

EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA

Sérgio Goldenstein

15/01/2021

No relatório publicado em 09/09/2020,¹ apontamos diversos riscos com relação ao gerenciamento da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), com destaque para o aumento das necessidades de financiamento do governo federal, a concentração das emissões em títulos prefixados (LTN) e a redução dos prazos dos títulos públicos emitidos em leilão. Logo em seguida, esses riscos se intensificaram, resultando na elevação dos prêmios dos títulos públicos e no aumento da dívida de curto prazo. No entanto, o cenário externo se tornou mais favorável a partir de novembro, após as eleições americanas e as notícias sobre as vacinas contra a Covid-19, o que gerou aumento global do apetite por risco e favoreceu a estratégia de emissão do Tesouro Nacional (TN). Com isso, o TN conseguiu recompor o seu caixa ("colchão de liquidez") e, mais recentemente, foi bem sucedido em colocar volumes maiores de títulos públicos de prazo mais longo. Analisaremos, a seguir, os principais riscos à luz das emissões realizadas em novembro e dezembro de 2020.

1 - Aumento das necessidades de financiamento do governo federal

Os principais fatores determinantes das necessidades de financiamento são os vencimentos da dívida pública federal e o resultado fiscal primário. O total de resgates da DPMFi em 2020 foi de 876 bilhões, enquanto o déficit fiscal superou R\$ 700 bilhões. Contudo, o Tesouro, mesmo aumentando significativamente o volume de emissões no 2º semestre do ano, fez uma colocação de R\$ 1,26 trilhão, inferior, portanto, à soma dos resgates e do déficit. Para tal, utilizou os recursos da Conta Única ("colchão de liquidez"), que foram reforçados pela transferência de R\$ 325 bilhões do resultado cambial do Banco Central. A contrapartida foi o aumento do estoque de operações compromissadas por parte do BC (o que se reflete no aumento da dívida bruta), cujo estoque no fechamento do ano era de cerca de R\$ 1,3 trilhão, ante R\$ 0,9 trilhão no fim de 2019.

¹ [Riscos para o Refinanciamento da Dívida Pública - OHMRESEARCH](#)

De qualquer forma, o TN foi bem sucedido em aumentar o volume de emissões no 2º semestre de 2020. Conforme apresentado na Tabela 1, as emissões brutas nesse período totalizaram R\$ 925 bilhões, volume bem superior à emissão de R\$ 320 bilhões no mesmo período de 2019. Para tal, teve que encurtar o prazo de emissão de títulos públicos. Da emissão de R\$ 1,26 trilhão em 2020, R\$ 417 bilhões (30%) foram com vencimento em 2021, o que se traduziu no aumento da dívida de curto prazo e da necessidade de refinanciamento. A boa notícia é que o Tesouro se aproveitou do cenário externo favorável e promoveu, em novembro e dezembro de 2020, uma expressiva emissão líquida de títulos.

Tabela 1 - Emissões e resgates da DPMFi (em R\$ bilhões)

	Jan/20	Fev/20	Mar/20	Abr/20	Mai/20	Jun/20	Jul/20	Ago/20	Set/20	Out/20	Nov/20	Dez/20	2020
I - EMISSÕES	61	40	18	36	84	99	153	112	153	170	155	182	1264
LFT	15	5	4	16	35	24	30	15	6	16	18	38	222
LTN	30	21	9	17	40	61	104	85	131	122	96	89	807
NTN-B	9	13	4	3	9	13	15	10	11	24	30	47	189
NTN-F	7	1	0	0	1	1	4	2	5	8	10	8	47
II - RESGATES	116	19	140	119	11	1	208	78	72	94	15	2	876
LFT	0	0	103	0	0	0	0	0	72	0	0	0	175
LTN	91	0	1	117	0	0	182	0	0	92	0	0	483
NTN-B	0	17	27	0	11	0	0	78	0	0	14	0	147
NTN-F	22	0	0	0	0	0	22	0	0	0	0	0	44
Demais	3	1	8	3	0	1	4	0	0	2	1	2	41
III - EMISSÃO LÍQUIDA (I-II)	-55	21	-122	-83	73	99	-55	33	81	76	140	180	389

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

* Não considera emissões diretas, operações de troca, Tesouro Direto e cancelamentos, dado que não geram impacto financeiro ou o impacto é irrelevante.

Entre janeiro e julho, o resgate líquido de títulos havia alcançado R\$ 121 bilhões, o que, somado ao déficit fiscal do período, havia reduzido bastante o “colchão de liquidez” do Tesouro e gerou temores no mercado com respeito à sua estratégia de gerenciamento da dívida pública (encurtamento do perfil, excessiva concentração em títulos prefixados e eventual necessidade de passar a ter que se financiar a qualquer preço).

Posteriormente, o caixa do TN foi reforçado pela transferência de resultado do BC e por emissões líquidas de títulos. Entre agosto e outubro, a colocação líquida atingiu R\$ 190 bilhões, mas, da emissão bruta de R\$ 435 bilhões, nada menos do que R\$ 241 bilhões (55%) foram de títulos prefixados de curto prazo (LTN com vencimento em 2021).

Já no último bimestre de 2020, a emissão bruta apresentou volume recorde de R\$ 337 bilhões. Em função do reduzido volume de vencimentos do período, a emissão líquida alcançou o valor bastante expressivo de R\$ 320 bilhões. Isso gerou um reforço considerável para o caixa do Tesouro. Segundo dados oficiais da instituição,² o montante do “colchão de liquidez” (classificado como “Recursos da Dívida Pública”) era de R\$ 768 bilhões em novembro, ao que pode ser somado o montante de R\$ 61 bilhões relativo aos recursos não vinculados. Ao incluirmos a emissão líquida de dezembro e deduzirmos a estimativa de déficit fiscal no mês, pode-se inferir que o caixa no fechamento de 2020 era superior a R\$ 900 bilhões, volume superior aos vencimentos de aproximadamente R\$ 760 bilhões da DPMFi no 1º semestre de 2021. **Está afastado, no curto prazo, qualquer risco de insolvência, que já era pequeno.**

A Tabela 2 mostra os vencimentos mensais ao longo de 2021. No final de 2020, o volume era de cerca de R\$ 1,34 trilhão para o ano. Note-se a grande elevação dos vencimentos em relação a 2020, cerca de R\$ 460 bilhões, decorrente do aumento do déficit fiscal e do encurtamento da dívida mobiliária. Como, no dia 14/01/21, o Tesouro voltou a emitir LTN com maturidade em outubro de 2021, os vencimentos serão ainda maiores.

Tabela 2 - Cronograma de vencimentos para 2021 da DPMFi (em R\$ bilhões)

Mês de Vencimento	LTN / NTN-F	LFT	NTN-B	Demais	TOTAL
jan/21	122	0	0	4	126
fev/21	0	0	16	0	16
mar/21	0	184	0	0	184
abr/21	302	0	0	42	345
mai/21	0	0	86	0	86
jun/21	0	0	0	0	0
jul/21	100	0	0	4	104
ago/21	0	0	15	0	16
set/21	0	229	0	0	229
out/21	216	0	0	1	217
nov/21	0	0	11	1	12
dez/21	0	0	0	1	1
Ano	741	413	128	53	1336

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

* Considera os leilões realizados até dez/20. Em 04/01/2021, venceram R\$ 123 bi em títulos prefixados.

² https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICA, p. 39.



Naturalmente, não seria saudável que o TN voltasse a consumir o seu “colchão de liquidez”, lembrando que a transferência de um eventual “lucro cambial” do Banco Central representaria recorrer novamente a uma exceção da Lei 13.820, que busca, em consonância com a Constituição, vedar o financiamento do BC ao Tesouro. Supondo que o TN opte por deixar o seu caixa constante, que o déficit fiscal seja igual à meta de R\$ 247 bilhões e que 100% do déficit seja financiado via emissão de dívida mobiliária, a necessidade de financiamento seria de R\$ 1,58 trilhão, o que representaria emissões médias mensais de títulos de R\$ 132 bilhões, ante R\$ 105 bilhões em 2020. No caso que o Tesouro consumisse R\$ 300 bilhões de seu “colchão de liquidez”, a média mensal seria semelhante à de 2020, que já foi bastante elevada. À medida que o Tesouro continue emitindo títulos com vencimento em 2021, esses números aumentariam.

2 – Concentração das emissões em títulos prefixados

O Tesouro, além de encurtar suas emissões, teve que concentrá-las em títulos prefixados (LTN). A redução da demanda por títulos pós-fixados indexados à taxa overnight (LFT) passou a se manifestar desde o final de 2019, processo que coincidiu com a trajetória de queda da taxa Selic e culminou em juros reais negativos para os detentores desses títulos. A Tabela 3 revela a participação relativa nas emissões por tipo de título. Em 2020, as LFT constituíram apenas 18% das emissões totais, ante 38% em 2019, enquanto os títulos prefixados passaram de 50% em 2019 para 67% em 2020.

Tabela 3 - Vendas do TN por tipo de título (em R\$ bilhões)

	2019	Jan/20	Fev/20	Mar/20	Abr/20	Mai/20	Jun/20	Jul/20	Ago/20	Set/20	Out/20	Nov/20	Dez/20	2020
Vendas	697	61,1	40,1	18,0	35,9	84,5	99,4	153,5	111,5	153,1	170,5	154,9	181,8	1264
LFT	263	14,8	4,5	4,5	16,0	35,5	23,6	30,3	14,8	6,2	16,1	18,4	37,7	222
LTN	291	30,4	21,5	8,9	17,2	39,9	61,3	103,8	85,4	130,8	121,8	96,1	89,3	807
NTN-F	59	6,6	1,2	0,4	0,1	0,6	1,1	4,2	1,6	4,7	8,4	10,1	7,7	47
NTN-B	84	9,4	12,9	4,3	2,6	8,5	13,4	15,2	9,7	11,5	24,1	30,4	47,1	189
Participação relativa LFT	38%	24%	11%	25%	45%	42%	24%	20%	13%	4%	9%	12%	21%	18%
Participação relativa LTN + NTN-F	50%	61%	57%	52%	48%	48%	63%	70%	78%	89%	76%	69%	53%	67%
Participação relativa NTN-B	12%	15%	32%	24%	7%	10%	14%	10%	9%	7%	14%	20%	26%	15%

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

Entre julho e novembro de 2020 os títulos prefixados (LTN + NTN-F) representaram entre 69% e 89% das emissões totais de cada mês, o que gerou fator adicional de pressão sobre a curva de juros, mas, em dezembro, o percentual caiu para 59%. Nesse mês, o Tesouro conseguiu aumentar o volume emitido de LFT, mas não significativamente. A participação relativa foi de 21%, contra média anual de 18%. Aparentemente, a leve melhora na demanda pode ser reflexo do vencimento de R\$ 184 bilhões de LFT que ocorrerá em 01/03/2021, com alguns fundos de investimento antecipando a rolagem.

O maior avanço ocorreu nas emissões de NTN-B. Em relatório publicado em 13/10/2020,³ avaliamos que a oferta de NTN-B com vencimento mais curto (maio/2023) do que as oferecidas até então tendia a ser bem sucedida. De acordo com a Tabela 3, do volume de R\$ 189 bilhões de NTN-B colocadas em 2020, R\$ 102 bilhões (54%) ocorreram no 4º trimestre, com destaque para o expressivo volume de R\$ 47 bilhões em dezembro. Além do encurtamento de prazo, a demanda foi favorecida pela melhora do carregamento dos títulos (decorrente do aumento da inflação corrente), utilização para a estruturação de operações de compra de inflação implícita e alternativa de alocação com risco menor em relação aos títulos prefixados. Por outro lado, o volume colocado de títulos de longo prazo permaneceu irrisório (Tabela 4).

Tabela 4 - Vendas de NTN-B (em R\$ bilhões)

	Jun/20		Jul/20		Ago/20		Set/20		Out/20		Nov/20		Dez/20	
NTN-B 2023	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	13,8	57,3%	19,2	63,3%	41,9	88,9%
NTN-B 2025	11,4	85,0%	13,1	86,5%	8,5	87,6%	9,6	84,2%	8,1	33,6%	7,4	24,3%	2,7	5,7%
NTN-B 2030	1,2	9,2%	1,4	9,5%	0,9	8,8%	1,2	10,1%	1,3	5,3%	2,9	9,7%	2,0	4,2%
NTN-B 2040	0,6	4,5%	0,6	3,7%	0,2	1,8%	0,2	1,6%	0,1	0,3%	0,1	0,2%	0,1	0,1%
NTN-B 2055	0,2	1,1%	0,1	0,5%	0,2	1,8%	0,5	4,1%	0,8	3,5%	0,8	2,6%	0,5	1,0%
Total	13,4	100,0%	15,2	100,0%	9,7	100,0%	11,5	100,0%	24,1	100,0%	30,4	100,0%	47,1	100,0%

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

3 – Redução dos prazos dos títulos emitidos em leilão

A combinação de uma taxa Selic muito baixa e um ambiente de deterioração do cenário fiscal acentuou a inclinação da curva de juro doméstica. Restou ao Tesouro concentrar suas emissões em títulos prefixados com vencimento em 2021, na contramão da diretriz de alongar o prazo médio e reduzir a concentração de vencimentos no curto prazo.

³ [Análise das medidas do Tesouro e do BC divulgadas em 09/10 - OHMRESEARCH](#)

O cenário, ao longo de 2020, foi de fraca demanda por LFT e reduzido interesse dos investidores estrangeiros por títulos prefixados de longo prazo (detentores de 43% do estoque de NTN-F, apesar de deterem apenas 9,5% do estoque da DPMFi). Ao mesmo tempo, o Tesouro não queria sancionar o prêmio de risco embutido nos segmentos intermediário e longo da curva de juros.

Assim, o prazo médio das emissões começou a declinar de forma expressiva a partir de abril de 2020 (Tabela 5). No entanto, com o aumento do apetite a risco nos últimos dois meses do ano, o prazo médio voltou a subir, apesar de ainda se situar abaixo da média dos últimos anos. No mês de dezembro, em particular, a emissão de R\$ 29 bilhões de LFT com vencimento em 2027 contribuiu para o alongamento. Resta saber se essa tendência continuará ou se refletiu uma demanda pontual. Nesse momento, o aumento da emissão de LFT de longo prazo, caso se verifique demanda, seria o melhor instrumento para o alongamento da dívida pública, tendo em vista a reduzida demanda por NTN-F e NTN-B de longo prazo e a acentuada inclinação da curva de juros, o que aumenta o custo de emissão.

Tabela 5 - Prazo médio das emissões da DPMFi em ofertas públicas (em anos)

	LTN/NTN-F	LFT	NTN-B	TOTAL
dez/17	2,3	5,7	7,9	4,0
dez/18	2,3	6,1	10,4	4,8
dez/19	2,6	6,0	7,3	4,1
jan/20	3,6	6,0	7,1	4,7
fev/20	2,8	5,9	6,9	4,6
mar/20	2,6	5,4	10,9	5,5
abr/20	2,0	5,0	8,7	3,9
mai/20	1,9	4,8	6,1	3,6
jun/20	1,8	4,5	5,6	3,0
jul/20	2,1	5,4	5,9	3,1
ago/20	1,4	5,4	5,5	2,4
set/20	1,6	5,6	5,4	2,1
out/20	1,5	4,3	3,9	2,1
nov/20	1,8	2,8	4,3	2,5
dez/20*	2,3	4,9	2,8	3,0

Fonte: Elaboração própria com base em dados da STN.

* Dados de dezembro foram estimados pelo autor.



Na análise da DPFMi, um dos fatores que gera maior preocupação é o aumento da dívida de curto prazo (títulos que vencem nos próximos 12 meses), dada a sua relação direta com o maior risco de refinanciamento. Segundo a Tabela 6, os vencimentos nos próximos 12 meses somavam R\$ 1,34 trilhão no final de dezembro, equivalente a cerca de 28% da dívida total e superior aos anos anteriores. O Plano Anual de Financiamento (PAF) original previa um intervalo entre 20% e 23% no final de 2020, enquanto o PAF revisado, anunciado em 28/09/2020, estimava um intervalo entre 24% e 28%.

Tabela 6 - Vencimentos da DPMFi nos próximos 12 meses (em R\$ bilhões)

	Até 1 ano		Total
	Saldo	%	Saldo
dez/17	594	17,3%	3.436
dez/18	620	16,6%	3.729
dez/19	783	19,2%	4.083
jan/20	789	19,4%	4.058
fev/20	792	19,3%	4.100
mar/20	875	21,8%	4.007
abr/20	862	21,9%	3.944
mai/20	954	23,7%	4.033
jun/20	988	23,8%	4.151
jul/20	926	22,5%	4.118
ago/20	920	22,5%	4.174
set/20	1.142	26,7%	4.281
out/20	1.242	28,3%	4.387
nov/20	1.311	28,8%	4.553
dez/20*	1.334	28,0%	4.763

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCB.

* Dados de dezembro foram estimados pelo autor.

Porém, em dezembro, houve diminuição do volume de dívida emitida com vencimento em 2021. Esse indicativo positivo ficou em linha com outros números do final de 2020 que deram um bom sinal, como o aumento do caixa do Tesouro e a redução da concentração das emissões em títulos prefixados. Entre agosto e novembro, dos R\$ 590 bilhões de títulos emitidos, R\$ 304 bilhões (51%) vencem em 2021. Já em dezembro esse percentual caiu para apenas 14% do colocado no mês.

Conclusão

É praticamente consensual entre os analistas que o agravamento do cenário fiscal representa o principal risco no cenário macroeconômico do país. O exame dos indicadores da dívida pública (em particular da dívida mobiliária) e do seu gerenciamento permite uma avaliação mais criteriosa do balanço de riscos.

Em 2020, observou-se deterioração do perfil da DPMFi, para a qual contribuíram, além do agravamento do quadro fiscal do país, a redução bastante acentuada da taxa Selic. A LFT perdeu sua principal atratividade (baixo risco) em momentos de maior incerteza, pois o comprador do papel já inicia o carregamento do título com expectativa de retorno real negativo durante um bom tempo. O Tesouro passou a concentrar suas emissões em títulos prefixados de curto prazo, o que, em conjunto com o aumento do déficit fiscal, acarreta elevação das necessidades de financiamento.

Por seu turno, esse panorama aperta as condições financeiras, reduzindo a eficácia da política monetária, com o prêmio de risco da curva de juros sendo pressionado pelo quadro fiscal, piora do perfil da dívida e aumento dos volumes dos leilões semanais do Tesouro. Além disso, há impactos sobre a política monetária, percepção de risco-país, mercado de câmbio e mercados secundários da dívida pública e privada.

Apesar da deterioração dos indicadores da dívida mobiliária ao longo de 2020, os meses de novembro e, principalmente, dezembro apresentaram bom sinais. A melhora do cenário externo propiciou aumento do apetite a risco, o que favoreceu a estratégia de emissão do Tesouro. O principal destaque foi a recomposição de seu caixa, o que permite enfrentar com relativa tranquilidade os pesados vencimentos do 1º semestre de 2021. Essa “gordura” adquirida, entretanto, representa um cenário mais calmo apenas no curto prazo para o gerenciamento da dívida. Os desafios fiscais do país permanecem imensos e, até o momento, estão paralisadas a agenda de reformas e de medidas voltadas para o equilíbrio fiscal no médio e longo prazo. Com uma dívida bruta próxima a 90% do PIB, uma das maiores dentre os países emergentes, não há espaço para piora do quadro fiscal ou procrastinação, o que levaria a um novo retrocesso do perfil da dívida mobiliária. O cenário é binário, o que recomenda cautela para os investidores.

