 6 meses. Esse encurtamento das operações compromissadas, portanto, parece refletir um diagnóstico do BC que haveria uma concorrência com os títulos mais curtos ofertados pelo Tesouro e esta iniciativa abriria, então, espaço para uma oferta maior de títulos públicos.

Consideramos que reduzir as operações compromissadas pré de 3 para 2 meses não representa alívio relevante para o segmento mais curto da curva de juros, dada a pequena diferença em termos de risco alocado (DV01). Ao mesmo tempo, referenda a estratégia do Tesouro (ao buscar “abrir espaço”) de concentrar suas emissões em títulos prefixados curtos, o que tende a continuar pressionando o segmento entre 6 e 12 meses da curva de juros. Na mesma linha, caso o BC opte por reduzir o prazo das compromissadas pós, indicaria uma tentativa de gerar espaço adicional para a emissão da LFT março/2022. No entanto,

³ <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/09/24/alta-do-juro-de-longo-prazo-e-alerta-sobre-risco-fiscal-diz-tesouro.ghtml>



entendemos que o impacto, se houver, será marginal, pois o doador de recursos pós de 6 meses não ficaria incomodado em passar a doar recursos pelo prazo de 3 meses. A exceção residiria nos fundos de investimento detentores dessas operações com prazo médio de sua carteira pouco acima do limite mínimo. O encurtamento dos vencimentos das operações pós poderia acarretar, na margem, maior demanda por títulos públicos para o cumprimento dos requisitos de prazo médio. Vale lembrar, porém, que o estoque de compromissadas pós (R\$ 98 bilhões no final de agosto) é pequeno frente ao estoque total de R\$ 1,6 trilhão.

O BC anunciou também que, na rolagem da operação compromissada com vencimento em 29/10/2020 (operação que o BC faz para o período entre as reuniões do Copom e, portanto, de prazo em torno de 45 dias), com valor financeiro de retorno estimado em R\$ 981 bilhões, será fixado o limite máximo de R\$ 600 bilhões para o montante total. Na operação realizada em 17/09 (dia seguinte ao Copom), a taxa média foi de 1,91%, apenas 0,01 p.p. acima da taxa Selic efetiva de 1,90%.

Ao limitar a rolagem da operação a R\$ 600 bilhões, parece que há a expectativa que parte dos recursos excedentes migrem para títulos públicos. Não há, contudo, base forte para esta suposição. Cabe ao BC equilibrar o mercado de reservas bancárias. O Copom define a meta para a taxa Selic e o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) atua de forma a equilibrar a demanda por reservas bancárias (dada pelos compulsórios cumpridos por meio de manutenção de um saldo mínimo na conta Reservas Bancárias) com a oferta de reservas bancárias (fatores que afetam a base monetária, como déficit primário, colocações e resgates de títulos públicos e intervenções do BC no mercado de câmbio), de modo que a taxa Selic efetiva (calculada pela média das operações compromissadas *overnight*) fique próxima à sua meta. Não há como o BC deixar empoçar a liquidez ao reduzir o volume da operação compromissada realizada entre reuniões do Copom. Se o fizer, o excesso de liquidez resultaria em uma taxa Selic que tenderia a zero, em desalinhamento com o decidido pelo Copom, visto que seria preferível a uma instituição emprestar os recursos a, por exemplo, 0,1% do que mantê-los sem remuneração na conta Reserva Bancária. A percepção de sobreabundância de liquidez levaria as instituições a entrarem nos leilões informais de recursos do BC (*go-around*) com taxas cada vez menores, de forma a evitar o risco de terem suas propostas recusadas. Numa situação como essa, ocorreria um enorme estresse sobre as LFT e a maioria dos títulos privados (que são indexados ao CDI), pois os prêmios teriam que ser



maiores para cobrir o risco de uma taxa *overnight* que poderia se descolar ainda mais da meta Selic. Dessa forma, o resultado mais provável da limitação da rolagem da operação em R\$ 600 bilhões seria o aumento das operações compromissadas *overnight* do BC, o que está longe de ser um resultado desejável.

O volume de cerca de R\$ 1,6 trilhão em operações compromissadas é a máxima histórica do país. A boa prática recomenda que desequilíbrios estruturais de liquidez sejam neutralizados por meio de operações definitivas (vendas de títulos da carteira do BC no mercado secundário), sobrando às compromissadas o papel de neutralizar desequilíbrios temporários (de curto prazo) de liquidez.⁴ O BC deixou de fazer operações definitivas de venda de títulos há muitos anos, pois o Tesouro via e continua vendo esse instrumento como uma concorrência às suas ofertas primárias. Para não gerar uma concentração de recursos no *overnight*, o BC passou a realizar, desde 2002, operações mais longas para complementar as operações compromissadas de 1 dia, que, mesmo assim, chegaram ao montante de R\$ 561 bilhões em 01/10/2020.

Mas seriam as operações compromissadas a razão para a baixa demanda por LFT? Avaliamos que não. Primeiro, as compromissadas sempre coexistiram com as LFT, títulos, aliás, remunerados justamente pela taxa média das compromissadas de 1 dia (taxa Selic), além de, historicamente, não terem limitado a emissão pelo Tesouro de montantes significativos de títulos pós-fixados. Segundo, o estoque dessas operações saiu de R\$ 932 bilhões no fim de 2019 para R\$ 1,59 trilhão em agosto de 2020. Entretanto, o impacto monetário expansionista do resgate líquido de títulos públicos nesse período foi de apenas R\$ 88 bilhões. O enorme aumento do déficit fiscal (financiado pelo “colchão” de liquidez, reforçado ainda pela transferência do resultado do BC) e a redução dos compulsórios representaram os principais fatores expansionistas da liquidez bancária e, conseqüentemente, das compromissadas. Não se verifica, assim, migração relevante dos títulos públicos para as compromissadas. Na

⁴ https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm. “OMOs can be divided into two types: permanent and temporary. Permanent OMOs involve outright purchases or sales of securities for the System Open Market Account (SOMA), the Federal Reserve’s portfolio. Traditionally, permanent OMOs are used to accommodate the longer-term factors driving the expansion of the Federal Reserve’s balance sheet--primarily the trend growth of currency in circulation. (...) Temporary OMOs are typically used to address reserve needs that are deemed to be transitory in nature. These operations are either repurchase agreements (repos) or reverse repurchase agreements (reverse repos or RRP’s).”



verdade, o aumento da liquidez bancária deveria ter gerado aumento da demanda por títulos públicos. Para ilustrar sob outro prisma, imaginemos que o BC tivesse vendido US\$ 300 bilhões de suas reservas cambiais e, com isso, zerado o excesso de liquidez bancária e o estoque de compromissadas. Isto teria aumentado a demanda por títulos públicos? Terceiro, é correto afirmar que as compromissadas apresentam certas vantagens em relação às LFT, apesar da remuneração semelhante. Além de o risco de crédito de operações com o BC ser menor do que os títulos do Tesouro (no limite, as compromissadas não roladas viram expansão das reservas bancárias), não há o risco de elevação dos deságios como nas LFT e há maior facilidade para o gerenciamento de liquidez por parte dos bancos e fundos. No entanto, estamos muito distantes de risco de insolvência da dívida pública como se observou em 2002 e o estoque de compromissadas é muito acima do necessário para gerenciamento eficiente de liquidez.

Em suma, as operações compromissadas são uma variável dependente dos fatores que afetam a base monetária. Os agentes econômicos não determinam o volume total dessas operações, a não ser que uma rejeição generalizada a qualquer título público leve a um significativo resgate líquido da dívida mobiliária. Mas, ao contrário, as emissões do Tesouro nos últimos meses bateram as máximas históricas. A fraqueza da demanda por LFT não se deve às compromissadas, ativos que sempre coexistiram, lembrando que o estoque de compromissadas é alto há muitos anos, situando-se na casa de R\$ 1 trilhão entre 2015 e 2019, o que não representou impeditivo para emissões expressivas de LFT naqueles anos. A diferença agora é uma taxa Selic muito baixa, que gera uma perspectiva de rendimento real negativo no início do seu carregamento, não condizente com o agravamento do risco fiscal, e insuficiente para propiciar uma rentabilidade nominal positiva em caso de aumento moderado dos seus deságios. Em função de tudo isso, avaliamos que as medidas do Banco Central podem até gerar algum impacto positivo inicial, até porque, certamente, o mercado verá com bons olhos que o Tesouro e o BC começaram a se mexer, mas não deverão gerar impactos relevantes ao longo do tempo.

A elevação recente dos deságios da LFT representa um dos principais riscos a serem monitorados no mercado de dívida pública. O *trigger* foi a elevada emissão de LTN em setembro, o que pressionou os prêmios das LTN “casadas” (“LFT sintéticas”). Mas é razoável presumir que a elevação dos deságios só não ocorreu anteriormente porque o Tesouro



reduziu fortemente a oferta desses títulos. Como os fundos de renda fixa conservadores detêm, em suas carteiras, um volume elevado de LFT, rentabilidades negativas podem acarretar resgates (com migração para instrumentos como CDB, LCI e poupança), o que geraria vendas de LFT no mercado secundário, pressão adicional sobre os deságios e, assim, uma espiral negativa. Caso isso aconteça, a principal medida a ser adotada pelo BC deveria ser a realização de leilões de recompra de LFT, principalmente as de prazo maior, de forma a estabilizar o mercado e conter a dinâmica negativa. O Tesouro deveria se eximir desse tipo de operação, de modo a não consumir o seu caixa.

Conclusão

As medidas do Banco Central e, principalmente, as do Tesouro tendem a gerar algum alívio inicial. Nos últimos dias, notadamente em 09/10, os deságios das LFT devolveram parte do movimento de alta, devido à ação no mercado secundário de alguns bancos e fundos interessados em conter o risco de uma espiral negativa e também pelo fato de os *dealers* primários do TN e do BC talvez já estivessem aguardando a divulgação de medidas. Entretanto, essas iniciativas podem ser vistas como paliativas. A tendência é que o Tesouro continue a concentrar suas emissões em títulos prefixados com vencimento em 2021, mesmo com o provável aumento da oferta da NTN-B 2023, o que aumentaria a dívida de curto prazo e os volumes dos leilões semanais. O espaço para o aumento da oferta de LFT continuará restrito devido à baixa taxa Selic, ao limitar as captações dos fundos de RF, embutir uma expectativa de um rendimento abaixo da inflação e aumentar o risco de uma rentabilidade nominal negativa em caso de elevação moderada do deságio, como acabou acontecendo em setembro. A pequena demanda por LFT não se deve às compromissadas, mas parte do aumento do volume de compromissadas decorre da reduzida demanda por LFT. Considerando a manutenção da taxa básica de juros em patamar reduzido nos próximos meses, as pressões no mercado de títulos públicos apenas seriam contidas de forma consistente com uma melhora da percepção sobre o quadro fiscal, o que estimularia o apetite dos investidores locais e estrangeiros por títulos de prazo mais longo.