



TESOURO NACIONAL

**2020**  
**RAD**

Divulgado em  
27/01/2021

Ministério da Economia  
Secretaria Especial de Fazenda  
Secretaria do Tesouro Nacional

# Relatório Anual da **Dívida Pública Federal**

Brasil destaca-se internacionalmente na geração de energia por meio de fontes renováveis

**Ministro da Economia**

Paulo Roberto Nunes Guedes

**Secretário Executivo do Ministério da Economia**

Marcelo Pacheco dos Guaranys

**Secretário Especial de Fazenda**

Waldery Rodrigues Júnior

**Secretário do Tesouro Nacional**

Bruno Funchal

**Secretário Adjunto**

Otavio Ladeira de Medeiros

**Subsecretário(a)s**

Adriano Pereira de Paula

Gildenora Batista Dantas Milhomem

José Franco Medeiros de Moraes

Pedro Jucá Maciel

Pricilla Maria Santana

Waldeir Machado da Silva

**Subsecretário da Dívida Pública**

José Franco Medeiros de Moraes

**Coordenador-Geral de Operações da Dívida Pública**

Luis Felipe Vital Nunes Pereira

**Coordenador-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública**

Luiz Fernando Alves

**Coordenadora-Geral de Controle e Pagamento da Dívida Pública**

Márcia Fernanda de Oliveira Tapajós

**Equipe Técnica**

Amanda Giordani Pereira

Ana Carolina Kanemaru Fetter

André Duarte Veras

Andresa Costa Biason

Cinthia de Fatima Rocha

Cláudio Araujo de Freitas Gago

Daniel Cardoso Leal

Diogo Martins Esteves

Diogo Osti Coscrato

Eduardo Henrique Leitner

Emerson Luiz Gazzoli

Fabio dos Santos Barbosa

Felipe Duarte Gonçalves dos Santos

Felipe Marinho da Rocha

Flávia Fontoura Valle May

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Guilherme Barbosa Pelegrini

Gustavo Matte Russomano

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Helano Borges Dias

Hélio Henrique Fonseca Miranda

Jose Reynaldo de Oliveira Júnior

Josiane Kuhnen da Silva Almeida

Leandro de Lima Galvao

Lena Oliveira de Carvalho

Leonardo Martins Canuto Rocha

Luiz Paulo da Silva Lima

Marcelo Rocha Vitorino

Marcelo Rodrigues Calil

Márcio Rodrigo Vieira de Araújo

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrão de Lamonica Freire

Nathália Filgueiras de Almeida\*

Nucilene Lima de Freitas Franca

Paulo de Oliveira Leitão Neto

Paulo Ernesto Monteiro Gomes

Paulo Moreira Marques\*

Petronio de Oliveira Castanheira

Plínio Portela de Oliveira

Poliana de Carvalho Pereira

Rafael Mesquita Camargo

Rodrigo Sampaio Marques

Rosa Isabel Cavalcanti

Ruth Lacerda Benfica

Victor Valdivino Caetano de Almeida

Vinicius Pinto de Menezes

*\* Coordenação Técnica*

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2020.

1/Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2020, número 18.

1. Dívida Pública Federal 2. Relatório Anual da Dívida Pública Federal 3. Gerenciamento da Dívida Pública 4. Planejamento 5. Estratégia  
I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título**Informações****Telefone:** (061) 3412-3188**E-mail:** [ascom@tesouro.gov.br](mailto:ascom@tesouro.gov.br)**Disponível em:** [gov.br/tesouronacional](http://gov.br/tesouronacional)**Dívida Pública Federal:** *O Relatório Anual é uma publicação da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.***Arte**

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Projeto Gráfico e Diagramação - Viviane Barros, Hugo Pullen

**Última alteração:** 27/01/2020

# Sumário

■	Mensagem do Tesouro Nacional	4
<b>1</b>	<b>Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2020</b>	<b>5</b>
	1.1 Contexto Macroeconômico	5
	1.2 Mercado Financeiro em 2020	6
<b>2</b>	<b>Estratégia de Financiamento em 2020</b>	<b>9</b>
	2.1 Necessidade de financiamento	9
	2.2 Execução da estratégia	11
	<i>Dívida Interna</i>	11
	<i>Dívida Externa</i>	14
<b>3</b>	<b>Resultados Alcançados</b>	<b>16</b>
	3.1 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos	16
	<i>Revisão do Plano Anual de Financiamento 2020</i>	16
	<i>Estoque</i>	17
	<i>Composição da DPF e risco de mercado</i>	17
	<i>Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento</i>	19
	<i>Custo da Dívida Pública</i>	20
	3.2 Base de Investidores	21
	3.3 Tesouro Direto	23
	3.4 Sistema de Dealers e Mercado Secundário de Títulos	24
<b>4</b>	<b>Garantias</b>	<b>26</b>
<b>5</b>	<b>Conclusão</b>	<b>29</b>

A Secretaria do Tesouro Nacional, em seu esforço contínuo de aprimorar a comunicação com a sociedade brasileira, apresenta a 18ª edição do Relatório Anual da Dívida – RAD. Este documento traz um resumo do desempenho da Dívida Pública Federal – DPF, à luz das diretrizes e expectativas delineadas no Plano Anual de Financiamento – PAF de 2020.

A pandemia de COVID-19 e seus desdobramentos na economia global adicionaram desafios ao cenário macroeconômico e financeiro esperado para 2020. Em particular, o combate à pandemia ampliou consideravelmente os gastos públicos, aumentando a necessidade de financiamento do Governo Federal. Neste contexto, o Tesouro atuou de forma a garantir os recursos necessários para o pagamento das despesas extraordinárias, respeitando as condições de mercado e utilizando disponibilidades de caixa acumuladas nos últimos anos, o que ensejou, em agosto de 2020, a revisão dos limites de referência estabelecidos no PAF 2020 para os indicadores da DPF.

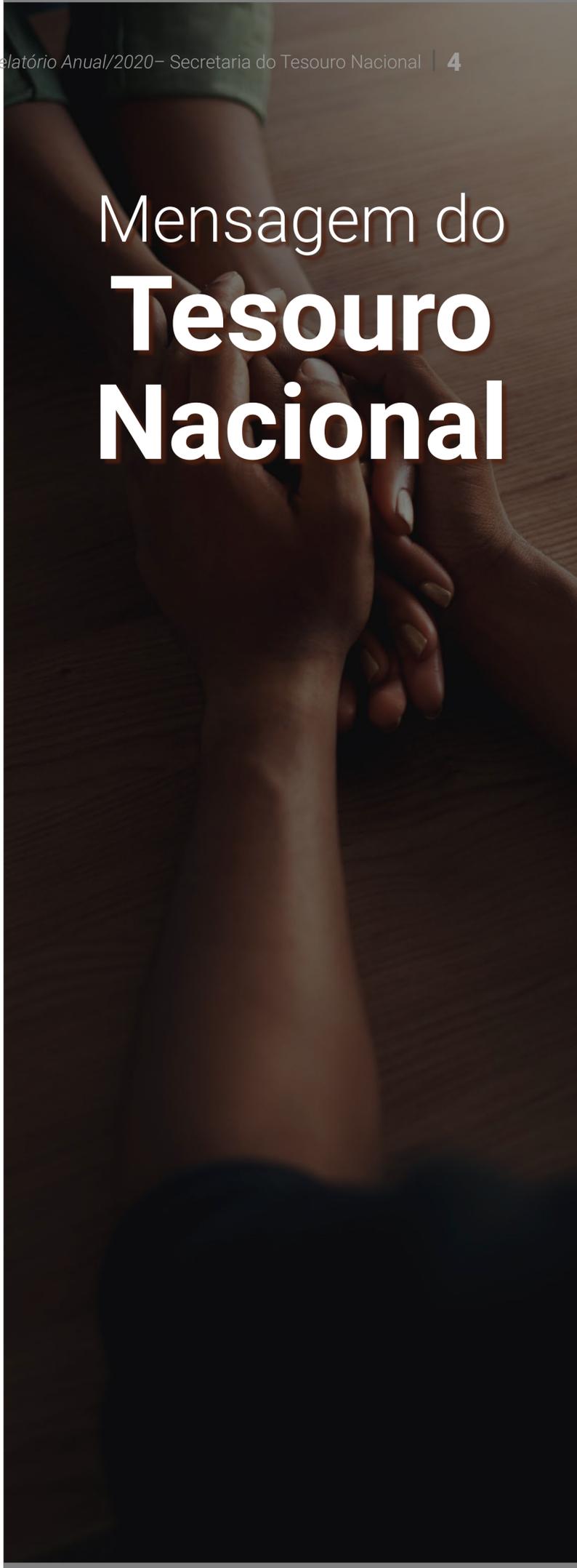
O aumento do nível de endividamento, uma realidade para as principais economias do mundo afetadas pela pandemia, implicou mudanças no perfil tanto do estoque quanto das emissões de títulos públicos ao longo do ano, o que aumentou a exposição da dívida aos ciclos monetários. Em particular, houve redução dos prazos dos títulos públicos ofertados pelo Tesouro Nacional, resultando em maior concentração de dívida a vencer no curto prazo.

A DPF, contudo, mantém-se predominantemente doméstica, com uma pequena parcela de dívida externa, e uma base diversificada de investidores. Além disso, o cenário doméstico de expectativas de inflação ancoradas, permitindo a manutenção da taxa Selic no menor nível histórico, tem favorecido a dinâmica decrescente dos indicadores de custo da dívida, que atingiram os menores valores da série histórica ao longo de 2020.

Outro elemento importante em um contexto de aumento da necessidade de financiamento foi a manutenção pelo Tesouro Nacional de uma reserva de liquidez que proporciona graus de liberdade na gestão da dívida para atuação em situações adversas.

A reversão no perfil de endividamento visando maior alongamento dos prazos da dívida é desejável nos próximos anos. Mas, o alcance desse objetivo passa por esforços de consolidação fiscal e pela agenda em favor de ganhos de produtividade do país, como forma de proporcionar a redução da dívida/PIB, favorecendo a preservação de condições benignas aos indicadores de custo da dívida.

Durante a pandemia, o Tesouro Nacional demonstrou que possui os instrumentos adequados para atendimento de suas necessidades de caixa e gestão da dívida, permitindo adaptar as colocações de títulos públicos às condições de mercado e à diversidade de sua base de investidores. Olhando para o futuro, contudo, é importante abrir caminhos para uma trajetória de redução da dívida. Nesta direção, o compromisso com a responsabilidade fiscal e a agenda de reformas se mostra essencial não apenas para assegurar um menor endividamento, mas também para que se alcance uma composição de dívida mais balanceada do ponto de vista de custo e risco.



# Mensagem do Tesouro Nacional

## 1

Contexto

# Macroeconômico e Financeiro em 2020

Brasil destaca-se internacionalmente na geração de energia por meio de fontes renováveis

## 1.1 Contexto Macroeconômico

O ano de 2020 foi marcado pela pandemia de COVID-19, que teve impactos sem precedentes na economia global. A adoção de medidas de isolamento em diversos países provocou choques sobre a atividade econômica e no mercado de trabalho.

A ampla adoção de medidas de estímulo fiscal, monetário e regulatório para a proteção da renda das famílias, do fluxo de crédito para as empresas e de provisão de liquidez nas economias preveniu a ampliação do choque por meio do mercado financeiro e um movimento amplo de falências, preservando as condições para a retomada, já iniciada na maioria dos países.

No Brasil, assim como nas grandes economias desenvolvidas, as taxas básicas de juros atingiram as mínimas históricas, acompanhando as medidas de estímulo monetário. Do lado fiscal, as medidas de suporte à renda das famílias e ao emprego provocaram forte aumento do endividamento público.

No início do ano, as expectativas de mercado apontavam para crescimento no Brasil em torno de 2,3% em 2020, cenário que se reverteu para queda de -4,5% do PIB real, após expressivo recuo da atividade nos primeiros dois trimestres do ano<sup>1</sup>. A economia passou a mostrar recuperação a partir de junho, amparada na flexibilização gradual das restrições à mobilidade e ao funcionamento das atividades econômicas<sup>2</sup>.

O cenário para a inflação manteve-se confortável durante a maior parte do ano, acompanhando o enfraquecimento da demanda agregada, a forte desaceleração global e, principalmente, fatores específicos da crise, como a redução da demanda por serviços. Apesar disso, devido, principalmente, a um forte aumento dos preços dos alimentos nos últimos meses de 2020, o IPCA atingiu 4,52% em 2020, patamar mais alto que o observado em 2019 (4,31%) e acima da meta de inflação estipulada para o ano (4,0%).

<sup>1</sup> O PIB do Brasil teve queda de 1,5% no primeiro trimestre do ano e de 9,6% no segundo trimestre, sendo este último resultado a pior retração da história, segundo estimativas do PIB trimestral do Brasil desde 1980. Já no terceiro trimestre, a economia mostrou recuperação, com crescimento de 7,7%.

<sup>2</sup> Em junho de 2020, o FMI chegou a estimar retração de 9,1% para o PIB do Brasil no ano e as expectativas do mercado rompiam a barreira de -6,50%.

Em relação ao câmbio, a moeda brasileira sofreu forte desvalorização no ano, rompendo a barreira dos R\$/US\$ 5,90 em maio. Houve recuo na cotação da moeda estrangeira nos meses seguintes, a despeito de volatilidade cambial, com a taxa de câmbio encerrando o ano em R\$/US\$ 5,20, registrando uma desvalorização total de 29% em 2020. Além da redução do fluxo global de investimentos, natural em uma crise de tamanha dimensão, a cotação da moeda doméstica refletiu incertezas quanto ao cenário fiscal e ao ritmo de recuperação da atividade econômica, além do menor diferencial de juros.

Diante dos efeitos da pandemia sobre a economia, as respostas de política fiscal e monetária foram essenciais para evitar uma queda ainda mais expressiva do PIB. O Banco Central deu continuidade ao processo de flexibilização monetária, e a taxa de juros Selic passou de 4,50% a.a. em janeiro para 2,00% a.a., a partir de agosto. Adicionalmente, tanto o Banco Central quanto o Conselho Monetário Nacional (CMN) adotaram uma série de medidas regulatórias visando manter a funcionalidade dos mercados, ampliar a liquidez do sistema financeiro e fazer fluir o canal de crédito.

A Emenda Constitucional 106/2020 (“Orçamento de Guerra”), promulgada em 07 de maio, criou um arcabouço institucional com vigência durante o estado de calamidade pública que permitiu, sem prejuízos ao regime fiscal, a adoção de medidas vultosas de combate aos efeitos da pandemia, na medida em que (i) autorizou o BCB a negociar, no mercado secundário, títulos do Tesouro Nacional e ativos com classificação BB- ou superior; (ii) suspendeu a vigência da Regra de Ouro em 2020; e (iii) estabeleceu um regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações; entre outras ações.

Pelo lado fiscal, o governo ampliou os gastos públicos ao lançar um conjunto de medidas emergenciais de apoio à saúde e à economia, em linha com aquelas adotadas internacionalmente para socorro financeiro à população, às empresas e aos entes subnacionais, contemplando (i) a expansão do atendimento de saúde; (ii) o diferimento do recolhimento de tributos, até mesmo suspensão de cobranças em alguns casos; (iii) a transferência de renda às famílias em situação de vulnerabilidade, (iv) a proteção ao emprego e (v) o suporte ao crédito para empresas vulneráveis ao choque de fluxo de caixa. O impacto dessas medidas no resultado primário é estimado em R\$ 620,5 bi-

lhões (8,5% do PIB), dos quais R\$ 322 bilhões (4,5% do PIB) correspondem ao Auxílio Emergencial, que cobriu parcela da renda de trabalhadores informais e pessoas em situação de vulnerabilidade.

Em relação à questão federativa, a Lei Complementar 173/2020 estabeleceu a transferência de R\$ 60 bilhões do Governo Federal para Estados e Municípios. Esse normativo estabelece também condições de reestruturação da dívida dos entes subnacionais junto à União, gerando benefício adicional de R\$ 22 bilhões para Estados e Municípios, que tem como contrapartida frustração na receita da União vinculada ao pagamento da dívida pública em 2020.

Nesse contexto, o debate em torno das medidas de combate aos efeitos econômicos e de saúde pública tomou conta da pauta legislativa durante o primeiro semestre, enquanto as eleições municipais reduziram a possibilidade de deliberações no segundo semestre.

Com aumento de gastos e queda na arrecadação, devido à retração da atividade econômica, a expectativa de déficit primário do setor público em 2020 é de cerca de 10% do PIB, ante projeção de 1,5% do PIB no início do ano<sup>3</sup>.

## 1.2 Mercado Financeiro em 2020

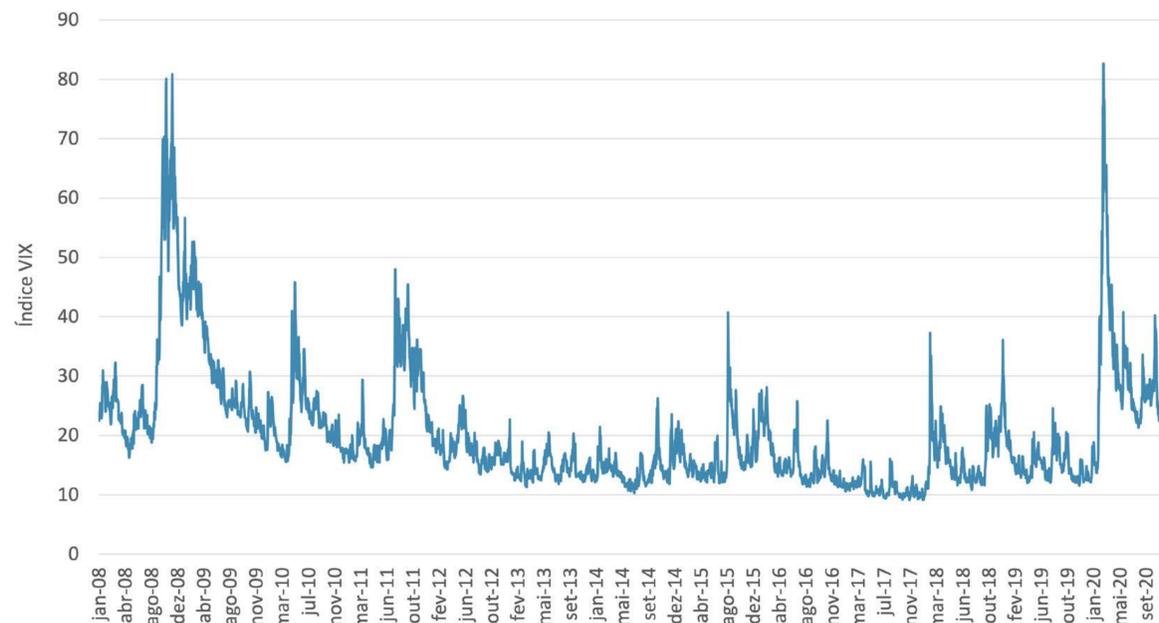
Os impactos da pandemia foram sentidos pelos preços dos ativos em escala global, o que se traduziu inicialmente em elevação da volatilidade e da percepção de risco, sobretudo em março de 2020, como se observa nas Figuras 1 e 2, que apresentam, respectivamente, o índice VIX<sup>4</sup> e o CDS<sup>5</sup>. O primeiro atingiu níveis semelhantes àqueles registrados em 2008, no auge da crise financeira internacional.

<sup>3</sup> Projeção de início de ano para o resultado primário do setor público em 2020 é dada pelo Anexo IV (Metas Fiscais) da Lei de Diretrizes Orçamentárias 2020, de novembro de 2019.

<sup>4</sup> O VIX (Volatility Index) representa a expectativa do mercado para a volatilidade do preço das ações nos 30 dias subsequentes e pode ser entendido como uma medida do nível de estresse do mercado global, dado que em momentos de crise a volatilidade dos preços das ações tende a aumentar. O indicador é construído a partir dos preços das opções do índice S&P 500.

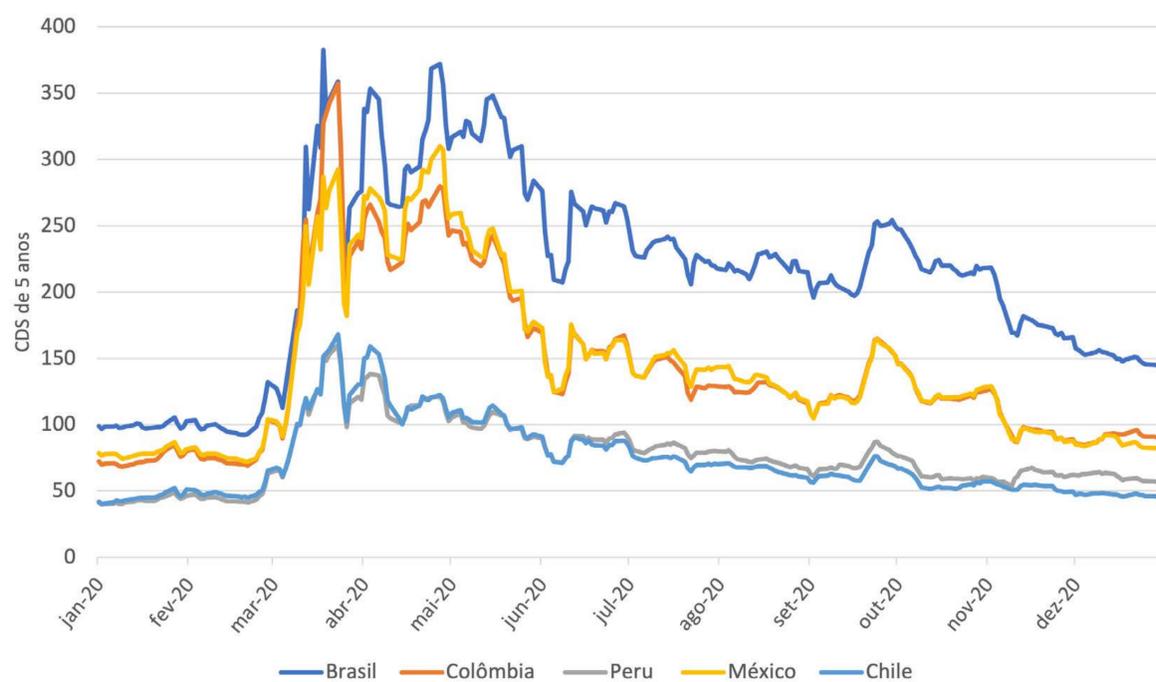
<sup>5</sup> O CDS (Credit Default Swap) é um contrato de swap que remunera o investidor quando ocorre default da instituição especificada no contrato. Logo, o CDS está relacionado com a probabilidade de uma instituição ou país cumprir com suas obrigações. Neste relatório, utilizamos como referência os contratos de CDS com prazo de 5 anos.

Figura 1 – Índice VIX (Volatilidade)



Fonte: Bloomberg

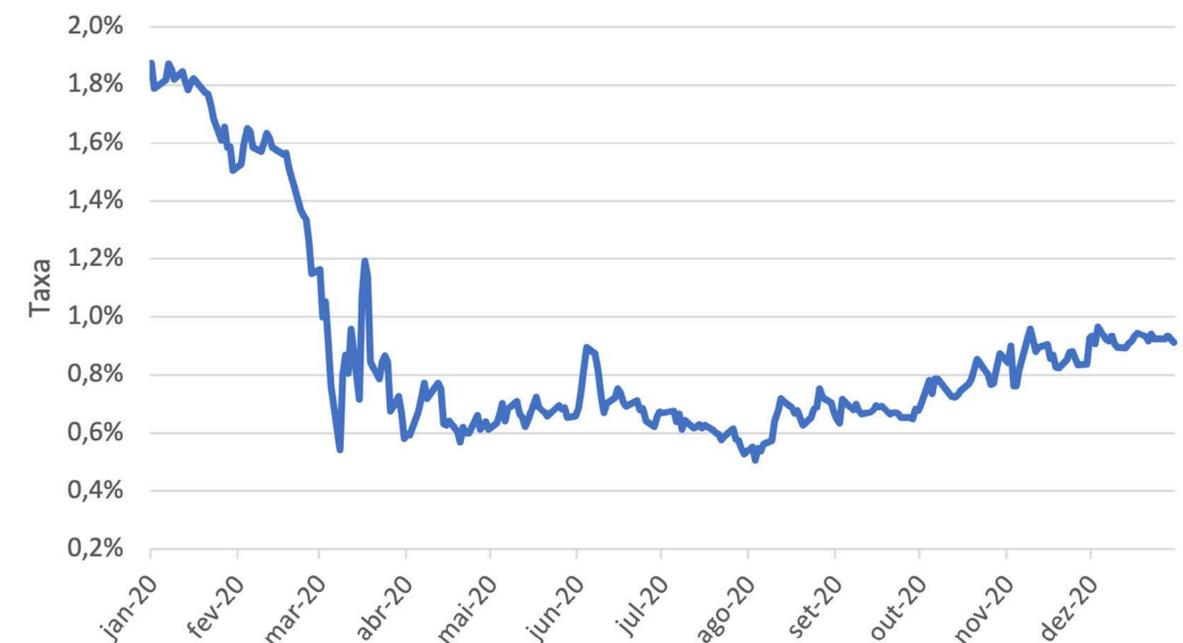
Figura 2 – Credit Default Swap (CDS) 5 anos – países selecionados



Fonte: Bloomberg

Diante da maior aversão ao risco, houve forte fluxo de saída de mercados emergentes. Os investidores buscaram proteção em ativos mais líquidos e seguros, reduzindo significativamente, como se observa na Figura 3, a taxa dos títulos do Tesouro americano (*treasuries*), que atingiu os menores patamares da história.

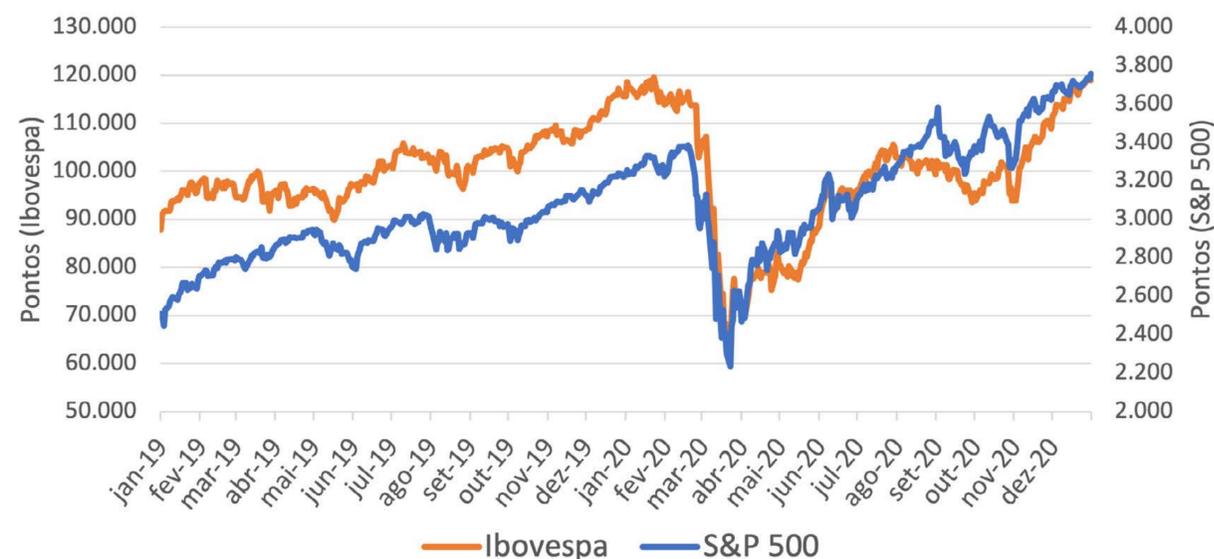
Figura 3 – Taxa do Título do Tesouro Americano de 10 anos



Fonte: Bloomberg

As intervenções de bancos centrais, assim como os estímulos fiscais implementados ao redor do mundo contribuíram para restabelecer a liquidez e mitigar os impactos da pandemia sobre a atividade econômica. Apesar de o ambiente ter continuado incerto ao longo do ano, a apresentação de resultados animadores da eficácia de vacinas contra a COVID-19 e a definição das eleições norte-americanas em novembro, aumentaram a procura por ativos de risco, como ações e ativos de economias emergentes. Esse movimento é ilustrado pela Figura 2, que apresenta o CDS e pela Figura 4 que apresenta o desempenho das bolsas americana (*S&P*) e brasileira (*Ibovespa*). No caso do CDS, observa-se que, apesar da melhora no final do ano, o indicador do Brasil ainda não retornou aos níveis pré-crise, como ocorreu no caso dos demais países.

Figura 4 – S&amp;P e Ibovespa



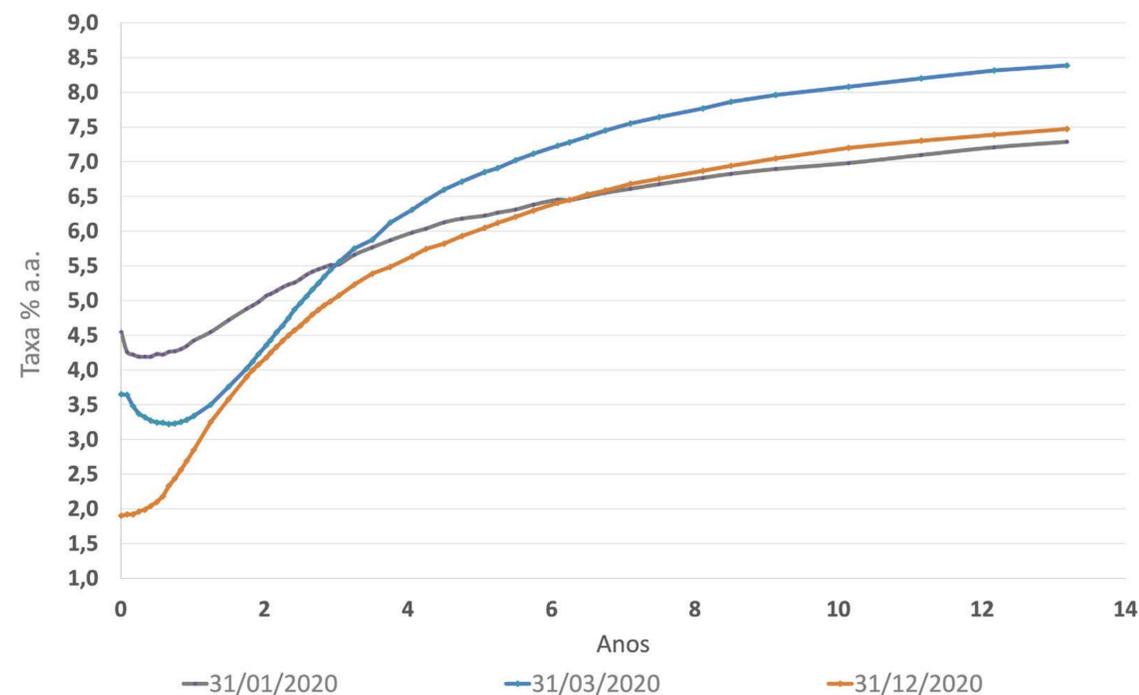
Fonte: Bloomberg

A variável financeira mais relevante para a gestão da dívida pública é a estrutura a termo da taxa de juros, que também se ajustou às mudanças de cenário, apresentando diferentes formatos ao longo do ano, como mostra a Figura 5. A reação inicial do mercado ao compreender os reais efeitos da pandemia foi de grande volatilidade e, em março, as taxas de juros futuros abriram abruptamente. O mercado de títulos públicos ficou disfuncional e o Tesouro Nacional executou programa de compra e venda simultânea de títulos, com o objetivo de prover referência de preços. O saldo líquido foi a recompra de R\$ 33,1 bilhões.

Os estímulos monetários, por meio da retomada do ciclo de redução na taxa Selic a partir de maio, provocaram fechamento na ponta curta da curva. Entretanto, tal movimento não foi acompanhado pelas partes intermediária e longa, fazendo com que a curva de rendimentos no Brasil se tornasse uma das mais inclinadas do mundo. Uma das possíveis explicações para esse comportamento é a percepção de risco fiscal, em decorrência da magnitude dos gastos públicos referentes aos programas de mitigação dos impactos eco-

nômicos e sociais da pandemia, que provocou aumento da necessidade de financiamento no curto prazo. A elevada inclinação da estrutura a termo da taxa de juros foi determinante para a estratégia de emissão de títulos ao longo do ano, como se verá na seção seguinte.

Figura 5 – Curva de Juros Futuros



Fonte: Bloomberg

## 2

Estratégia de  
**Financiamento em 2020****2.1 Necessidade de financiamento**

Em 2020, o aumento da necessidade de financiamento do Governo Federal ocasionado pela ampliação dos gastos públicos no combate aos efeitos da pandemia de COVID-19 foi significativo. As despesas primárias financiadas com recursos da dívida, de uma projeção de R\$ 376,3 bilhões no PAF 2020, ampliaram-se para R\$ 623,8 bilhões, sendo parte deste aumento financiado pelos recursos disponíveis em caixa (colchão da dívida). Outra parte foi financiada por novas emissões de títulos, o que resultou na revisão dos limites de referência dos indicadores do PAF 2020 (ponto que será explorado mais à frente neste RAD).

Fator importante para mitigar o aumento da necessidade de financiamento em 2020 foi a transferência ao Tesouro Nacional de R\$ 325,0 bilhões da reserva de resultado do Banco Central (BCB), nos termos do art. 5º da Lei 13.820/2019<sup>6</sup>, conforme deliberação do Conselho Monetário Nacional (CMN) em agosto 2020, reforçando as disponibilidades de caixa exclusivas para honrar dívida.

A reserva de resultado supracitada é constituída pela parcela do resultado financeiro positivo do BCB com as reservas internacionais e com as operações

<sup>6</sup> “Art. 5º Mediante prévia autorização do Conselho Monetário Nacional, os recursos existentes na reserva de resultado de que trata o art. 3º, observado o limite estabelecido no § 2º do art. 4º desta Lei, poderão ser destinados ao pagamento da DPMFi quando severas restrições nas condições de liquidez afetarem de forma significativa o seu refinanciamento.”

de derivativos cambiais realizadas no mercado. Com a entrada em vigência da Lei 13.820/2019, esses ganhos cambiais passaram a ser alocados em reserva contábil, com objetivo de cobrir eventuais resultados negativos do BCB.

Contudo, excepcionalmente, esse saldo poderá ser destinado ao pagamento da DPMFi, quando severas restrições de liquidez afetarem de forma significativa o risco de refinanciamento da dívida. A caracterização da severidade envolve a presença de elementos típicos de uma situação de estresse econômico e financeiro, como descrito na Seção 1.2 sobretudo para os meses iniciais da pandemia de COVID-19, com a rara combinação de eventos como a queda acentuada da atividade econômica e aumento extraordinário da necessidade de financiamento da União.

A Figura 6 apresenta o detalhamento da diferença entre a necessidade de financiamento efetiva (*ex post*) e a planejada no PAF 2020 (*ex ante*) para cada um dos componentes desse indicador. A visão *ex ante* considera apenas os ingressos de receitas esperados para o próprio ano de 2020, sem incluir receitas que ingressaram em exercícios anteriores à 2020. Nessa abordagem, a necessidade líquida indica o montante que o Tesouro Nacional deveria emitir para manter constante as disponibilidades de caixa para pagar dívida, assumindo-se que as demais variáveis se realizem conforme o planejamento.

Já na visão *ex post*, além das diferenças entre o valor realizado e o planejado, todas as fontes de receitas utilizadas no ano são consideradas, inclusive as fontes de superávit financeiros de exercícios anteriores, como os resultados positivos do Banco Central e os pagamentos antecipados do BNDES. Nesse caso, a necessidade líquida indica o montante de receitas oriundas de emissões de títulos utilizadas no ano<sup>7</sup>.

A necessidade líquida de financiamento efetiva de R\$ 1.282,8 bilhões no ano foi R\$ 214,9 bilhões maior que a prevista no PAF. Do lado das receitas, a diferença se explica principalmente pela menor disponibilidade financeira de recursos orçamentários relacionados a fontes livres, que foi compensada parcialmente pelo superávit financeiro de anos anteriores, composto especialmente por receitas referentes a pagamentos antecipados do BNDES de contratos com o Tesouro Nacional recebidas em anos anteriores<sup>8</sup>. Adicionalmente, ao longo do exercício houve outra receita não prevista na LOA 2020, dada pelo resultado positivo do balanço do Banco Central do Brasil (R\$ 325,0 bilhões de resultado cambial + R\$ 24,8 bilhões de resultado operacional<sup>9</sup>).

Do lado da despesa, os vencimentos da DPF ficaram acima da visão *ex ante* devido, principalmente, às compras de títulos, no montante de R\$ 36,9 bilhões, às emissões da dívida interna que geraram pagamentos no próprio exercício, no valor de R\$ 33,7 bilhões, e aos resgates antecipados do Programa Tesouro Direto, no valor de R\$ 24,0 bilhões.

Com relação aos pagamentos de despesas primárias por meio de recursos provenientes da DPF, houve acréscimo de R\$ 247,5 bilhões em relação à previsão no PAF 2020, justificado, em grande parte, pelos gastos extraordinários destinados ao combate dos impactos da pandemia de COVID-19. A diferença deste acréscimo com relação ao aumento do déficit primário para o Governo Central em 2020 é explicada pela utilização de recursos disponíveis na Conta Única do Tesouro não relacionados com a reserva de liquidez da dívida pública.

Figura 6 – Necessidade de Financiamento do Tesouro Nacional



<sup>7</sup> Não significa, contudo, que a necessidade líquida de financiamento corresponde ao valor emitido em 2020. Quando o Tesouro Nacional emite mais do que a necessidade líquida, significa que a reserva de liquidez da dívida aumenta.

<sup>8</sup> O termo superávit financeiro refere-se a receitas recebidas em anos anteriores e não utilizadas no mesmo exercício. Esses recursos, por definição, não fazem parte do orçamento corrente.

<sup>9</sup> Dos R\$ 350,0 bilhões recebidos do Banco Central, R\$ 197,7 bilhões serão utilizados em 2021.

\* Por força do artigo 39 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n.º 101/2000), os juros reais da carteira do Banco Central (BCB) não podem ser refinanciados por meio de pagamentos com títulos do Tesouro diretamente ao BCB.

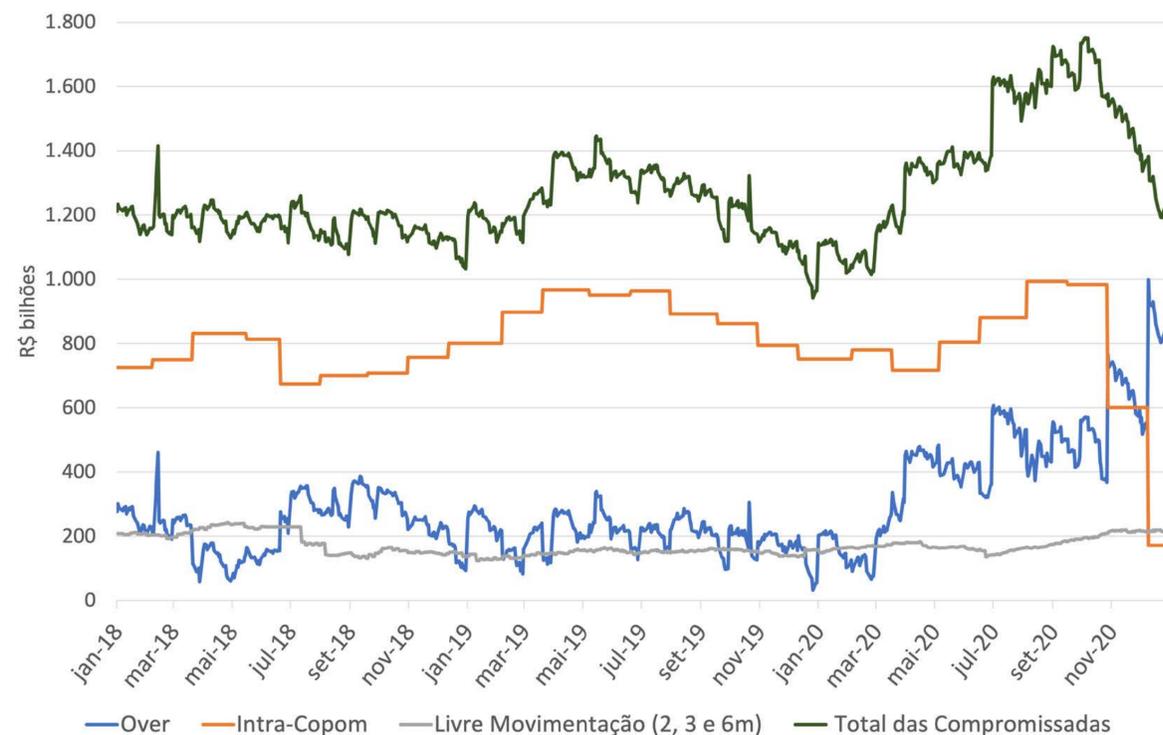
Fonte: Tesouro Nacional

## 2.2 Execução da estratégia

### Dívida Interna

A necessidade de financiamento do Governo Federal aumentou em um momento de grande incerteza e aversão ao risco por parte dos investidores, que elevaram a demanda precaucional por liquidez. Como consequência, houve migração de recursos dos títulos públicos para as operações compromissadas, que têm prazos mais curtos e menor volatilidade nos preços. Como mostra a Figura 7, o volume da compromissada *overnight* passou de uma média de R\$ 113 bilhões em fevereiro para R\$ 454 bilhões em agosto, enquanto o volume total passou de uma média de R\$1.050 trilhões para R\$1.600 trilhões, no mesmo período. Claramente o aumento do déficit fiscal, por si só, já contribuiu para aumentar a liquidez do sistema e, conseqüentemente, o volume de operações compromissadas.

Figura 7 – Operações Compromissadas



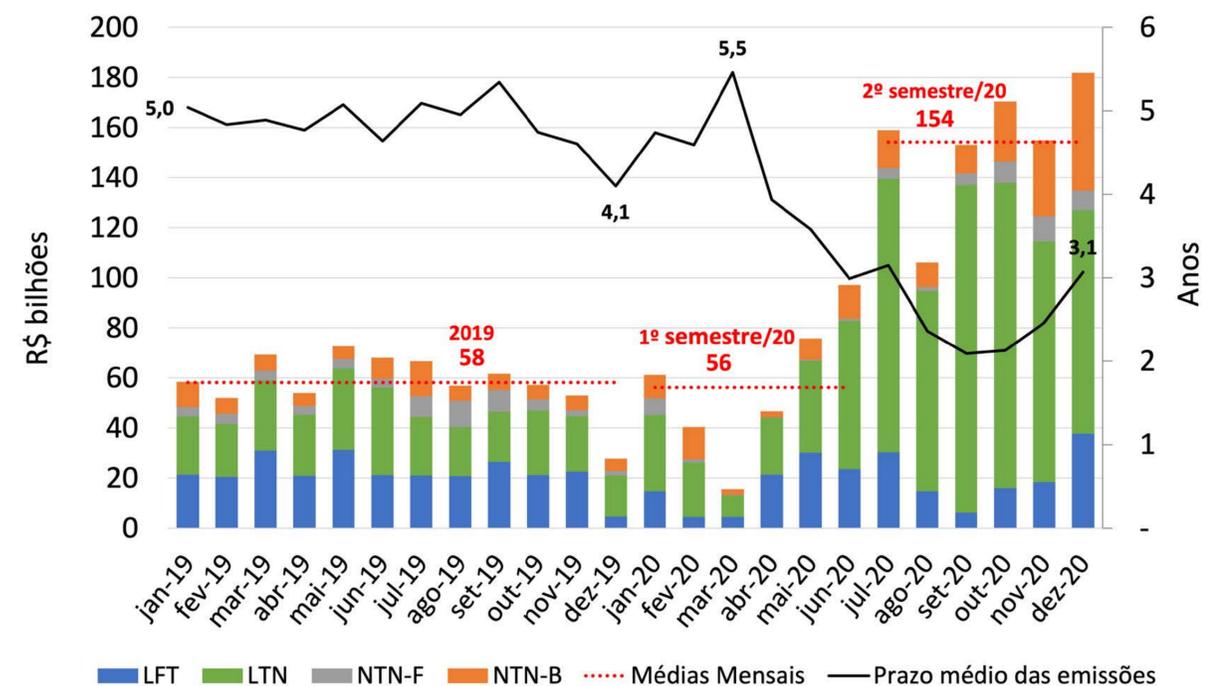
Fonte: BCB

Após o momento de maior volatilidade ocorrido em março e abril, em um contexto de incerteza e aumento contínuo da expectativa de déficit fiscal,

os volumes financeiros captados se elevaram gradualmente, como se observa na Figura 8. Um elemento importante que permitiu ao Tesouro Nacional passar por esse período de transição foi a reserva de liquidez, que cumpriu a sua função como instrumento de proteção, garantindo ao emissor de dívida a flexibilidade necessária para ajustar a sua atuação às condições de mercado e aumentar as captações no momento apropriado.

Com o aumento na necessidade de financiamento, os volumes financeiros captados por meio de leilões de títulos públicos atingiram máximas históricas. Enquanto a média mensal de captações em 2019 foi de R\$ 58 bilhões, o mesmo indicador atingiu R\$ 126,7 bilhões no segundo semestre de 2020. Considerando o contexto de incertezas, aversão ao risco e elevada inclinação da curva de juros (Figura 5), o prazo médio de emissão se reduziu, como apresentado na Figura 8, implicando em encurtamento da dívida pública. Enquanto o prazo médio de emissão em 2019 foi de 5 anos, o indicador atingiu cerca de 2 anos em setembro e outubro, recuperando-se em seguida.

Figura 8 – Emissões de títulos\* e prazo médio das emissões da DPMFi\*\*



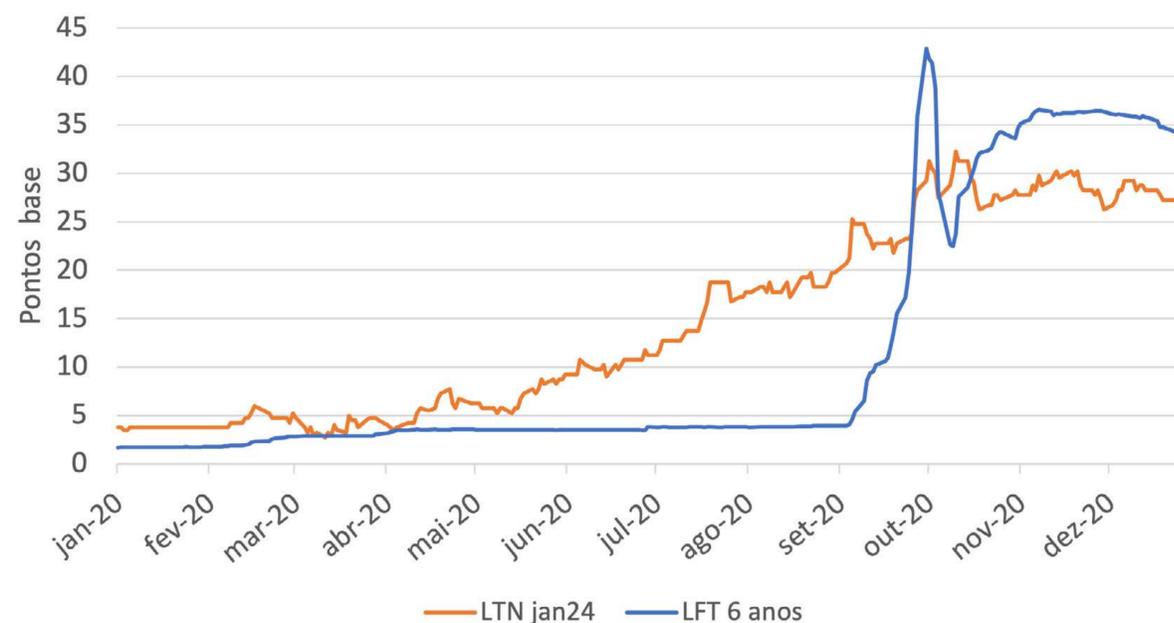
\*As emissões consideram apenas os leilões tradicionais de venda

\*\*Prazo médio de emissão das ofertas públicas

Fonte: BCB

Em um contexto de forte preferência dos agentes por liquidez e migração de recursos para as operações compromissadas, foi necessário promover ajuste via preços relativos, por meio da elevação dos prêmios oferecidos pelos títulos públicos. Conforme se observa na Figura 9, o prêmio da LTN reagiu imediatamente ao choque de oferta, abrindo gradualmente a partir de maio<sup>10</sup>. No caso da LFT, por apresentar um mercado secundário com liquidez reduzida, o ajuste ocorreu apenas em setembro, de maneira abrupta. O ajuste de preços relativos foi parte da estratégia do Tesouro Nacional para aumentar a atratividade dos títulos públicos em relação às operações compromissadas. Apesar das perdas provocadas aos seus detentores e dos impactos negativos sobre as cotas de alguns fundos de investimentos, o ajuste de preços ocorreu de forma relativamente organizada. A estabilização dos prêmios em patamares mais competitivos, ocorrida a partir de novembro, permitiu aumento das emissões de LFT, como se observa na Figura 8.

Figura 9 – Prêmio de risco dos títulos públicos



Fonte: Tesouro Nacional

<sup>10</sup> O prêmio da LTN refere-se a uma aplicação conjunta entre títulos prefixados e contratos de juros futuros (DI futuro), na qual o seu detentor transforma a LTN em uma LFT sintética, repassando para terceiros o risco de taxa de juros.

Em 2020 o Tesouro Nacional realizou adaptações em seu plano de financiamento ao longo do ano para adequar o perfil das emissões ao abrupto aumento da necessidade de financiamento, sujeito às condições vigentes no mercado em cada momento. As alterações promoveram maior flexibilidade para a gestão da dívida e foram fundamentais para o sucesso da estratégia de financiamento.

Outro fator fundamental para o sucesso da estratégia de financiamento foram os ajustes realizados na cesta de títulos disponíveis para a venda, que deram maior flexibilidade à gestão da dívida pública. Com a demanda dos agentes concentrada em títulos de curtíssimo prazo, especialmente LTN de 6 e 12 meses, e considerando a elevada inclinação da curva de juros, o Tesouro Nacional adicionou ao rol títulos com novos vencimentos, com o objetivo de aumentar a captação sem pressionar a maturação no curto prazo (até 12 meses).

Em abril foi introduzida a LFT de 3 anos e em outubro foram introduzidas a NTN-B de 3 anos e a LFT de 2 anos. O Quadro 1 apresenta a decomposição da estratégia de financiamento, com destaque para os ajustes realizados ao longo do ano. Observa-se que aproximadamente 34% dos volumes captados vencem em 2021<sup>11</sup>. Os títulos introduzidos como ajuste da estratégia, por sua vez, correspondem a aproximadamente 11% do total. Destaca-se ainda a baixa participação relativa da LFT, com apenas 18%<sup>12</sup>. Do ponto de vista do gestor de dívida, a LFT é estratégia dominante em relação à LTN de curto prazo, dado que o risco de taxa de juros é praticamente o mesmo, e o prazo da LFT é maior, o que contribui para aliviar o risco de refinanciamento no curto prazo. Portanto, a reduzida participação relativa da LFT em 2020 deveu-se basicamente a restrições de demanda.

<sup>11</sup> Para efeito de comparação, em 2019 apenas 7% do total de emissões da DPMFi eram títulos de curto prazo, ou seja, com vencimento em 2020.

<sup>12</sup> Historicamente a LFT tem sido o principal instrumento de financiamento em momentos de crise. A sua baixa participação relativa pode ser explicada por três fatores: (i) liquidez reduzida em relação à LTN; (ii) instabilidade do prêmio ocorrida em setembro, e (iii) nível da taxa Selic.

Quadro 1 – Emissão – Somente Leilões Tradicionais\* de Venda (vencimentos após 2020)

Títulos Emitidos	Total (R\$ bilhões)	%
<b>LFT</b>	222,2	18,0%
LFT - 02 ano**	27,4	2,2%
LFT - 03 anos**	32,3	2,6%
LFT - 06 anos	162,5	13,2%
<b>LTN</b>	777,5	63,1%
LTN - 06 meses	208,3	16,9%
LTN - 12 meses	209,1	17,0%
LTN - 24 meses	126,5	10,3%
LTN - 48 meses	233,5	18,9%
<b>NTN-F</b>	46,5	3,8%
NTNF - 07 anos	27,7	2,2%
NTNF - 10 anos	18,8	1,5%
<b>NTN-B</b>	186,8	15,1%
NTNB - 03 anos**	74,9	6,1%
NTNB - 05 anos	83,1	6,7%
NTNB - 10 anos	20,0	1,6%
NTNB - 20 anos	3,9	0,3%
NTNB - 40 anos	4,8	0,4%
<b>Total</b>	<b>1.233,0</b>	<b>100,0%</b>

33,9%

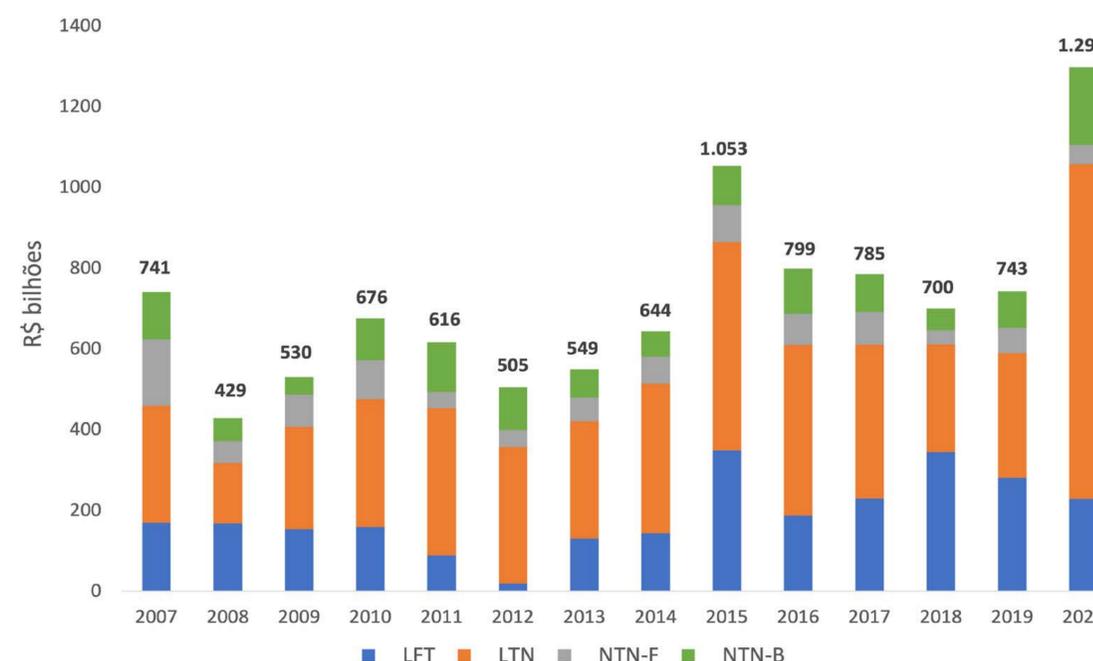
\*Não são considerados os leilões de troca extraordinários. Também não foram considerados os títulos emitidos em 2020 que venceram em 2020.

\*\*Títulos de referência introduzidos em função de ajustes na estratégia de financiamento

Fonte: Tesouro Nacional

O montante de recursos captados por meio da emissão de títulos da DPMFi em 2020 foi de R\$ 1.298,6 bilhões, conforme ilustrado na Figura 10. Este montante é aproximadamente 71,5% superior à média dos quatro anos anteriores. O aumento abrupto na necessidade de financiamento justifica o choque na oferta de títulos públicos. O contexto de incertezas e aversão ao risco, por sua vez, explicam a elevada participação relativa de títulos curtos na estratégia de financiamento.

Figura 10 – Emissões de títulos da DPMFi\*



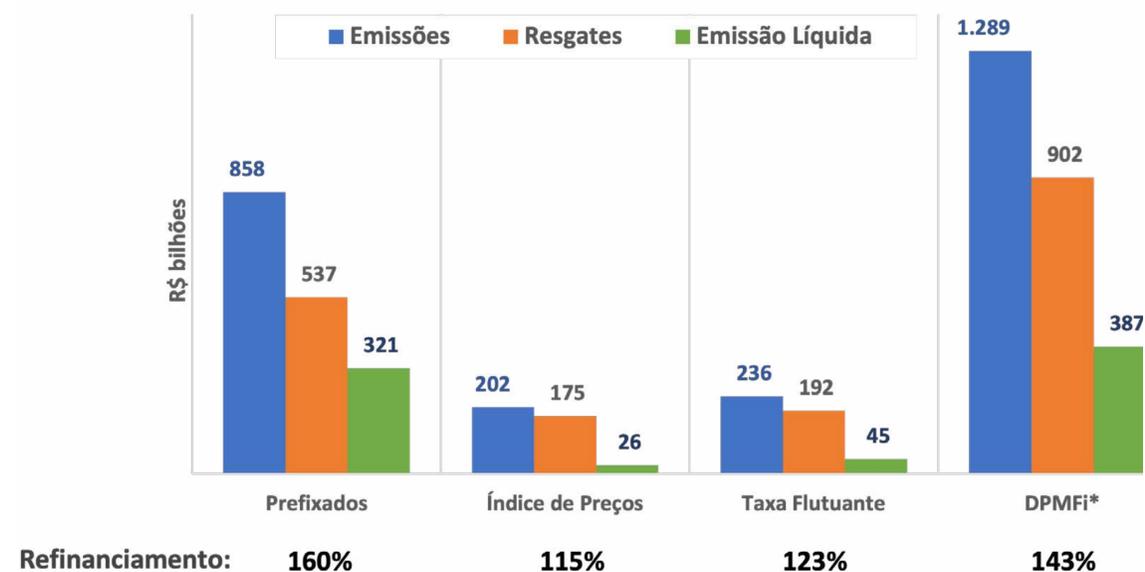
\*Valores ajustados pela inflação para a data-base em dezembro de 2020

Fonte: Tesouro Nacional

No resultado consolidado do ano para a DPMFi, as emissões superaram os resgates em R\$ 387 bilhões, o que corresponde a uma taxa de refinanciamento<sup>13</sup> de 143%, ante 105,4% do ano anterior, como se observa na Figura 11. A emissão líquida<sup>14</sup> dos títulos prefixados alcançou R\$ 321 bilhões, com taxa de refinanciamento de 160%. Também para títulos com juros flutuantes e os remunerados por índices de preços houve emissão líquida positiva no ano, apesar do menor volume financeiro captado com esses instrumentos.

<sup>13</sup> Por taxa de refinanciamento (ou rolagem) denomina-se a razão entre emissões e resgates.

<sup>14</sup> A emissão líquida corresponde à diferença entre emissões e resgates.

Figura 11 – **Emissão\* Líquida e Percentual de Refinanciamento por Indexador**

\*Considera-se apenas as emissões e resgates com impacto na liquidez  
**Fonte: Tesouro Nacional**

## Dívida Externa

Em um ano excepcionalmente desafiador como 2020, a dívida externa reforçou seu papel como importante instrumento de alongamento da dívida pública<sup>15</sup>, diversificação de base de investidores e provedor de referência de preços para o setor corporativo.

Ao longo do ano o Tesouro Nacional realizou duas operações de emissão de títulos no mercado internacional, conforme descrito no Quadro 2. O volume total emitido foi de US\$ 6 bilhões. A redução nas taxas entre a operação ocorrida em junho e aquela ocorrida em dezembro reflete a melhora nas condições de mercado.

<sup>15</sup> Em 2020 o prazo médio de emissão da Dívida Pública Mobiliária Federal externa foi de 8,2 anos, enquanto o prazo médio de emissão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna foi de 2,93 anos.

Quadro 2 – **Emissões de títulos no mercado internacional**

Título	Vencimento	Operação 1 - Duas Tranches 03/06/2020		Operação 2 - Três Tranches 02/12/2020	
		Volume*	Taxa (%)	Volume*	Taxa (%)
Global 2025	06/06/2025	\$1,25	3,00	\$0,50	2,20
Global 2030	12/06/2030	\$2,25	4,00	\$1,25	3,45
Global 2050	14/01/2050			\$0,75	4,50
<b>Total</b>		<b>\$3,50</b>		<b>\$2,50</b>	

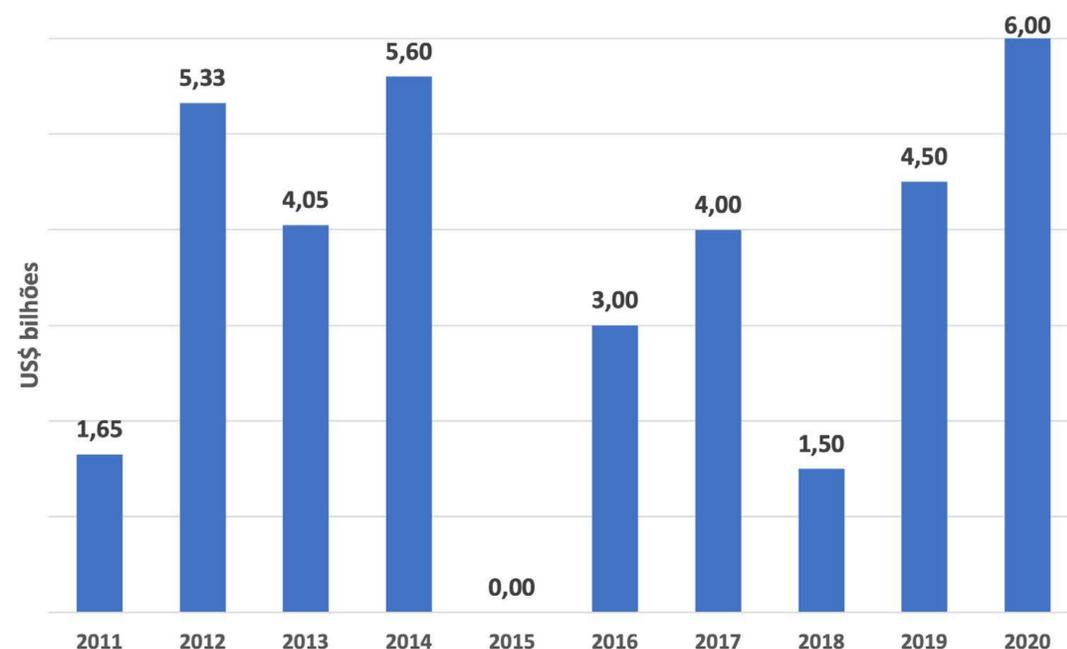
\*Em bilhões de dólares norte-americanos.  
**Fonte: Tesouro Nacional**

Para mais informações sobre as operações, acesse os informes das emissões.

[Informe  
Operação 1](#)

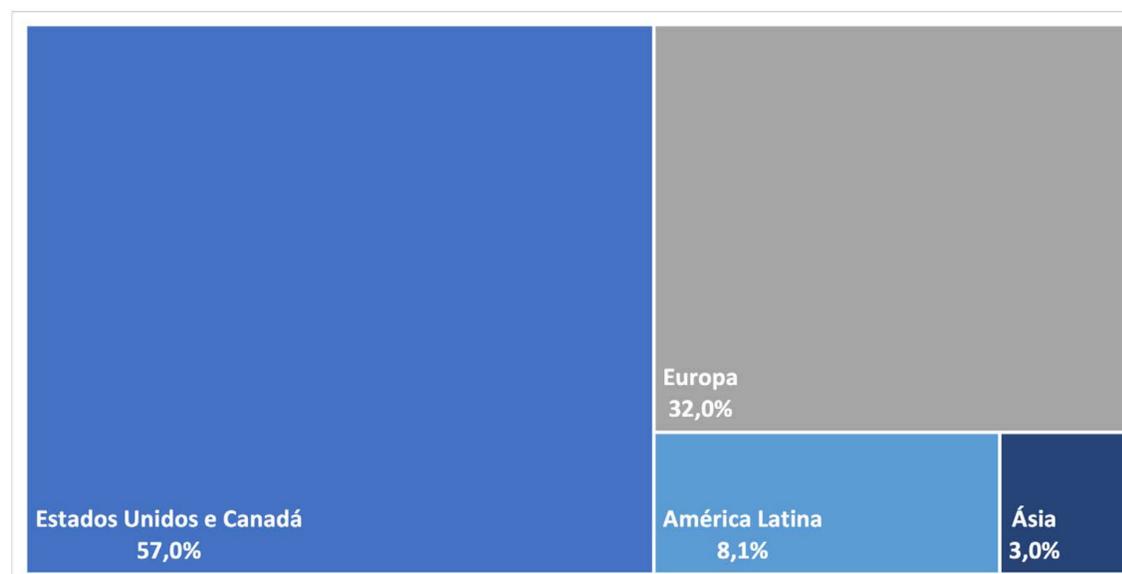
[Informe  
Operação 2](#)

A estratégia de financiamento externo também sofreu ajustes, por meio da emissão de um título de 5 anos, mais curto que os usuais 10 e 30 anos. Essa mudança na estratégia se justificou pelas elevadas incertezas em decorrência da pandemia, que se refletiu na inclinação da curva de juros, favorecendo assim a colocação de títulos mais curtos. Ao longo do ano, com a redução da volatilidade, o Tesouro voltou a ofertar prazos mais longos, atingindo a menor taxa histórica para uma emissão externa de 30 anos (4,50%). Observa-se o aumento da captação mobiliária externa em relação a anos anteriores na Figura 12, restando dentro dos limites de referência definidos para a dívida atrelada ao câmbio (Seção Resultados Alcançados).

Figura 12 – **Emissão de títulos no mercado internacional**

Fonte: Tesouro Nacional

Por fim, a Figura 13 ilustra a composição por origem da base de investidores consolidada das operações realizadas em 2020, corroborando a importância da dívida mobiliária externa como instrumento de diversificação da base de investidores.

Figura 13 – **Distribuição por origem**

Fonte: Bancos coordenadores das operações

Outra mudança significativa na estratégia de financiamento externo foi a contratação de empréstimos junto a organismos multilaterais. A motivação para a contratação dos empréstimos é dada pelos vários programas de mitigação dos efeitos econômicos e sociais da pandemia. Tais programas já foram executados, por meio de recursos oriundos da emissão de títulos públicos. Após serem desembolsados<sup>16</sup>, os recursos dos empréstimos serão usados exclusivamente para o pagamento da dívida pública, reforçando assim a reserva de liquidez.

O montante total de ingresso de recursos será de até US\$ 4,55 bilhões para os empréstimos em dólares, mais € 550 milhões para os empréstimos em euros, distribuídos em oito operações distintas, com seis organismos financiadores, conforme apresentado no Quadro 3.

Quadro 3 – **Operações de dívida contratual externa**

Instituição	Valor (em US\$ milhões)	Programa
Corporação Andina de Fomento (CAF)	350,0	Seguro Desemprego
Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)	1.000,0	Benefício Emergencial para Manutenção do Emprego, Auxílio Emergencial e Bolsa Família
Banco Mundial (BIRD)	1.000,0	Bolsa Família
Novo Banco de Desenvolvimento (NDB)	1.000,0	Auxílio Emergencial
Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)	200,0	Programa Emergencial de Acesso a Crédito - FGI (PEAC)
Novo Banco de Desenvolvimento (NDB)	1000,0	Programa Emergencial de Acesso a Crédito - FGI (PEAC)
<b>Total em US\$</b>	<b>4.550,0</b>	

Instituição	Valor (em € milhões)	Programa
Agência Francesa de Desenvolvimento (AFD)	200,0	Bolsa Família e Auxílio Emergencial
KfW Entwicklungsbank (KfW)	350,0	Bolsa Família
<b>Total em €</b>	<b>550,0</b>	

Fonte: Tesouro Nacional

<sup>16</sup> Os desembolsos estão previstos para ocorrer em 2021 e 2022.

## 3

# Resultados Alcançados

Esta seção apresenta os resultados relacionados aos principais indicadores da DPF, comparando com os limites de referência definidos no PAF 2020 e na revisão realizada em agosto.

## 3.1. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

### Revisão do Plano Anual de Financiamento 2020

Em um ano marcado pelo impacto da pandemia de COVID-19, o aumento da necessidade de financiamento do governo federal representou o principal impacto para a DPF, o que exigiu mudanças na estratégia de financiamento previamente definida no PAF 2020. Assim, no dia 28 de agosto, os limites de estoque, composição e estrutura de vencimentos da DPF foram ajustados para comportar a necessidade de um volume maior de emissões por meio de uma parcela maior de instrumentos de dívida de curto prazo. Como se vê no Quadro 4, os novos limites passaram a indicar:

- Maior expectativa para o estoque da DPF;
- Maior participação de títulos prefixados e menor proporção de títulos com juros flutuantes na DPF;
- Maior percentual vincendo em 12 meses e menor prazo médio da DPF;

O Quadro 4 mostra os resultados para os principais indicadores da DPF ao final de 2020. O estoque da DPF encerrou o ano acima do limite superior apontado na revisão do PAF, pois as

condições de mercado foram favoráveis ao aumento das emissões de títulos públicos prefixados para montantes superiores às expectativas iniciais, sobretudo nos meses de novembro e dezembro. Pelo mesmo motivo, na composição, a participação dos prefixados também ficou acima do limite superior, enquanto a participação dos flutuantes encerrou abaixo do limite inferior. Os demais indicadores situaram-se dentro dos limites de referência definidos na revisão do PAF 2020, que se mostrou importante para reorientar as expectativas dos agentes, diante das incertezas que prevaleceram ao longo do ano.

Quadro 4 – Principais resultados para a Dívida Pública Federal

Indicadores	dez/19	dez/20	Limites originais do PAF 2020		Limites revisados para 2020*	
			Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
<b>Estoque (R\$ bilhões)</b>						
DPF	4.248,9	5.009,6	4.500,0	4.750,0	<b>4.600,0</b>	<b>4.900,0</b>
<b>Composição (%)</b>						
Prefixados	31,0	34,8	27,0	31,0	<b>30,0</b>	<b>34,0</b>
Índice de Preços	26,0	25,3	23,0	27,0	23,0	27,0
Taxa Flutuante	38,9	34,8	40,0	44,0	<b>36,0</b>	<b>40,0</b>
Câmbio	4,1	5,1	3,0	7,0	3,0	7,0
<b>Composição (%)</b>						
% Vincendo em 12 meses	18,7	27,6	20,0	23,0	<b>24,0</b>	<b>28,0</b>
Prazo Médio (anos)	4,0	3,6	3,9	4,1	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>

\*PAF revisado, disponível em: [https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO\\_ANEXO:9366](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:9366)

Fonte: Tesouro Nacional

### Estoque

Em 2020, o estoque da DPF cresceu R\$ 760,7 bilhões, ou seja, aproximadamente 18% em relação ao ano anterior. A variação incorporou tanto as emissões líquidas de R\$ 408,1 bilhões quanto a apropriação de juros no valor de R\$ 352,6 bilhões, como aponta o Quadro 5. Para a DPMFi, as emissões líquidas contribuíram para a cobertura de despesas primárias, em especial, os gastos extraordinários associados com a pandemia, minimizando o potencial impacto dessas ações nas disponibilidades de caixa do Tesouro Nacional. No caso da DPFe, a apropriação de juros contempla o efeito de oscilações cambiais sobre seu estoque.

Quadro 5 – Fatores de variação da DPF (R\$ bilhões)

Indicadores	Estoque		Variação	Fatores de Variação			
	2019	2020		Emissões (a)	Resgates (b)	Emissões Líquidas (a-b)	Juros Apropriados (c)
<b>DPF</b>	4.248,9	5.009,6	760,7	1.329,0	920,9	408,1	352,6
DPMFi	4.083,2	4.766,2	682,9	1.296,5	906,6*	389,9	293,0
DPFe	165,7	243,5	77,8	32,4	14,3	18,1	59,7

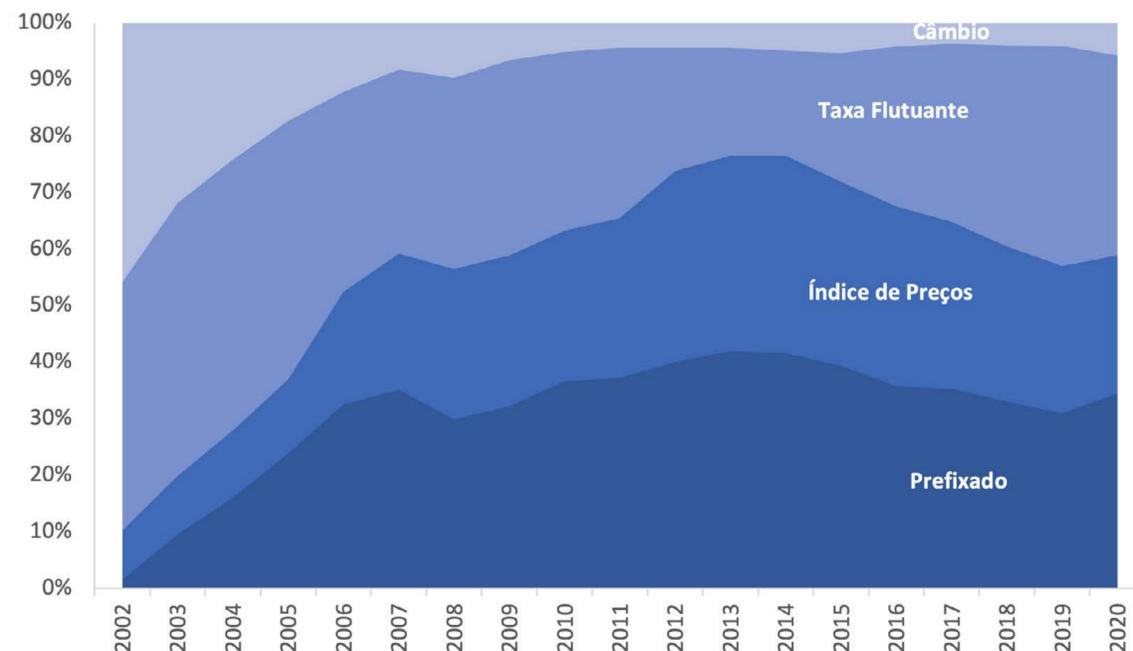
\*Inclui operação de transferência de carteira entre mercado e BCB no valor de R\$ 258 milhões, conforme explicitado na planilha 2.9 do anexo RMD de Dezembro de 2020.

Fonte: Tesouro Nacional

### Composição da DPF e risco de mercado

As mudanças ocorridas na composição da DPF em 2020 refletem principalmente a emissão líquida significativa de títulos prefixados, sem um crescimento na mesma proporção nas emissões de títulos flutuantes e remunerados por índice de preços. Os prefixados registraram um incremento de 3,8 pontos percentuais, passando de 31,0% em 2019 para 34,8% em dezembro de 2020. Já a participação dos títulos flutuantes apresentou uma redução de cerca de 4,1 pontos percentuais com relação ao final de 2019, passando de 38,9% para 34,8%, enquanto a dívida atrelada a índices de preços teve sua parcela na DPF reduzida de 26,0% para 25,3%. A composição da DPF ao longo do tempo é apresentada na Figura 14.

Os recorrentes déficits fiscais do Governo Central, desde 2014, geraram um aumento significativo do endividamento público durante este período, com impacto nos indicadores da DPF. A LFT, que foi utilizada preferencialmente aos prefixados de curto prazo nos últimos anos, sofreu uma queda de demanda em 2020, como já discutimos nas seções anteriores. Nesse cenário, o Tesouro Nacional teve que recorrer ao aumento da emissão de LTN de 6 e 12 meses, em detrimento das LFT.

Figura 14 – **Composição por indexadores da DPF**

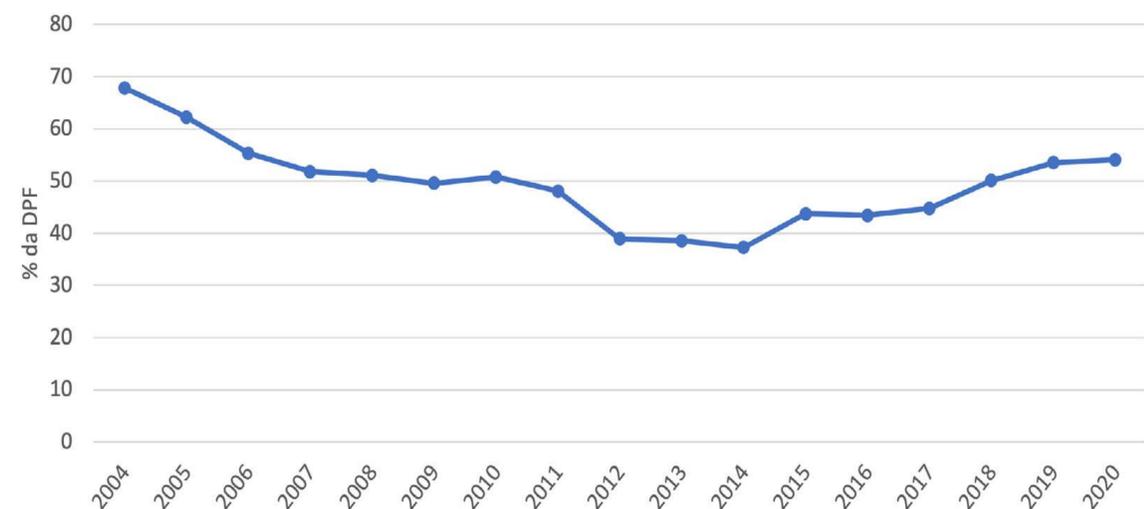
Fonte: Tesouro Nacional

A análise da composição é uma forma de monitorar o risco de mercado da DPF. Trata-se da exposição da dívida ao risco de aumento de seu custo e estoque devido a oscilações nos indexadores que remuneram os títulos públicos. Em geral, quanto maior a participação de prefixados na DPF, menor o seu risco de mercado. Por sua vez, os títulos indexados à inflação têm um fator mitigador de risco, posto que se espera uma correlação positiva entre o custo dessa dívida e as receitas do governo diante de choques inflacionários. Em outra direção, contudo, a dívida tende a ser mais arriscada quanto maior for a presença de títulos com juros flutuantes ou a dívida exposta a variações cambiais.

Cabe ponderar que, assim como as LFT, o crescimento da proporção de prefixados de curto prazo também aumenta a exposição da dívida a oscilações nas taxas de juros de curto prazo, o que teria impactos negativos em um ciclo de aperto mais acentuado da política monetária e das condições gerais de financiamento. Assim, uma análise restrita à composição por indexador da DPF não reflete necessariamente redução do risco de mercado. Particularmente

em 2020, o aumento da parcela de prefixados ocorreu por meio de títulos prefixados de 6 e 12 meses, que precisam ser refinanciados no curto prazo e que, conseqüentemente, absorvem os impactos das variações das taxas de juros de curto prazo.

Um indicador mais amplo considera o percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses, conforme Figura 15, como métrica para se avaliar a atual exposição da DPF ao risco de oscilações nas taxas de juros. Este é dado pela soma de toda a dívida a vencer em doze meses com a parcela da dívida flutuante que vence em um prazo superior a doze 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. Essa métrica considera as LFT e os prefixados de curto prazo como instrumentos com risco de taxa de juros similares entre si. Sua evolução recente mostra aumento do risco de mercado da DPF desde 2014, acompanhando a expansão do endividamento público.

Figura 15 – **Percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses (% da dívida)**

Fonte: Tesouro Nacional

Apesar das mudanças na composição da DPF em anos recentes, o Tesouro Nacional mantém sua diretriz de longo prazo no sentido de substituir, gradual-

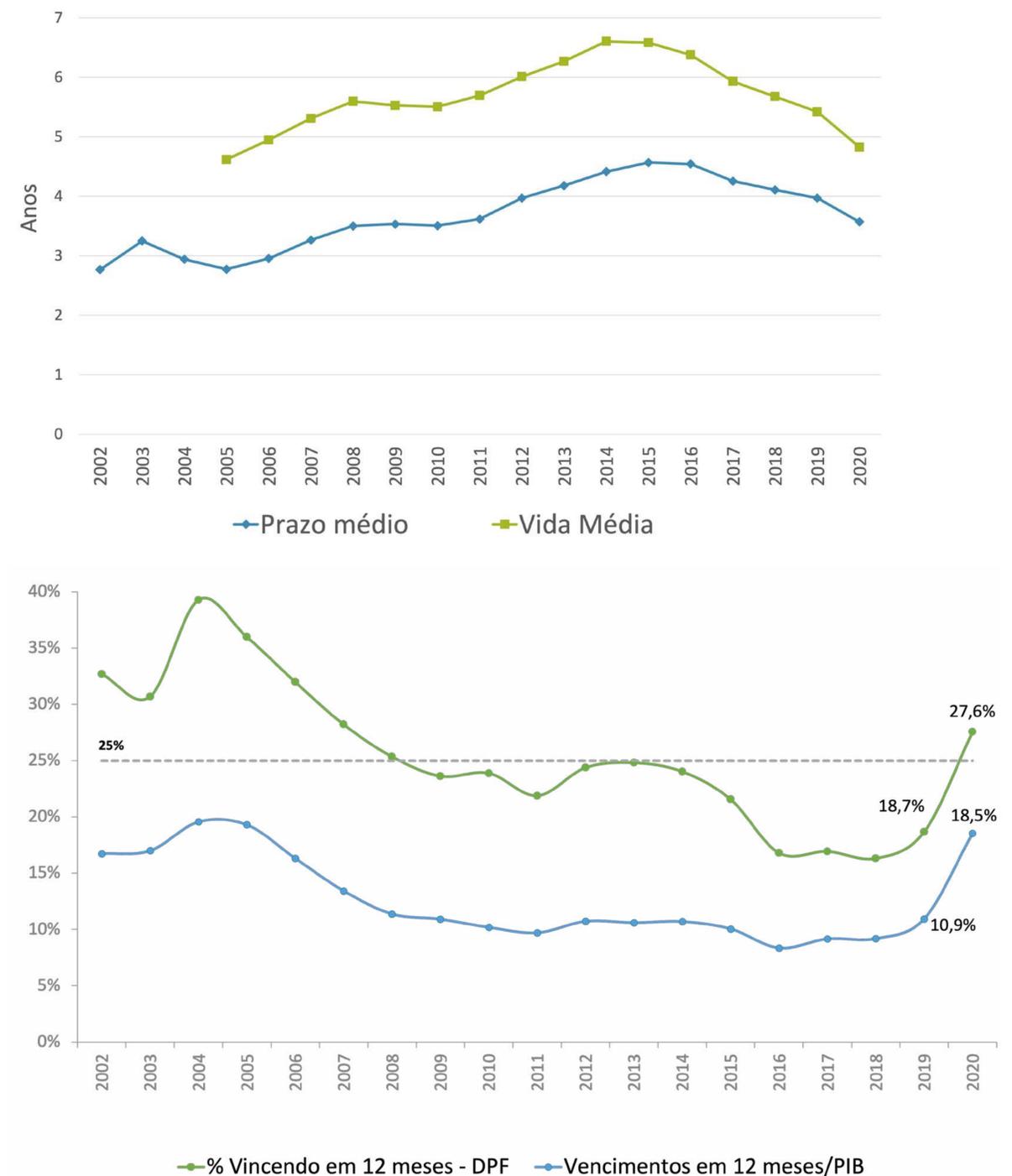
mente, títulos remunerados pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada de longo prazo ou vinculada a índice de preços. Há de se reconhecer, contudo, que o alcance da composição ideal está condicionado às condições de mercado que, em última instância, está ligado ao progresso da agenda de reformas estruturais, de maneira a completar processo de consolidação fiscal e viabilizar a plena recuperação da economia.

### Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

Os principais indicadores de risco de refinanciamento da DPF são o percentual vincendo em 12 meses, que é um termômetro de concentração de dívida no curto prazo, e o prazo médio do estoque, que reflete a média de tempo restante para os pagamentos de dívida. Como explicita a Figura 16, o percentual vincendo em 12 meses aumentou de 18,7% em 2019 para 27,6% da DPF em 2020, o maior valor para o fechamento do ano desde 2007. Já o percentual vincendo em 12 meses em relação ao PIB, de 18,5% do PIB, alcançou o maior valor da série desde 2005.

As condições de mercado que balizam a otimização das emissões de títulos se alteraram significativamente em 2020. O aumento da preferência pela liquidez durante o período da pandemia contribuiu para a queda na demanda por LFT, restando ao Tesouro a emissão de prefixados de curto prazo. Tal opção, em um contexto de elevada necessidade de financiamento, teve como consequência um maior volume de vencimentos no curto prazo, o que explica a elevação no percentual vincendo em 12 meses.

Figura 16 – **Estrutura de vencimentos da DPF Prazo Médio e Percentual de vencimentos em 12 meses**



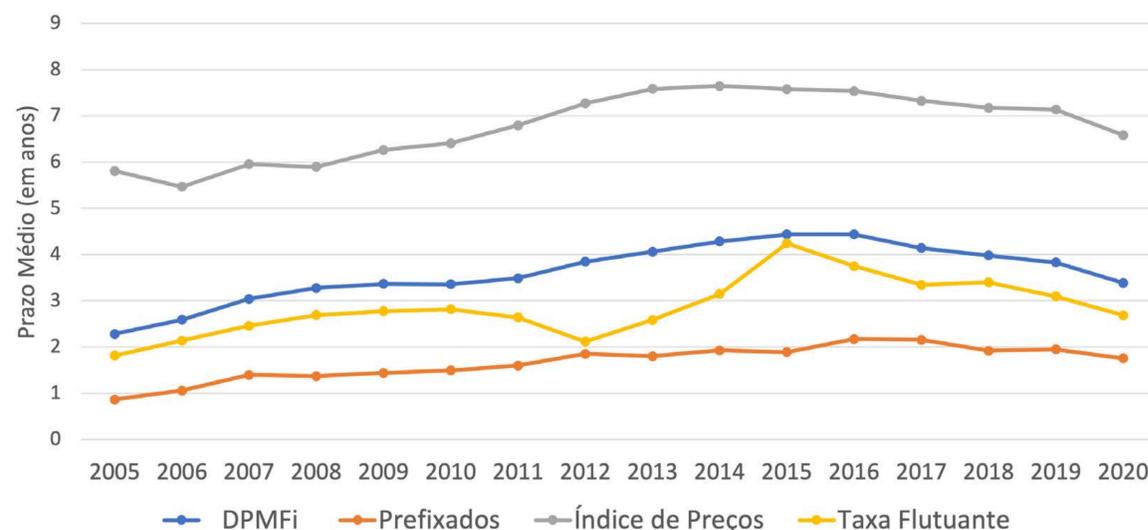
PIB de 2020 calculado pelo PIB mensal acumulado de dez/19 a nov/20 publicado pelo BCB.

Fonte: Tesouro Nacional

O prazo médio, por sua vez, reduziu-se de 4,0 para 3,6 anos. A redução no indicador de prazo médio também pode ser explicada pela maior emissão de títulos prefixados de curto prazo ao longo da pandemia de COVID-19. Somam-se a isso a mudança estrutural de demanda nos últimos anos pelos títulos como a NTN-F, cujo principal demandante são investidores não-residentes, e a NTN-B com prazos acima de 10 anos, cujos principais demandantes são fundos de pensão.

A redução nessa estatística tem se mostrado uma tendência desde 2015. Em parte, esse movimento se explica por uma diminuição do prazo médio de todos os tipos de títulos, independentemente do indexador, como mostra a Figura 17. Mas, há também um efeito das mudanças na composição da dívida, com destaque para a perda de participação dos títulos remunerados por índices de preços, que são aqueles com maior prazo médio, no estoque da DPF.

Figura 17 – **Prazo Médio do Estoque da DPMFi por indexador**



Fonte: Tesouro Nacional

O comportamento recente dos indicadores de prazo, que evidenciam o risco de refinanciamento da DPF, demonstra a relevância da manutenção de uma reserva de liquidez pelo Tesouro em níveis adequados, o que proporciona graus de liberdade para a gestão da dívida. Em 2020 a transferência de parte da reserva de resultado do BC ajudou a fortalecer o colchão de liquidez da dívida pública; mas, para 2021 o Tesouro desenvolve sua estratégia e planeja a

manutenção de caixa acima do nível prudencial independentemente de receitas extraordinárias, embora receitas como aquelas do pagamento antecipado do BNDES sejam desejáveis e contribuam para reforçar o caixa da dívida.

Além do prazo médio, o Tesouro Nacional divulga regularmente a vida média (ATM, do inglês *average term to maturity*) da DPF, indicador ideal para comparações internacionais, uma vez que muitos países utilizam essa métrica para calcular a maturidade de suas dívidas - não o conceito de prazo médio<sup>17</sup>. As informações de vida média da DPF podem ser encontradas em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/a-divida-em-grandes-numeros>.

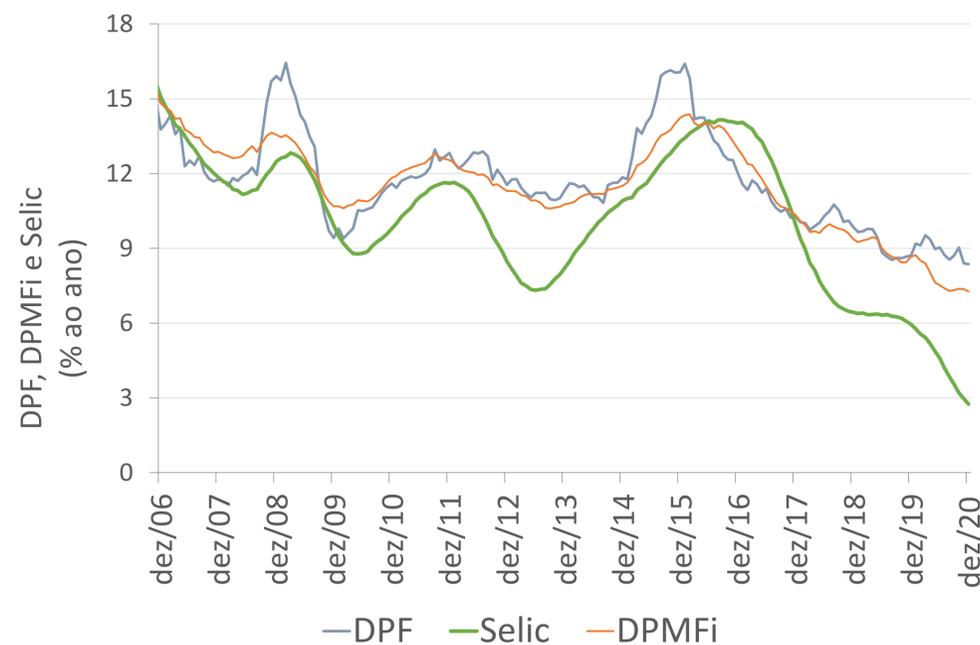
### Custo da Dívida Pública

O aumento da intensidade do ciclo de flexibilização da política monetária em 2020, com o cenário inicialmente deflacionário advindo da pandemia de COVID-19, teve efeitos positivos sobre os indicadores de custo da dívida, que mantiveram trajetória de queda no período, conforme ilustra a Figura 18. O custo médio acumulado em 12 meses do estoque da DPMFi reduziu-se de 8,66% a.a. em dezembro de 2019 para 7,27% a.a. em dezembro de 2020, o menor valor da série histórica. O efeito desta queda sobre o custo médio da DPF foi parcialmente impactado pelas variações cambiais sobre o custo médio da dívida externa (DPFe), que apresentou valor significativamente mais alto no acumulado em 12 meses (35,42% a.a.), que a DPMFi<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Entretanto, a vida média é um indicador 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 limitações, motivo do menor destaque dado a esse indicador nas estatísticas da DPF, fazem com que ele apresente valores bastante superiores ao prazo médio. Apesar disso, 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 intervalos de referência dos indicadores da DPF.

<sup>18</sup> Para mais informações ver a seção de custo médio da Dívida Pública Federal (DPF) no Relatório Mensal da Dívida (RMD).

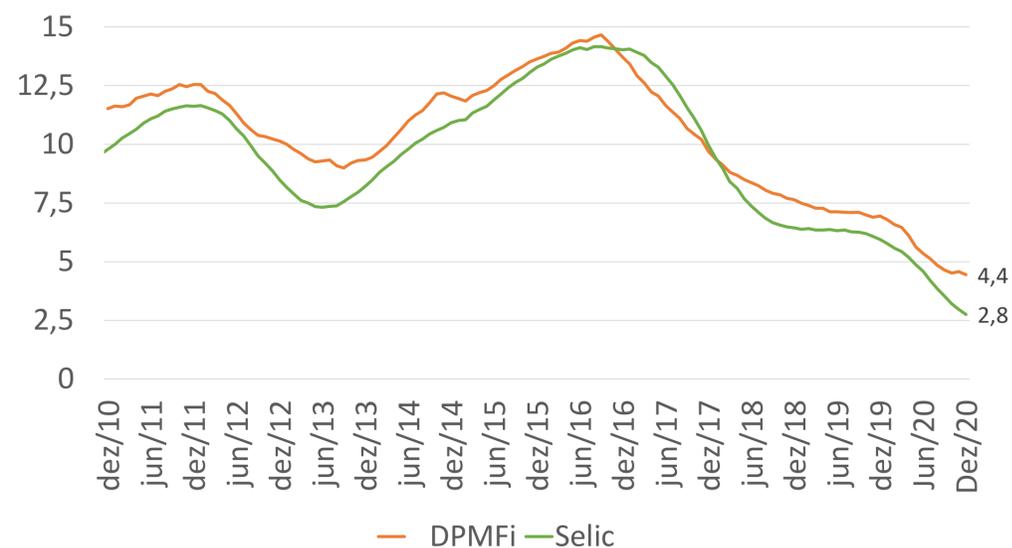
Figura 18 – **Custo médio da DPF e da DPMFi e taxa Selic (valores acumulados em 12 meses)**



Fonte: Tesouro Nacional

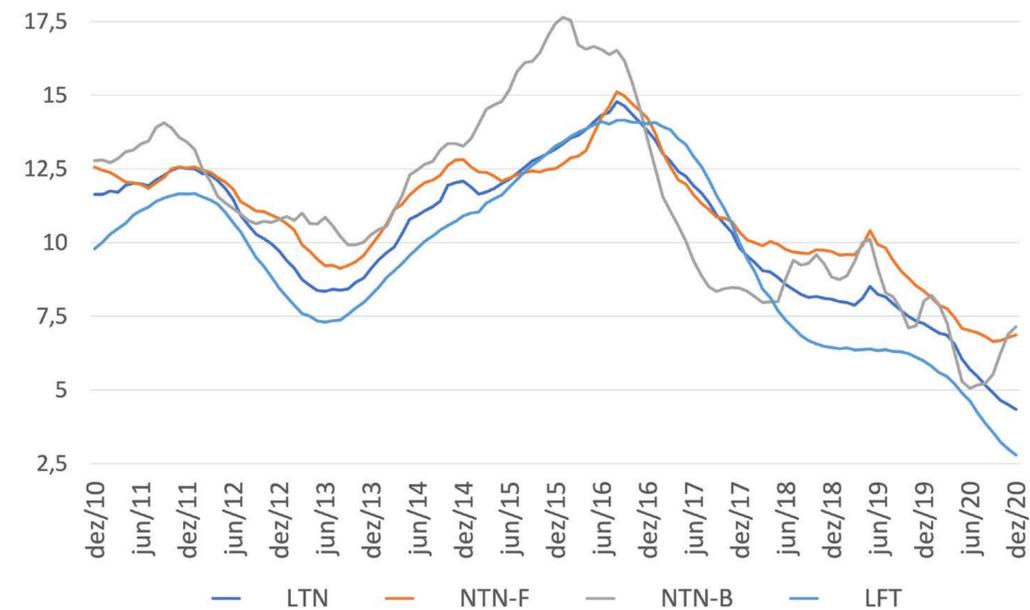
O custo médio de emissão da DPMFi, indicador mais sensível às condições de acesso ao mercado nos últimos meses, também apresentou redução ao longo de 2020, encerrando o ano em 4,44% a.a., o menor valor da série histórica (Figura 19). A análise por tipo de título (Figura 20) mostra queda no custo médio de emissão em todos os títulos.

Figura 19 – **Custo de emissão da DPMFi (taxa acumulada em 12 meses, % a.a.)**



Fonte: Tesouro Nacional

Figura 20 – **Custo médio de emissão da DPMFi por indexador**



Fonte: Tesouro Nacional

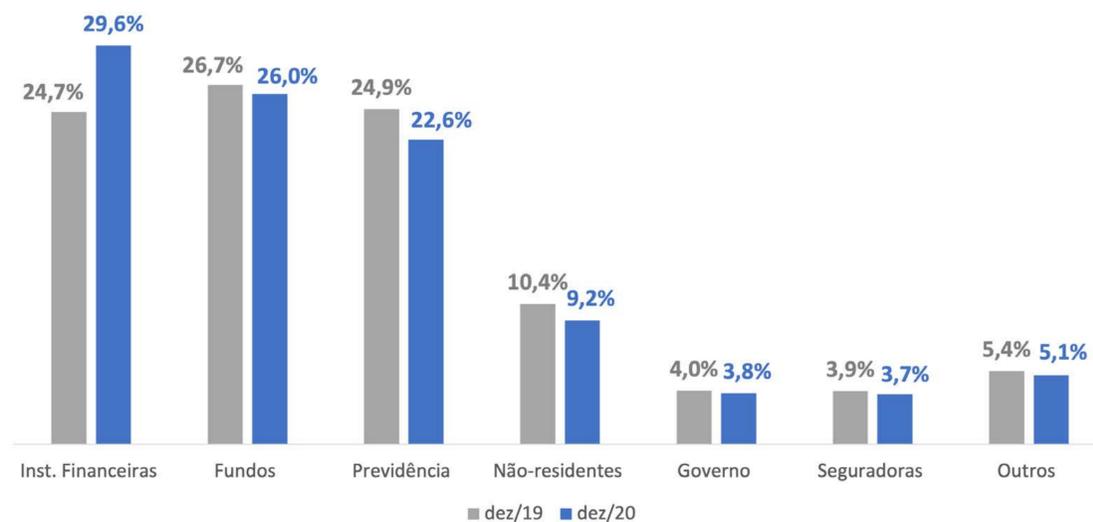
A queda acentuada dos indicadores de custo da dívida nos últimos meses demonstra a sensibilidade da DPF a oscilações nas taxas de juros de curto prazo, que exerceu efeitos positivos sobre o custo da dívida durante o ciclo de redução dos juros. Por outro lado, um aumento da taxa de juros tem o potencial de impactar os indicadores de custo em semelhante intensidade e tempestividade. Isso demonstra a necessidade premente de uma consolidação fiscal que crie condições macroeconômicas favoráveis à implementação das diretrizes da DPF, no sentido de aumentar a parcela de títulos prefixados longos e dos atrelados a índice de preços.

### 3.2 Base de Investidores

Uma das diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF e contribuem para que a sua gestão seja mais eficiente é a ampliação e a diversificação da base de investidores. A existência de diferentes perfis de risco e de horizontes de investimento minimiza os efeitos do comportamento de determinado grupo sobre preços dos títulos públicos e mitiga riscos da dívida na medida em que contribui para ampliar a liquidez dos títulos no mercado secundário e reduzir sua volatilidade.

Em 2020, as Instituições Financeiras passaram a ser o principal grupo de detentores, encerrando o ano com participação 29,6%. Em seguida, o grupo Fundos, com 26,0%, número próximo ao do ano anterior. O terceiro maior grupo, Previdência, apresentou redução na participação da DPMFi, de 24,9% em 2019 para 22,6% em 2020. A mudança de composição refletiu, assim, as condições fiscais e de mercado que emergiram ao longo do ano e a adaptação da estratégia de emissões diante desse cenário. Em que pese tal mudança, conforme mostra a Figura 21, a base de investidores da DPMFi manteve-se diversificada, sem alterações expressivas, o que corrobora a relevância dessa diretriz para a gestão de riscos da dívida.

Figura 21 – **Evolução da Base de Detentores da DPMFi (% da DPMFi)**

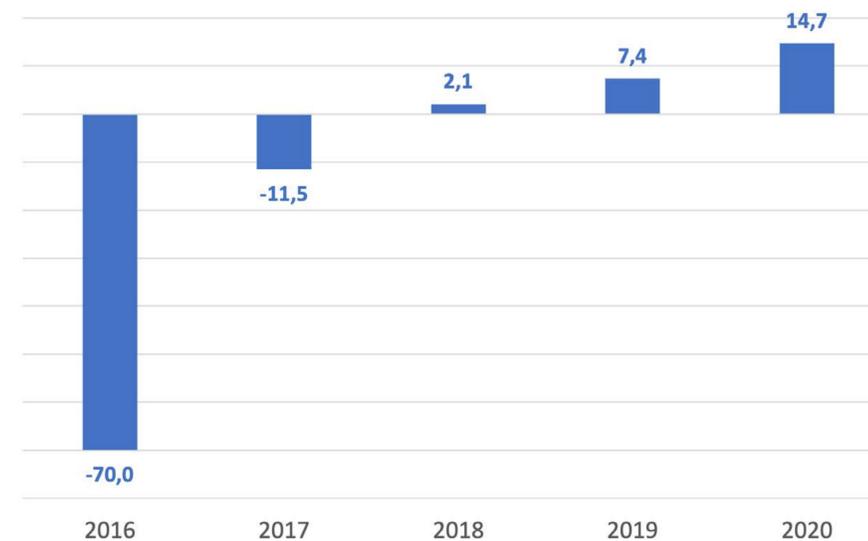


Fonte: Tesouro Nacional e Selic

O estoque do grupo de não residentes apresentou aumento de R\$ 14,7 bilhões em 2020 (Figura 22), contudo, o grupo reduziu participação relativa na DPMFi, de 10,4% para 9,2% (Figura 21). Tal movimento reflete o cenário desafiador enfrentado pelos países emergentes diante da busca dos investidores por ativos mais líquidos e de menor risco e, no caso brasileiro, pelo movimento decrescente do diferencial de juros de curto prazo, além de incertezas quanto ao cenário fiscal. Espera-se que haja recuperação da presença desse grupo à

medida que seja possível retomar a agenda de consolidação fiscal e os sinais de retorno do crescimento da economia se tornem mais claros.

Figura 22 – **Variação da carteira de não-residentes (R\$ bilhões)**

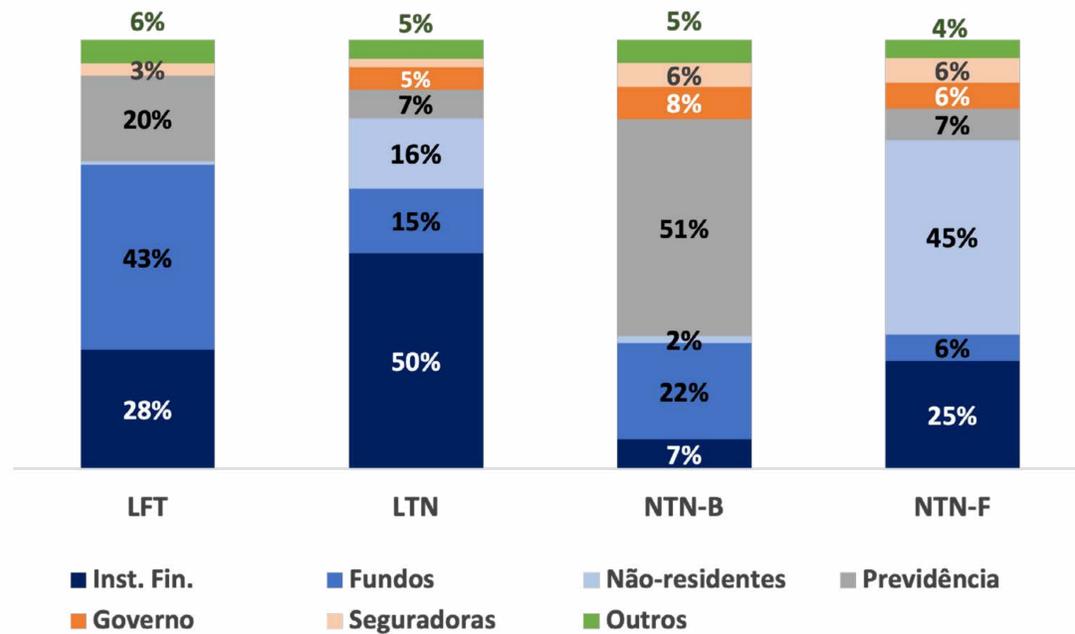


Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

Com relação à variação nominal no estoque em 2020, instituições financeiras e fundos de investimento foram os grupos que apresentaram variações mais significativas, com R\$ 403,5 bilhões e R\$ 148,6 bilhões, respectivamente. Já as entidades de previdência e o governo elevaram os estoques em R\$ 63,2 bilhões e R\$ 17,5 bilhões, respectivamente.

A Figura 23 mostra a participação dos detentores por título, com os seguintes destaques: 50,6% do total de NTN-B, em mercado, é detido pelo grupo previdência, 45,1% da NTN-F é detida por não residentes, 50,2% da LTN está na carteira de instituições financeiras e 43,1% do estoque de LFT encontra-se com fundos de investimento.

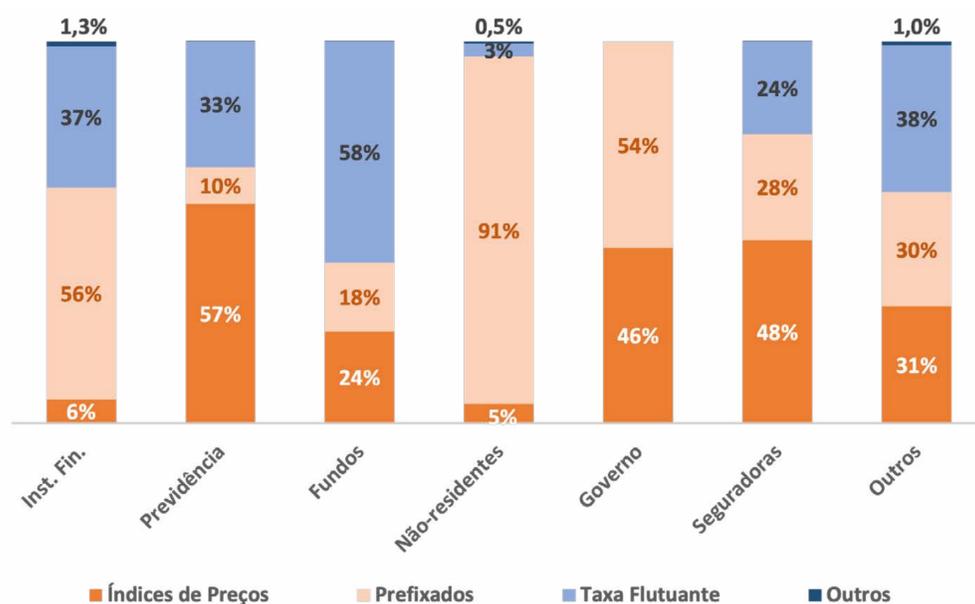
Figura 23 – **Participação de detentores por títulos**



Fonte: Tesouro Nacional

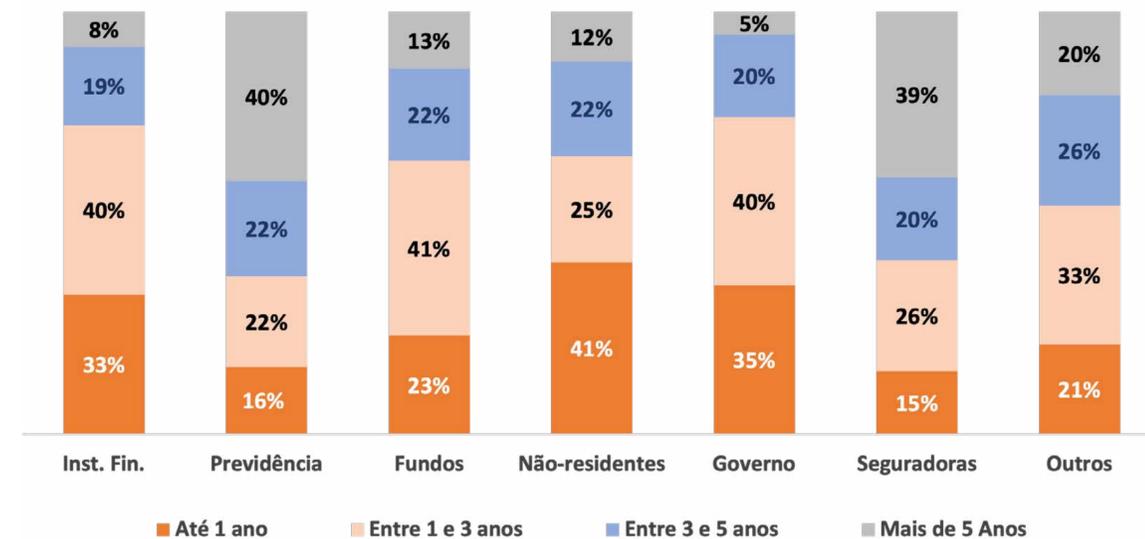
A composição da carteira dos principais grupos de detentores e a distribuição por prazo de vencimento são apresentados nas Figuras 24 e 25. Dentre os destaques, observa-se que cerca de 91,1% das aplicações de não residentes em títulos públicos é direcionada para prefixados e 40,1% da carteira de previdência tem prazo superior a cinco anos.

Figura 24 – **Composição da carteira de títulos públicos dos detentores**



Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

Figura 25 – **Distribuição por prazo de vencimento**



Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

A análise dos detentores da dívida pública revela que a crise sanitária do de COVID-19 teve efeitos no gerenciamento da DPF, com destaque para a redução da participação dos detentores que têm preferência por títulos de prazos mais elevados, notadamente os grupos previdência e não residentes.

### 3.3. Tesouro Direto

Em agosto de 2020, o Tesouro Direto zerou a taxa de custódia da B3 para os investimentos de até R\$ 10 mil no Tesouro Selic. Dessa forma, esse título se fortaleceu como opção para investidores que iniciam a sua experiência de poupança no programa. As vendas desse título totalizaram R\$ 11,5 bilhões em 2020, sendo o mais vendido no ano.

Com relação ao estoque, o Tesouro Direto totalizou o montante de R\$ 62,7 bilhões, o que representou aumento de 5,1% em relação a 2019. Atualmente, o programa corresponde a 1,3% da DPF. Os títulos remunerados por índice de preço (IPCA+ e IPCA+ com juros semestrais) permanecem com a maior participação na composição do estoque, com 50,1%.

Quanto aos prazos de vencimento, houve aumento da preferência por títulos de curto prazo e médio prazo (1 a 5 anos) em relação a 2019: foram vendidos R\$ 11,4 bilhões em 2020, enquanto esse número para 2019 foi de R\$ 3,5 bilhões.

O número de investidores ativos cresceu 20,2% em 2020, com o incremento de 242.504 novos investidores com posição no Tesouro Direto.

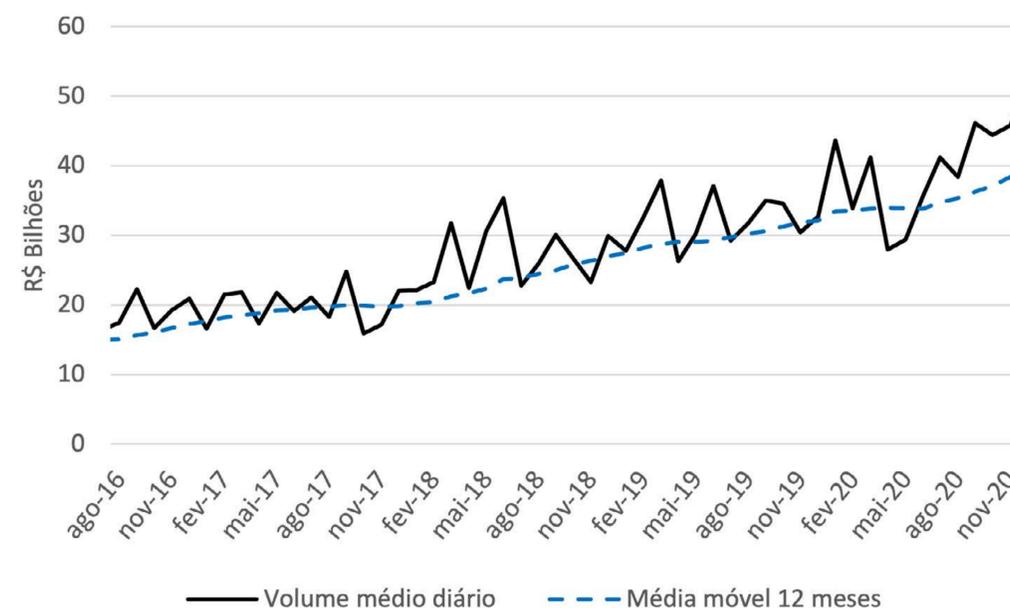
### 3.4. Sistema de *Dealers* e Mercado Secundário de Títulos

O Tesouro Nacional credencia instituições financeiras com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Conhecidas como *dealers*, essas instituições atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais, nas quais o Tesouro exige uma participação mínima nas ofertas públicas, quanto no mercado secundário desses títulos, via distribuição e formação de mercado, contribuindo para um monitoramento mais eficiente do segmento secundário e dos desdobramentos da indústria na qual essas instituições se inserem.

Com o objetivo de aperfeiçoar o Sistema de *Dealers*, o Tesouro Nacional publicou a Portaria STN nº 431, de 07 de agosto de 2020, que terá efeito a partir de 10 de fevereiro de 2021. As principais novidades do documento foram criar incentivos para o mercado de LFT, buscando fomentar a liquidez desse título, e revisar os pesos atribuídos às operações no mercado secundário de títulos públicos federais, diminuindo os incentivos para as transações envolvendo instrumentos prefixados de curto prazo.

Os dados na Figura 26 ilustram a tendência de crescimento do volume negociado no mercado secundário desde a separação do Sistema de *Dealers* do Banco Central e do Tesouro Nacional em 2015. O volume médio diário, que era de aproximadamente R\$ 12 bilhões em janeiro de 2015, alcançou R\$ 51 bilhões em dezembro de 2020, considerando o conceito extra grupo (negociações entre instituições de diferentes conglomerados financeiros). Em particular, em 2020 houve evolução no volume negociado em relação ao estoque dos respectivos títulos, métrica importante de liquidez (Figura 27).

Figura 26 – **Volumes Negociados no Mercado Secundário de Títulos Públicos**



Fonte: Tesouro Nacional

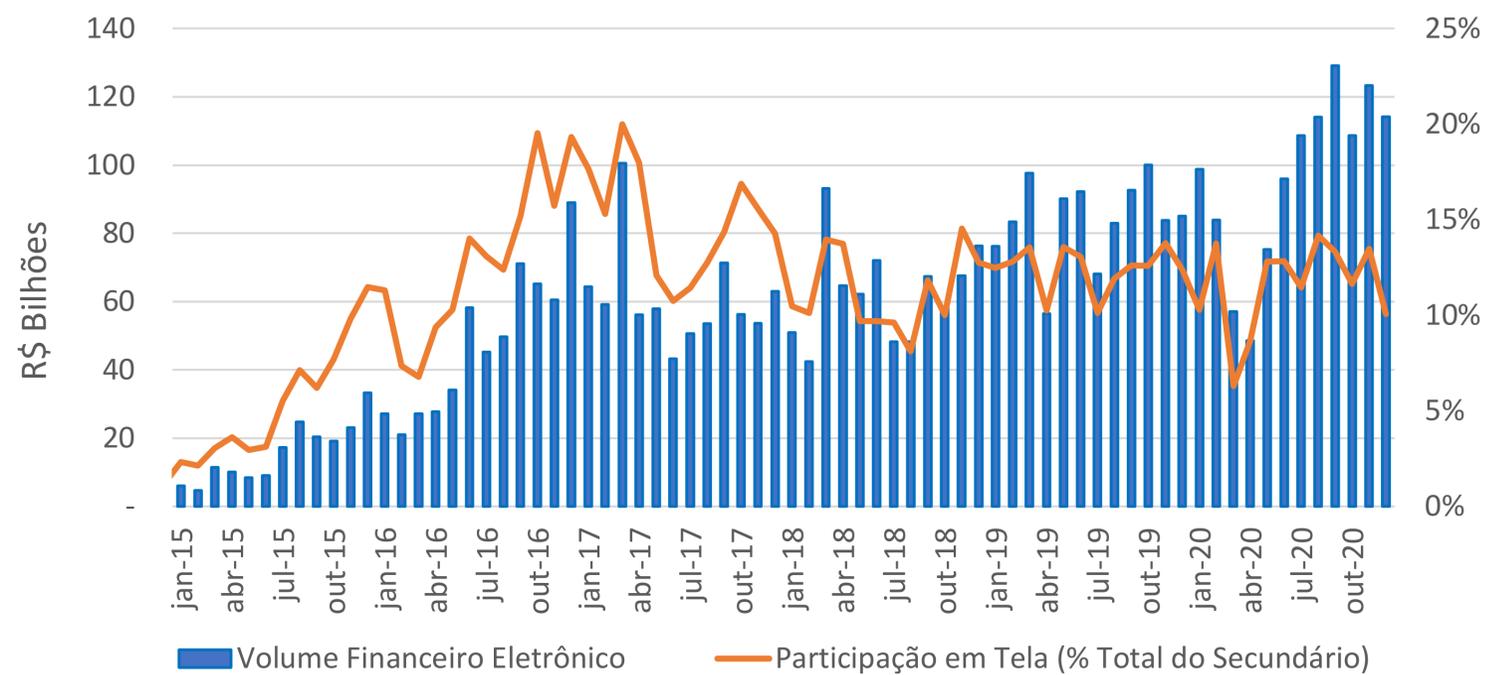
Figura 27 – **Volume médio diário em relação ao estoque**



Fonte: Tesouro Nacional

Outro segmento que o Tesouro Nacional busca incentivar por meio de seu sistema de dealers, de modo a fomentar a liquidez e a transparência de preços, é o de plataformas eletrônicas de negociação de títulos públicos. O avanço nessa frente foi positivo nos últimos anos, saindo de cerca de R\$ 6 bilhões de volume negociado em plataformas eletrônicas em janeiro de 2015 para cerca de R\$ 114 bilhões em dezembro de 2020.

Figura 28 – Mercado Secundário em Plataformas Eletrônicas



Fonte: Tesouro Nacional

# 4 Garantias

No arcabouço federativo brasileiro os entes subnacionais, entidades controladas estaduais, bancos e estatais federais podem realizar operações de crédito com garantias do Governo Federal com o objetivo de reduzir o risco de crédito da operação e, conseqüentemente, os custos envolvidos quando comparados com as operações sem garantias.

Por constituir um passivo contingente do Governo Federal, o acompanhamento do saldo das dívidas garantidas, assim como a execução das garantias é relevante para a gestão da dívida pública. Este tema ganhou importância com a atual crise financeira dos estados, quando os pagamentos de honras de garantias pela União tornaram-se mais frequentes, elevando as necessidades orçamentárias e financeiras do Governo Federal.

Como mostra o Quadro 6, ao final de 2020 o saldo devedor de garantias concedidas pelo Tesouro Nacional em operações de crédito totalizou R\$ 296,0 bilhões, sendo R\$ 114,1 bilhões em operações internas e R\$ 181,9 bilhões em operações externas.

Quadro 6 – *Total de garantias e honras em operações de crédito* (R\$ bilhões)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Garantias Internas</b>	<b>22,6</b>	<b>52,7</b>	<b>80,6</b>	<b>112,3</b>	<b>111,1</b>	<b>115,5</b>	<b>114,3</b>	<b>109,3</b>	<b>114,1</b>
Estados	13,2	39,9	61,9	81,8	81,3	84,7	91,4	90,9	97,3
Municípios	0,0	0,0	1,5	3,5	4,0	3,9	3,9	4,9	6,9
Estatais	9,4	12,8	17,2	27,0	25,9	22,9	19,0	13,5	9,8
<b>Garantias Externas</b>	<b>48,6</b>	<b>56,1</b>	<b>70,2</b>	<b>110,6</b>	<b>103,8</b>	<b>121,8</b>	<b>143,9</b>	<b>146,6</b>	<b>181,9</b>
Estados	29,2	35,7	47,7	77,8	75,5	91,2	107,7	109,6	135,2
Municípios	4,9	5,6	7,0	10,6	10,7	11,1	13,5	14,6	20,0
Estatais	14,5	14,8	15,6	22,2	17,6	19,6	22,8	22,4	26,8
<b>Total de Garantias</b>	<b>71,2</b>	<b>108,8</b>	<b>150,8</b>	<b>222,9</b>	<b>214,9</b>	<b>233,3</b>	<b>258,2</b>	<b>255,9</b>	<b>296,0</b>
<b>Total Honras de Garantias</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>8,4</b>	<b>13,3</b>

Fonte: Tesouro Nacional

O montante de garantias honradas alcançou R\$ 13,3 bilhões em 2020, maior valor da série histórica iniciada em 2016, o que representou um aumento de 59,6% em relação ao valor honrado de R\$ 8,4 bilhões em 2019. As honras de aval pagas em 2020 são referentes às inadimplências de 14 estados, que totalizaram R\$ 13,26 bilhões, e 8 municípios (R\$ 66,23 milhões). Dentre os estados, destaque para o Rio de Janeiro e Minas Gerais, responsáveis por R\$ 8,25 bilhões e R\$ 3,18 bilhões em honras, respectivamente.

Do valor honrado para o estado do Rio de Janeiro, o montante de R\$ 4,28 bilhões se refere ao contrato junto ao banco *BNP Paribas* assinado durante a vigência do Regime de Recuperação Fiscal (LC 159/2017) e que tem como contragarantias as ações da Companhia Estatal de Águas e Esgotos do Rio de Janeiro (CEDAE).

Ao longo de 2020, por conta dos efeitos da pandemia de COVID-19, foi aprovada a LC 173/2020 que permitiu que os contratos de dívida garantida pelo Governo Federal, em operações de crédito internas e externas, fossem renegociados com os credores. No entanto, somente os credores internos (BNDES, BB, CAIXA e BNB) repactuaram as condições financeiras de alguns contratos. No âmbito da LC 173, foram renegociados 160 contratos de dívida interna. A interpretação da lei por alguns mutuários, que entenderam que os credores eram obrigados a renegociar os termos dos contratos, o que não se verifica no texto da lei, levou a um aumento do número de mutuários que tiveram pagamentos de honras efetuados pelo Governo Federal.

Atualmente, a União está impedida de recuperar as contragarantias referentes às honras de aval executadas do Estado do Rio de Janeiro, que se encontra sob o Regime de Recuperação Fiscal (RRF), instituído pela Lei Complementar nº 159/2017. A execução das contragarantias dos estados de Goiás, Minas Gerais, Rio Grande do Norte, Amapá e Maranhão também está suspensa, uma vez que esses entes obtiveram liminares no Supremo Tribunal Federal (STF) ao longo de 2019 e 2020 que impedem a União de executar as referidas contragarantias.

O aumento de honras de garantia sem a correspondente recuperação das contragarantias tem como efeito final o aumento da DPF, uma vez que tais despesas são pagas com recursos de emissão de dívida. Dessa forma, a inadimplência de contratos de dívida garantidos pela União tem o reflexo de aumentar as despesas financeiras do Governo Federal, onerando a sociedade como um todo.

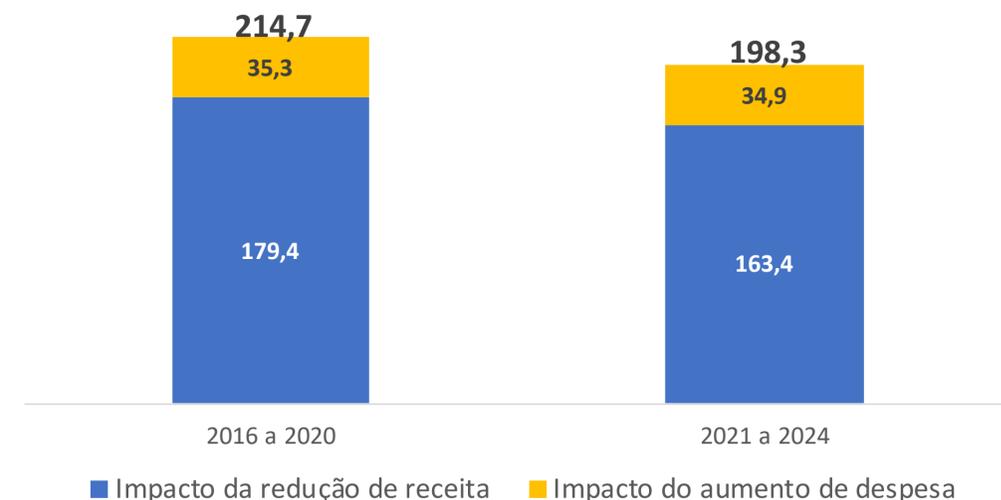
Soma-se a esse efeito as renegociações que foram realizadas pelo Governo Federal por meio das Leis Complementares nº 148/2014 (mudança dos indexadores) e nº 156/2016 (alongamento dos prazos) que reduziram os fluxos de pagamento da dívida dos entes subnacionais com a União em

relação aos contratos originais oriundos da Lei nº 9496/1997. A redução desse fluxo financeiro para o Tesouro Nacional diminui as disponibilidades financeiras para o pagamento da Dívida Pública Federal, aumentando a necessidade de financiamento.

Com a aprovação em janeiro de 2021 da Lei Complementar nº 178 (fruto da conversão do Projeto de Lei Complementar nº 101/2020) os benefícios da LC nº 159/2017 e da LC nº 156/2016 foram ampliados para os entes subnacionais. A LC nº 178/2021 flexibilizou as regras de adesão ao RRF e alongou o prazo máximo de permanência dos entes no regime. Cancelou as penalidades para os entes que não cumpriram o teto de gastos nos últimos anos, uma contrapartida definida em 2016 para o alongamento da dívida dos entes subnacionais.

Quando consideramos os efeitos relacionados ao aumento de honras de garantias (aumento da despesa) com o impacto das renegociações da LC nº 148/2014, LC nº 156/2016 (diminuição das receitas) e LC nº 178/2021, podemos observar o aumento significativo sobre a necessidade de financiamento do Governo Federal nos últimos anos, em decorrência de eventos relacionados com as dívidas dos entes subnacionais.

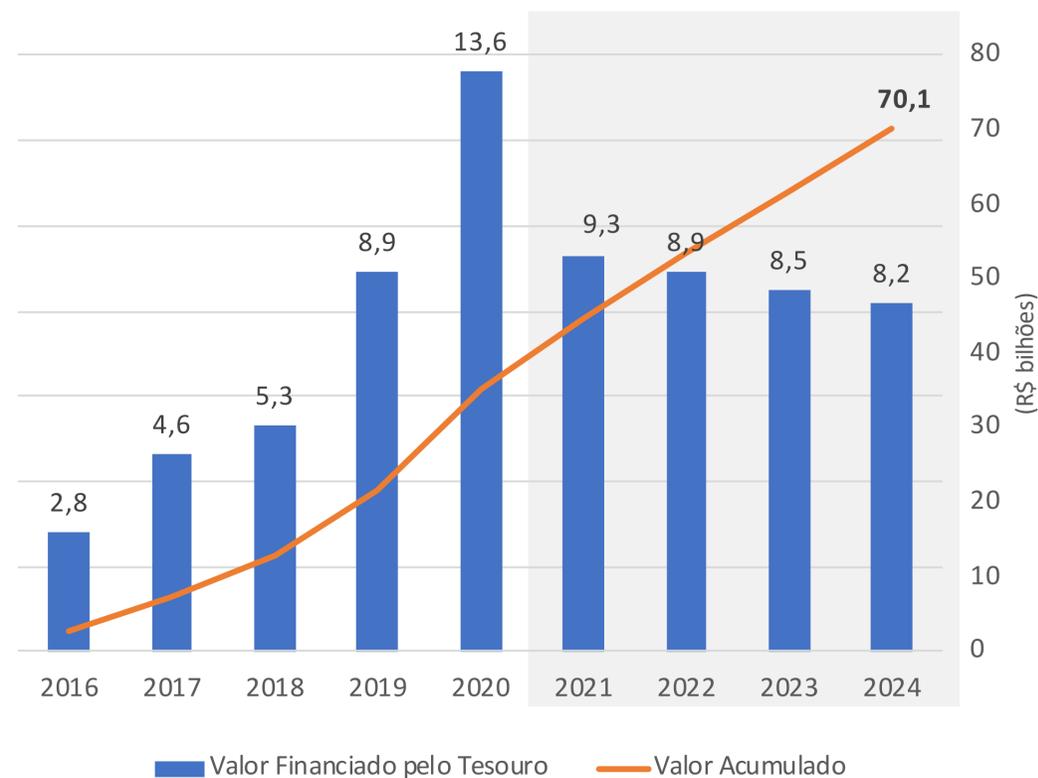
Figura 29 – **Impactos de reestruturações e honras de aval\*** (R\$ bilhões)



\* Os valores foram corrigidos pelo IPCA, posição 31/12/2020

Fonte: Tesouro Nacional

Figura 30 – **Impacto acumulado\*** das despesas com honras de garantias (R\$ bilhões)



\*Os valores foram corrigidos pelo IPCA, posição 31/12/2020

Fonte: Tesouro Nacional

A STN divulga o [Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas](#) no qual traz um detalhamento da situação da dívida garantidas de todos os estados, bem como uma visão global desse passivo contingente.

Além disso, em 2020 a STN disponibilizou os dados do relatório em uma página que explica de maneira inovadora as garantias concedidas pela União. A página das [Histórias das Garantias](#) reúne conteúdo que aborda o assunto das garantias de forma mais didática e dinâmica.

Por fim, também foram disponibilizados o [Painel de Garantias](#), ferramenta de visualização de dados com as informações detalhadas sobre as garantias da União em operações de crédito, e o [Painel de Garantias Honradas](#), painel analítico que traz as informações detalhadas disponíveis sobre as garantias honradas pela União.

# 5 Conclusão

Em 2020, a crise deflagrada pelo COVID-19 impôs desafios sem precedentes às economias e mercados globais. No Brasil, o esforço de combate à pandemia e seus desdobramentos sobre a economia, por um lado, implicaram a necessidade de aumento temporário das despesas públicas e acarretaram atrasos na agenda de reformas. Entretanto, a tempestividade e alcance das medidas de combate à pandemia tiveram sucesso em amenizar os impactos negativos sobre a dinâmica das principais variáveis macroeconômicas.

Neste contexto, a gestão da dívida desempenhou seu papel de atender à necessidade de financiamento do Governo Federal, zelando, ainda, pelo bom funcionamento do mercado de títulos públicos. Para isso, além de realizar atuações extraordinárias pontuais em momentos necessários, foram implementados ajustes na estratégia de emissão de títulos para o ano de forma a compatibilizar a atuação do Tesouro ao novo cenário.

Aspectos diferenciais da gestão da DPF, como a manutenção de uma reserva de liquidez, a composição predominantemente doméstica e a presença de um mercado profundo e bem organizado de títulos públicos mostraram-se mecanismos importantes para atenuar os efeitos da crise do COVID-19. Entretanto, inevitavelmente, o cenário impôs mudanças no perfil de risco da dívida, com redução de prazo e aumento da proporção da dívida exposta a mudanças nas taxas de juros de curto prazo.

Os desafios enfrentados em 2020, tornaram ainda mais clara a relevância da continuidade da agenda de reformas estruturais capazes de promover a sustentabilidade fiscal necessária para se alcançar melhorias, no médio prazo, nos indicadores de composição e estrutura de vencimentos da DPF.

Com o objetivo de auxiliar essa discussão, a Secretaria do Tesouro Nacional continuará promovendo a transparência necessária ao debate quanto aos impactos das medidas fiscais e seus efeitos sobre a gestão e a evolução dos indicadores da dívida de forma a informar a sociedade e subsidiar a tomada de decisão dos formuladores de políticas públicas.