

2021
PAF

Publicado em
27/01/2021

Ministério da Economia
Secretaria Especial de Fazenda
Secretaria do Tesouro Nacional

Plano Anual de Financiamento

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

Luís 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

Andre Duarte Veras

Andresa Costa Biason

Cinthia de Fátima Rocha

Clarissa Pernambuco Peixoto da Silva

Claudio 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

Flávia Fontoura Valle May

Frederico Schettini Batista

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Guilherme Barbosa Pelegri

Gustavo Matte Russomanno

Gustavo Miguel Nogueira Fleury*

Helano Borges Dias

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

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrao de Lamonica Freire*

Marcelo Rocha Vitorino

Marcelo Rodrigues Calil

Márcio Rodrigo Vieira de Araújo

Nathália Filgueiras de Almeida

Nucilene Lima de Freitas Franca

Paulo de Oliveira Leitão Neto

Paulo Ernesto Monteiro Gomes

Paulo Moreira Marques

Petrônio de Oliveira Castanheira

Plínio Portela de Oliveira

Poliana de Carvalho Pereira

Rafael Mesquita Camargo

Roberto Beier Lobarinhas

Ruth Lacerda Benfica

Vinicius Pinto de Menezes

Victor Valdivino Caetano de Almeida

*Coordenação Técnica

Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2021. 1/Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2021, número 21. 1. Dívida Pública Federal 2. Plano Anual de Financiamento 3. Planejamento 4. Estratégia I. Brasil. Secretaria do Tesouro Nacional II. Título

Informações**Telefone:** (061) 3412-1843**E-mail:** ascom@tesouro.gov.br**Disponível em:** www.tesourotransparente.gov.br

Dívida Pública Federal: *Plano Anual de Financiamento 2020 é uma publicação anual da Secretaria do Tesouro Nacional. É permitida a sua reprodução total ou parcial, desde que mencionada a fonte.*

Projeto Gráfico e Diagramação

Assessoria de Comunicação Social (ASCOM/Tesouro Nacional)

Projeto Gráfico e Diagramação - Viviane Barros e Hugo Pullen

Última alteração: 27/01/2021

Sumário

	Mensagem do Tesouro Nacional	4
1	Introdução	5
2	Cenários e Necessidade de Financiamento	6
	2.1.Cenários Macroeconômicos	6
	2.2.Necessidade de Financiamento em 2021	7
	2.2.Reserva de Liquidez da Dívida Pública	10
3	Estratégia de Financiamento	12
	3.1.Dívida Interna	12
	3.2.Dívida Externa	14
4	Resultados Esperados	15
	4.1.A DPF no curto prazo	15
	4.2.Composição desejada para a DPF no longo prazo	16
	4.3.Indicativos para a DPF no médio prazo	17
	4.4. Risco de Mercado: análise ampliada de composição da dívida	19
5	A relevância da pauta ESG para a gestão da dívida pública	21
6	Considerações Finais	27



Mensagem do Tesouro Nacional

O Plano Anual de Financiamento (PAF) é peça fundamental do planejamento da gestão da Dívida Pública Federal (DPF). O documento contém o objetivo e diretrizes para a estratégia anual de emissão da dívida interna e externa, em mercado, de responsabilidade do Governo Federal. O documento também estabelece os parâmetros para nortear a evolução da dívida pública durante o ano de 2021, por meio de intervalos de referência para seus principais indicadores. O PAF chega a sua 21ª edição como tradicional instrumento de comunicação e transparência do Tesouro Nacional em seu compromisso de zelar pelo equilíbrio fiscal e pela qualidade do gasto público.

A dívida pública vem aumentando consistentemente há pelo menos uma década, como consequência da política de empréstimos a bancos públicos, sucessivos déficits primários e constantes socorros a entes subnacionais. A queda pontual ocorrida em 2019 foi drasticamente revertida em 2020, em decorrência da pandemia do COVID-19 e das necessárias ações do Governo Federal para mitigar seus impactos econômicos e sociais, implicando também em mudanças no perfil das emissões e do estoque da DPF. Nesse contexto, o Tesouro Nacional atuou de forma a garantir os recursos necessários para a execução das despesas extraordinárias, respeitando as condições de mercado e assegurando a manutenção de suas disponibilidades de caixa em níveis seguros.

O maior desafio para 2021 é compatibilizar a necessidade de financiamento de curto prazo com os objetivos de médio e longo prazos da DPF. Assim, o PAF 2021 visa a obtenção de recursos para o refinanciamento da própria dívida e do déficit primário, priorizando medidas que busquem a manutenção da reserva de liquidez da dívida pública em níveis prudentes, a mitigação do risco de refinanciamento e o bom funcionamento do mercado de títulos públicos.

As mudanças no perfil de endividamento e deterioração dos principais indicadores ocorridas ao longo da última década tornam ainda mais necessária a retomada da agenda de reformas estruturantes, em favor da consolidação fiscal e do aumento da produtividade na economia brasileira. Em que pesem os desafios enfrentados em 2020, o compromisso com a responsabilidade fiscal permanece sempre como um dos pilares para a boa gestão da dívida pública, fundamental para a manter juros baixos e inflação controlada, base para a retomada do crescimento sustentável da nossa economia. A partir disto, cria-se um círculo virtuoso, com melhoria na trajetória da razão dívida/PIB, redução da inclinação da curva de juros e melhorias do perfil da DPF.

É nesse contexto que trazemos a publicação do PAF 2021, em que o Tesouro Nacional reafirma seu propósito de assegurar a sustentabilidade fiscal e promover a qualidade do gasto público, por meio de uma estratégia baseada no equilíbrio adequado entre custo e risco da dívida pública, adoção das melhores práticas de gestão da dívida, respeito aos princípios das finanças sustentáveis e zelo pelo bom funcionamento do mercado de renda fixa no Brasil.

1

Introdução

A finalidade do Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2021 é apresentar a estratégia anual para a DPF em mercado, à luz do objetivo e das diretrizes da gestão da dívida pública. Em particular, serão destacados os resultados esperados em 2021 para os principais indicadores da DPF, por meio de intervalos de referência.

O objetivo da gestão da DPF é suprir de forma eficiente as necessidades de financiamento do governo federal, ao menor custo no longo prazo, respeitando-se a manutenção de níveis prudentes de risco e, adicionalmente, buscando contribuir para o bom funcionamento do mercado brasileiro de títulos públicos.

Para o alcance desse objetivo, as seguintes diretrizes qualitativas norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF:

- Substituição gradual dos títulos remunerados com taxas de juros flutuantes por títulos com rentabilidade prefixada e títulos remunerados por índice de preços;
- Suavização da estrutura de vencimentos, com especial atenção para a dívida que vence no curto prazo;
- Aumento do prazo médio do estoque;

- Desenvolvimento da estrutura a termo de taxas de juros;
- Incentivo à liquidez dos títulos públicos federais no mercado secundário;
- Diversificação e ampliação da base de investidores;
- Manutenção da reserva de liquidez acima de seu nível prudencial

Este documento está organizado em cinco seções, além desta introdução. A próxima seção traz os cenários macroeconômicos e a estimativa das necessidades de financiamento que balizam o PAF 2021. Na seção 3, a estratégia de financiamento para 2021 é apresentada, destacando os principais títulos a serem emitidos ao longo do ano. Na seção 4, são apresentados os resultados esperados dos principais indicadores da DPF para o final de 2021, bem como indicativos para as trajetórias da composição e estrutura de vencimentos da DPF no médio prazo. Já na seção 5, o documento traz uma pauta que cresce em importância para a gestão da dívida, que é a temática ESG (*Environment, Social and Governance*), adotadas pelos setores corporativos e soberanos. O objetivo dessa seção é mostrar como a gestão da dívida pode se envolver nessa pauta, principalmente no que diz respeito ao relacionamento com investidores (comunicação e transparência). Por último, na seção 6 são feitas as considerações finais.

2

Cenários e Necessidade de Financiamento

2.1 Cenários macroeconômicos

A evolução da pandemia e o desenvolvimento de medicamentos e vacinas permanecem determinantes para o cenário macroeconômico em 2021. No entanto, no exterior permanece o ambiente de ampla liquidez internacional, com taxas de juros nas mínimas históricas, adoção de medidas de estímulos fiscais e monetários visando a recuperação econômica das principais economias.

Assim, o cenário externo básico, ao qual atribuímos maior probabilidade, considera um ambiente de elevada liquidez internacional favorecendo economias emergentes. As principais premissas são as seguintes:

- i. desenvolvimento de vacinas permite a imunização gradual da população mundial, mitigando o risco de novas paralisações na atividade econômica;
- ii. acomodação das tensões comerciais, em especial nas relações EUA-China; e
- iii. recuperação moderada da atividade econômica.

No âmbito doméstico, o cenário básico se aproxima das expectativas de mercado para 2021, caracterizado por inflação controlada, recuperação da atividade econômica e taxas de juros em patamares historicamente baixos. Nesse contexto, há expectativa de retomada da agenda econômica de reformas estruturantes, de forma a subsidiar o processo de consolidação fiscal que vinha em curso antes da pandemia. Permanece a leitura favorável para o balanço de pagamentos, com reduzido déficit em conta corrente e retomada dos influxos significativos de investimentos

estrangeiros, após o adiamento do fluxo em 2020, em decorrência da pandemia.

Além do cenário básico, a elaboração de estratégias do PAF contempla cenários alternativos, que permitem delinear diferentes hipóteses para a evolução das economias doméstica e externa, e auxiliam na definição de intervalos para a evolução dos indicadores da DPF.

Cenários alternativos consideram, por um lado, uma intensificação no quadro de incertezas global, com recrudescimento do ambiente de aversão ao risco. Isto é, haveria o risco de evolução desfavorável da pandemia, com relativa demora no processo de imunização e persistência das medidas de restrições econômica e social. No caso do Brasil, a combinação entre um cenário internacional mais adverso e eventual prospecto desfavorável para as contas públicas pode levar a uma nova deterioração dos preços de ativos financeiros e das expectativas de inflação. Esse cenário colocaria em risco a recuperação da atividade econômica.

Outro cenário alternativo considera condições políticas e econômicas mais benignas em 2021, sobretudo em relação à agenda de reformas estruturantes e retomada de disciplina fiscal. Esse contexto promoveria um choque positivo de expectativas e confiança, intensificando a retomada da atividade.

Cenários com fortes choques ou situações extremas de estresse não estão incluídos dentre aqueles que servem de base para a definição dos limites resultantes deste plano de financiamento.

2.2. Necessidade de financiamento em 2021

O conceito de necessidade de financiamento utilizado no PAF segue a lógica orçamentária e, portanto, considera apenas receitas que ingressam durante o ano corrente. Assim, por construção, não se incluem aqui as receitas decorrentes do superávit financeiro obtidas em exercícios anteriores, que compõem as disponibilidades de caixa para pagar dívida¹. Como a gestão da dívida dispõe dessa reserva de liquidez, também conhecida como “colchão da dívida”, o indicador de necessidade de financiamento não deve ser visto como o volume de emissão de títulos a ser realizado ao longo do ano, e sim como o valor que deveria ser emitido para manter constante a reserva de liquidez.

A necessidade de financiamento é composta por despesas com dívida, divididas em vencimentos da DPF e honras de garantias dos entes subnacionais, e

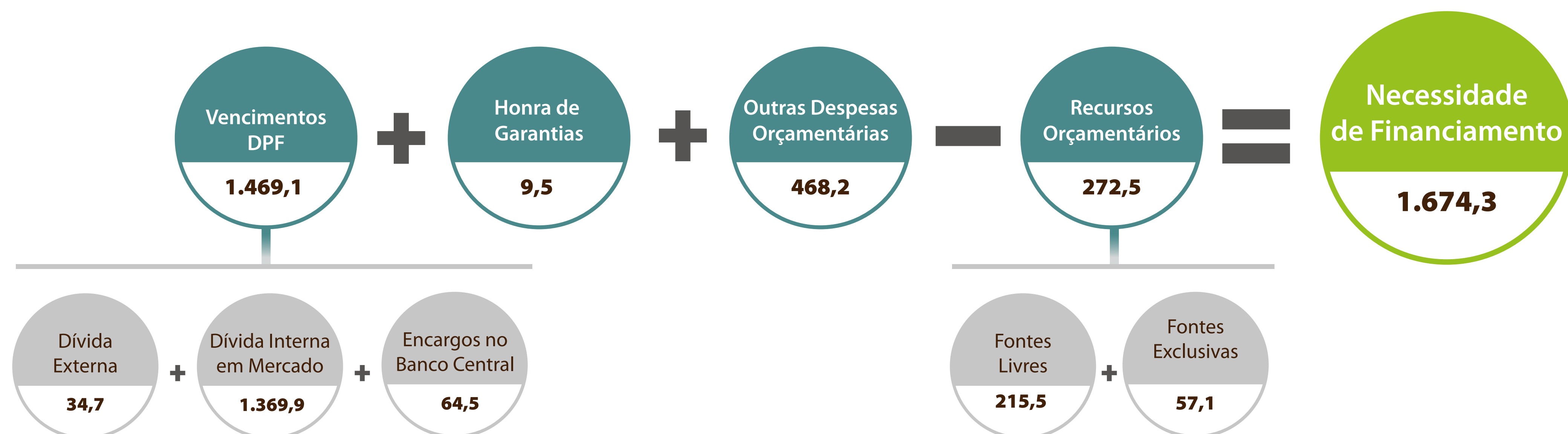
¹ Uma razão para não incluir uma previsão do uso do superávit financeiro no cálculo desta necessidade de financiamento é evitar que uma mesma receita ingresse na estimativa por mais de um ano, caso ela não seja utilizada no exercício previsto, o que distorceria a análise histórica. A visão ex post, que normalmente é apresentada no Relatório Anual da Dívida, leva em conta o superávit financeiro efetivamente utilizado no exercício, de forma que o resultado líquido ex post indique o montante de despesas que foram pagas com recursos de emissões de títulos, independentemente da variação das disponibilidades de caixa.

por outras despesas orçamentárias² a serem pagas com receitas da emissão de títulos públicos. Por outro lado, são subtraídos desse montante recursos orçamentários não oriundos da emissão de títulos públicos destinados ao pagamento da dívida.

A estimativa de necessidade de financiamento do governo federal para o ano de 2021 é de R\$ 1.674,3 bilhões, conforme apresentado na Figura 1. Desse montante destaca-se o valor líquido da cobertura de outras despesas orçamentárias (diferença entre outras despesas orçamentárias e recursos orçamentários) de R\$ 195,7 bilhões. Considerando-se apenas as fontes livres (não exclusivas para a dívida), a cobertura líquida de outras despesas orçamentárias chega a R\$ 252,7 bilhões (diferença entre outras despesas orçamentárias e fontes livres). O volume financeiro captado ao longo do ano poderá ser igual, maior ou menor do que a necessidade de financiamento, a depender das condições de mercado.

² A maior parcela corresponde a despesas primárias do orçamento.

Figura 1 – Necessidade de financiamento em 2021 (R\$ Bilhões)



Atualmente, a reserva de liquidez dedicada a pagamentos da dívida equivale a pelo menos um semestre de vencimentos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) em mercado, incluindo os superávits financeiros de 2020, conforme será detalhado na subseção seguinte. Além da reserva de liquidez em reais, o Tesouro Nacional já dispõe de recursos em moeda estrangeira suficientes para fazer frente à totalidade dos vencimentos de principal e juros da dívida externa em 2021.

Os vencimentos da DPF estimados para 2021 somam R\$ 1.469,1 bilhões. Esse montante inclui a dívida interna e externa em mercado, no valor de R\$ 1.404,6 bilhões, como vemos no Quadro 1, e inclui ainda R\$ 64,5 bilhões em encargos da carteira de títulos em poder do Banco Central que, por força de lei, não podem ser refinanciados ³.

Quadro 1 – Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2021 (R\$ Bilhões e % do Total)

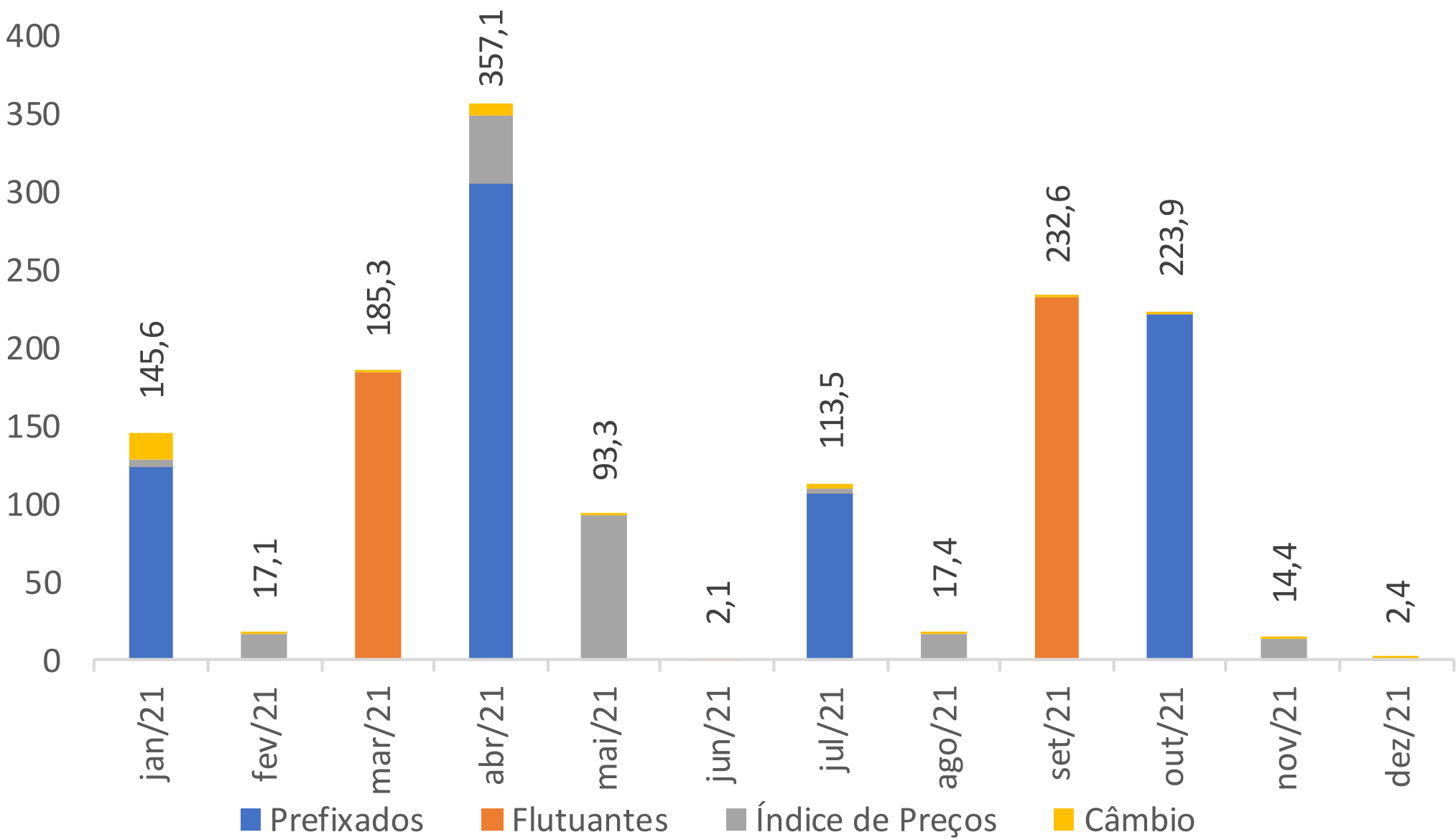
Rentabilidade	DPF	
	R\$ Bilhões	% do total
Prefixados	758,8	54,0%
Flutuantes	418,2	29,8%
Índice de Preços	192,2	13,7%
Câmbio	35,5	2,5%
Total	1.404,6	100%

Fonte: Tesouro Nacional

Os maiores vencimentos da DPF se concentram até abril, período em que ocorrerá 50,2% da maturação prevista para o ano. Quanto à composição, há predominância da maturação de títulos prefixados (Figura 2). Vale destacar que os vencimentos da DPMFi representam a maior parte da previsão para o ano (R\$ 1.369,9 bilhões).

³ A aplicação do § 2º do art. 39 da LRF estabelece que o Banco Central só poderá comprar títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para refinaranciar o principal dos títulos vincendos em sua carteira.

Figura 2 – Vencimentos da DPF em mercado estimados para 2021 (R\$ Bilhões)



Quadrimestres	R\$ Bilhões	%
Jan - Abr	705,2	50,2%
Mai - Ago	226,2	16,1%
Set - Dez	473,2	33,7%
Total	1.404,6	100%

Fonte: Tesouro Nacional. Posição em 31/12/2020

As despesas com dívida da necessidade de financiamento se completam com a previsão de honras de garantias. Parte desses valores são os fluxos de pagamentos em contratos de entes estaduais inadimplentes em dívidas garantidas pela União, que aderiram ou podem vir a aderir ao Regime de Recuperação Fiscal – RRF (Lei Complementar nº 159/2017). Os pagamentos esperados do Rio de Janeiro, único estado que aderiu oficialmente ao RRF, somam R\$ 3,8 bilhões, em 2021.

Adicionalmente, a previsão orçamentária para honras de garantias inclui margem de R\$ 5,7 bilhões para cobrir os vencimentos de contratos garantidos dos estados do Amapá, Goiás, Minas Gerais e Rio Grande do Norte⁴. A União vem honrando regularmente os compromissos garantidos desses entes. Contudo, a União está impedida de executar as suas contragarantias porque eles estão amparados por liminares judiciais.

Além dos vencimentos da dívida, o orçamento de 2021 prevê o uso de recursos de emissões de títulos públicos para o pagamento de outras despesas orçamentárias no valor de R\$ 468,2 bilhões. Desse montante, R\$ 453,7 bilhões são condicionados à aprovação de créditos suplementares por maioria absoluta pelo Congresso Nacional, em observação ao dispositivo conhecido como Regra de Ouro, conforme inciso III, do art. 167 da Constituição Federal. As despesas primárias correspondentes a esses créditos se encontram no Quadro 2, a seguir.

Quadro 2 – Outras Despesas Orçamentárias a serem pagas com fontes de emissão de títulos públicos (R\$ Bilhões)

Ações	Previstas	Condicionadas
Benefícios previdenciários urbanos	214,8	214,8
Pessoal ativo da União	75,7	75,7
Benefícios previdenciários rurais	57,3	57,3
Demais custeio	41,5	41,3
Aposentadoria e pensões (civis e militares)	37,4	37,4
Precatórios	20,7	20,7
Subvenções econômicas	12,8	4,8
Compensação ao RGPS	3,7	1,9
Inversões financeiras	4,5	0,0
Total	468,2	453,7

Fonte: SOF

Elaboração: Tesouro Nacional

⁴ Esse número compreende estimativas gerenciais para a honra de garantias em 2021. O orçamento de 2021 prevê margem adicional para cobrir necessidade de honras em caso de novas adesões ao RRF e liminares judiciais.

Por fim, como já mencionado, o orçamento de 2021 prevê a alocação de R\$ 272,5 bilhões de receitas (fontes) orçamentárias não oriundas da emissão de títulos públicos para o pagamento da DPF. Essa previsão orçamentária inclui dois tipos de recursos: (i) receitas vinculadas ao pagamento da DPF, e (ii) fontes livres, isto é, recursos sem vinculação específica. O detalhamento dessas fontes pode ser visto no Quadro 3.

Quadro 3 – Recursos orçamentários destinados ao pagamento de dívida (R\$ Bilhões)

Recursos Orçamentários	
Fonte	PLOA 2021
(i) Fontes vinculadas à DPF	57,1
159 - Retorno Oper. Crédito Inst. Finan.	21,9
173 - Retorno Oper. Crédito Gov. Regionais	25,1
197 - Dividendos	9,7
outras	0,3
(ii) Fontes livres	215,5
100 - Recursos Ordinários	184,0
188 - Remuneração CUT	31,3
outras	0,1
Total	272,5

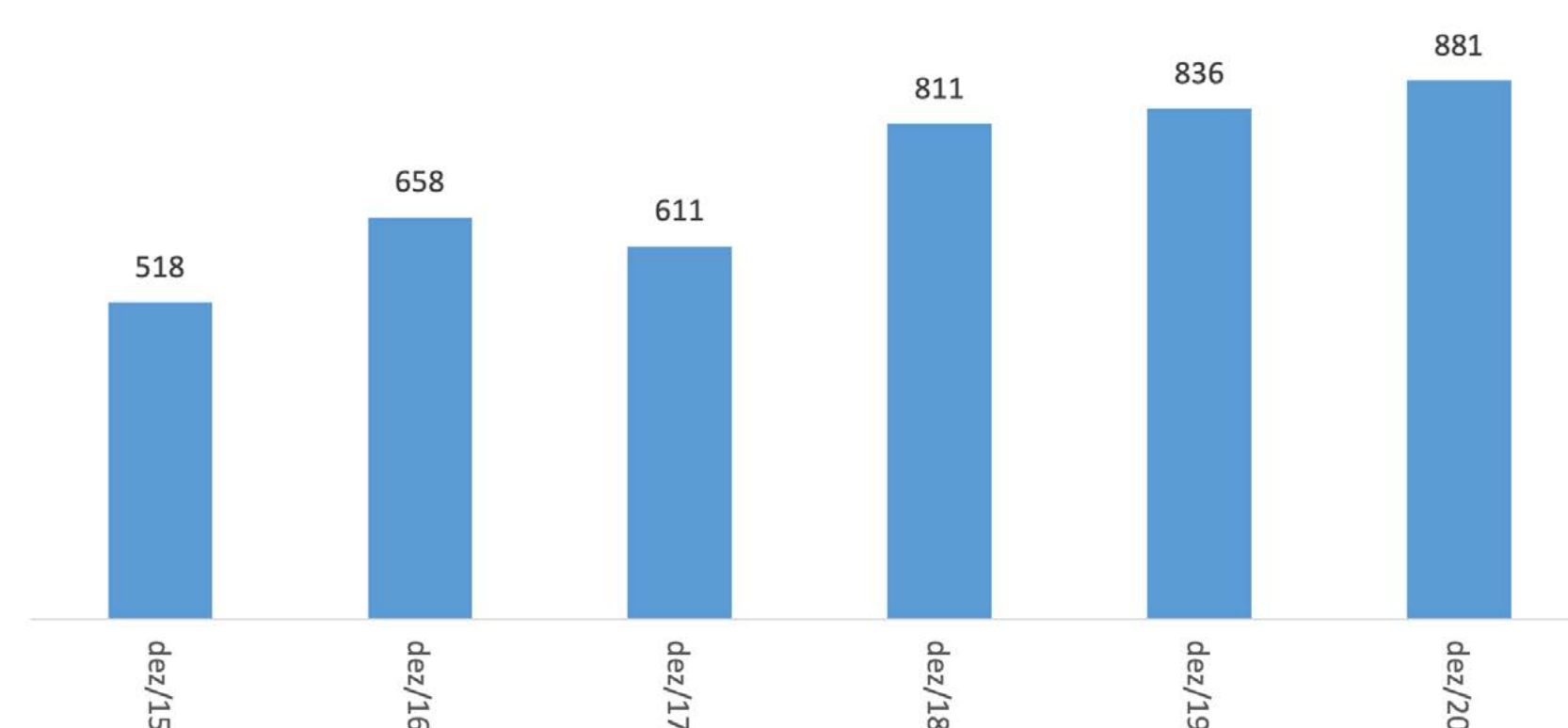
Fonte: Tesouro Nacional

A necessidade de financiamento apontada não contempla, porém, obrigações potenciais referentes a passivos contingentes administrados pelo Tesouro Nacional em processo de reconhecimento, uma vez que o momento de conclusão da regularização é imprevisível. A LDO 2021, em seu Anexo V, aponta para uma expectativa de R\$ 25,0 bilhões, dos quais 99,9 % são obrigações potenciais no âmbito do FCVS.

2.3. Reserva de liquidez da dívida pública

A reserva de liquidez (ou colchão) da dívida pública compreende as disponibilidades de caixa destinadas exclusivamente ao pagamento de dívida interna e o saldo em caixa dos recursos oriundos da emissão de títulos⁵. A posição da reserva de liquidez ao final de dezembro de 2020 era de R\$ 881,3. De fato, nos últimos anos, as disponibilidades de caixa para honrar dívida foram reforçadas por três fatores: (a) política de emissões de títulos em montantes superiores aos vencimentos de dívida em mercado; (b) recebimentos antecipados da dívida do BNDES junto ao Tesouro Nacional, e (c) ingresso de receitas do resultado do BCB. A Figura 3 apresenta o comportamento recente da reserva de liquidez da dívida.

Figura 3 – Reserva de Liquidez da Dívida (R\$ Bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional

A reserva de liquidez da dívida compreende um subconjunto das disponibilidades de caixa depositadas na Conta Única do Tesouro Nacional (CTU), no Banco Central⁶. Os recursos da Conta Única são classificados em fontes orçamentárias,

⁵ A Dívida Pública Federal é composta majoritariamente pela DPMFi, que corresponde a aproximadamente 95% do estoque total. Os outros 5% correspondem à DPFe, ou Dívida Pública Federal externa. A rolagem da DPFe em geral é feita por meio da emissão de títulos no mercado internacional.

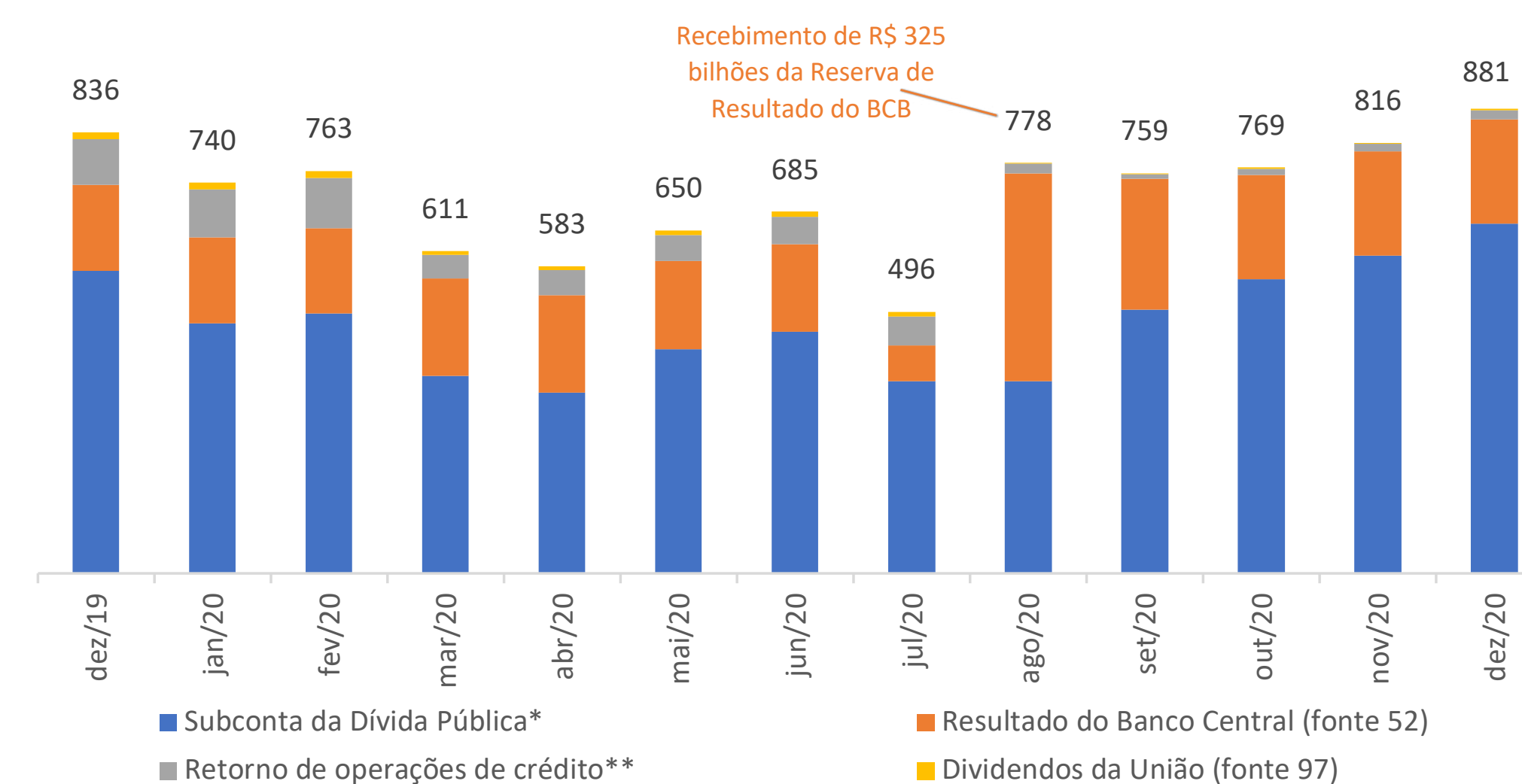
⁶ As disponibilidades de caixa da União são centralizadas em conta junto ao BCB, conhecida como Conta Única do TN (CTU). A própria Constituição Federal de 1988 no art. 164 § 3º determina que tais disponibilidades de caixa sejam depositadas no BCB. As razões para a custódia no BCB são várias: permite maior facilidade de controle dos recursos; gera custos menores de manutenção; garante neutralidade competitiva entre os agentes do setor privado; e facilita a gestão da liquidez no sistema financeiro; entre outros.

de acordo com sua origem, sendo algumas dessas fontes dedicadas ao pagamento da dívida. Há dois grupos de fontes que integram a reserva de liquidez:

- As fontes de emissão de títulos públicos, que tem origem nas captações de recursos em mercado por meio de dívida mobiliária;
- As fontes exclusivas para a dívida, conforme legislação específica para cada fonte, que vincula sua destinação ao pagamento dos vencimentos da dívida pública.

A figura 4 mostra a posição da reserva de liquidez da dívida por fonte de recursos ao final de 2020. Uma inovação em 2021 é a divulgação da reserva de liquidez no Relatório Mensal da Dívida, permitindo aos analistas acompanhar com maior transparência a evolução das disponibilidades de caixa para pagamento de dívida pública.

Figura 4 – Reserva de Liquidez da Dívida por Origem dos Recursos - (R\$ Bilhões)



*Emissões de títulos compreendem as fontes: 43 – refinanciamento da DPF (principal) e 44 – juros e outras despesas orçamentárias não relacionadas à dívida pública

**Retorno de operações de crédito compreendem as fontes: 59 - retorno de dívidas de médio e longo prazo, 71 - retorno de operações de crédito – BEA/BIB e 73 - retorno de operações de crédito – Estados e Municípios.

Fonte: Tesouro Nacional

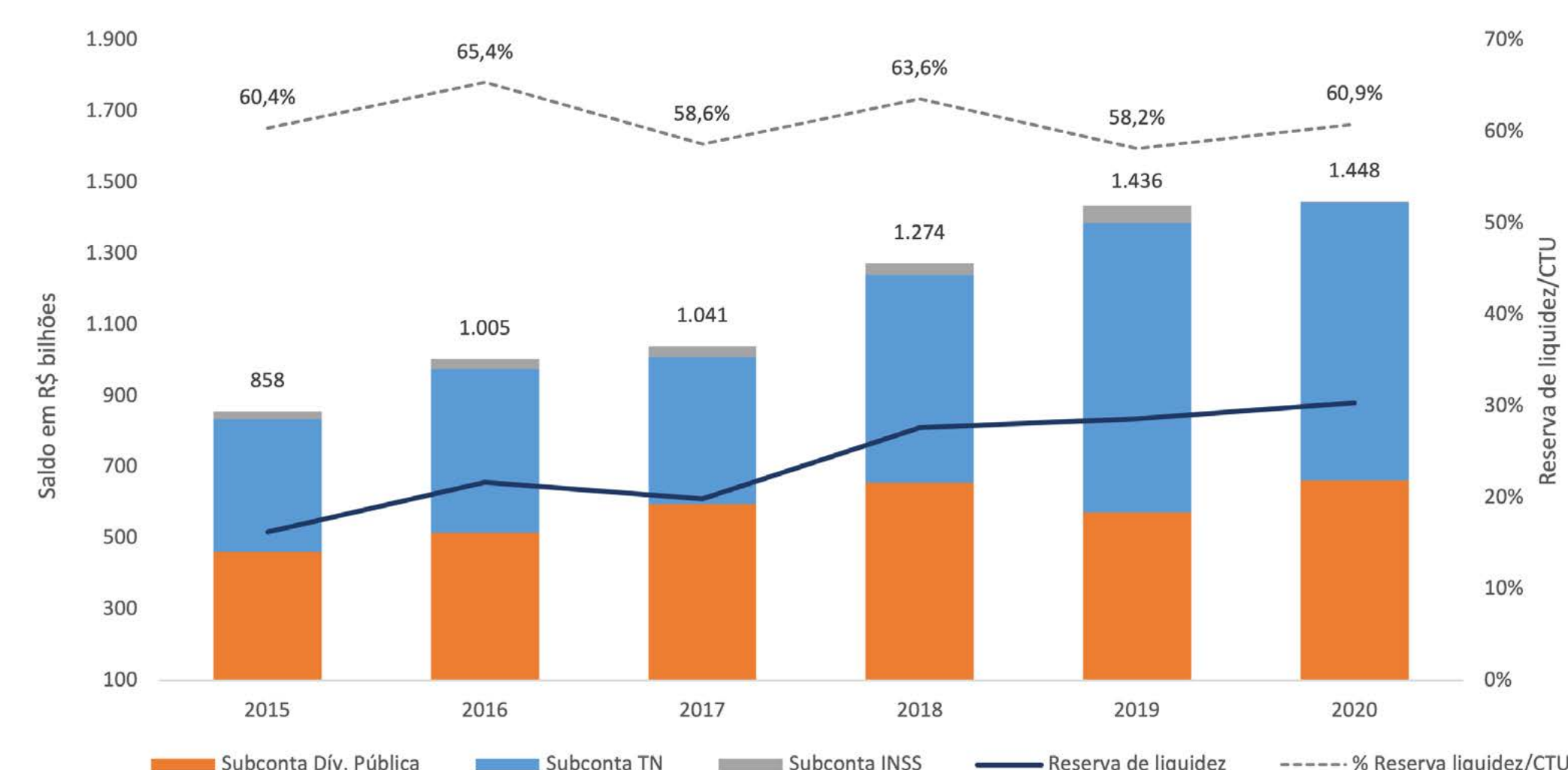
A reserva de liquidez fechou o ano de 2020 em R\$ 881,3 bilhões, dos quais R\$ 218,4 bilhões referem-se a fontes exclusivas para o pagamento de dívida e não oriundas de emissão de títulos, e R\$ R\$ 662,9 bilhões referem-se a recursos captados por meio da emissão de títulos públicos. Este montante é suficiente para honrar todos os vencimentos previstos para o primeiro semestre de 2021.

O Tesouro Nacional não define metas para o tamanho mínimo da reserva de liquidez. Na gestão de risco de refinanciamento da dívida, procura-se manter a reserva de liquidez em montantes equivalentes a pelo menos 3 meses de vencimentos da DPMFi em mercado, acrescido dos pagamentos de encargos junto ao Banco Central, sendo esse um nível prudencial. Em particular, o Tesouro Nacional vem realizando emissões em montantes superiores aos resgates nos últimos anos, o que contribui para fortalecer a posição de caixa da dívida. Em 2020, apesar da maior necessidade de financiamento, foi possível manter a reserva de liquidez acima do parâmetro prudencial ao longo de todo o período, contando-se com o ingresso extraordinário de R\$ 325 bilhões na fonte de resultado do Banco Central, além do aumento no volume médio de emissões de títulos observado no segundo semestre do ano.

O objetivo primordial da reserva de liquidez é mitigar o risco de refinanciamento de curto prazo, concedendo ao emissor de dívida maior flexibilidade para gerenciar as captações, especialmente em situações adversas no mercado financeiro. Adicionalmente, a reserva de liquidez contribui para a estabilidade do mercado financeiro, permitindo ao Tesouro Nacional atuar de maneira contracíclica em períodos de estresse no mercado financeiro, como ocorridos em setembro de 2015 (perda do grau de investimento), junho de 2016 (referendum Brexit), março de 2017 (vazamento de áudio do então presidente Michel Temer), junho de 2018 (greve dos caminhoneiros) e março de 2020 (COVID-19). Em todos esses episódios, o Tesouro Nacional cancelou leilões tradicionais de venda e passou a fazer leilões extraordinários de compra e venda, com o objetivo de prover referências de preços e retirar risco do mercado, por meio de recompras líquidas. Na ausência da reserva de liquidez, o Tesouro Nacional teria sido obrigado a continuar captando recursos a custos extremamente elevados e, adicionalmente, teria agido de maneira pró-cíclica, contribuindo para exacerbar a situação de estresse no mercado financeiro.

Observa-se que as disponibilidades de caixa da União são mais amplas do que a reserva de liquidez da dívida. A Conta Única do Tesouro Nacional (CTU) é formada por três subcontas contábeis: (i) subconta Tesouro Nacional, destinada aos recebimentos e pagamentos do Governo Central em geral; (ii) subconta Dívida Pública, que registra as disponibilidades oriundas das receitas com os leilões de títulos públicos; e (iii) subconta INSS, destinada aos pagamentos e recebimentos do INSS. A reserva de liquidez da Dívida Pública é formada pela totalidade da subconta (ii) e uma parcela da subconta (i). A figura 5 abaixo mostra a histórico da Conta Única, com suas subcontas, e a proporção que corresponde à reserva de liquidez da Dívida.

Figura 5 – Reserva de liquidez da dívida em proporção da Conta Única (R\$ Bilhões)



Fonte: Tesouro Nacional.

3

Estratégia de Financiamento

Esta seção busca descrever a estratégia de atuação do Tesouro Nacional ao longo de 2021, de modo a atender a necessidade de financiamento do governo central. O endividamento vem aumentando consistentemente desde 2015, como resultado de sucessivos déficits primários, e se intensificou em 2020, em decorrência da pandemia COVID-19. O desafio atual é compatibilizar a necessidade de financiamento com os objetivos de médio e longo prazos da dívida pública. Como o ambiente de incertezas relacionadas à pandemia permanece, é desejável que o gestor de dívida pública tenha flexibilidade para se ajustar a mudanças de cenário. Diante desse contexto, a estratégia do PAF 2021 prioriza medidas que busquem manter níveis prudentes de recursos para cobertura das despesas, mitigar o risco de refinanciamento da dívida pública e assegurar a funcionalidade do mercado de títulos públicos.

3.1. Dívida interna

Como em anos anteriores, a estratégia contempla a emissão de títulos prefixados (LTN e NTN-F), remunerados por índice de preços (NTN-B) e com remuneração pós-fixada indexada à taxa de juros Selic (LFT). A LTN tem papel relevante para o financiamento da dívida pública, haja vista a sua elevada liquidez no mercado secundário e a facilidade com que seus detentores façam hedge do risco de taxa de juros. A NTN-F e NTN-B contribuem para o alongamento da dívida e diversificação da base de investidores. A LFT é importante para evitar a concentração de vencimentos no curto prazo e tende a apresentar menor custo.

A estrutura de emissão de LTN conta com prazos de referência de 6, 12, 24 e 48 meses. Quanto à NTN-F, uma novidade em relação aos anos anteriores é a emissão de três vértices, com referências de 6, 8 e 10 anos. A NTN-B, por sua vez, conta com vértices referência correspondentes a 3, 5, 7, 10, 20 e 35 anos. Observa-se que o vértice de 3 anos foi introduzido com sucesso em outubro de 2020 com o objetivo de aumentar o volume de captação e mitigar o risco de refinanciamento no curto prazo. Já a LFT segue com vértices de 1 e 6 anos.

Considerando o elevado volume de vencimentos em 2021, o Tesouro Nacional realizará leilões de rolagem antecipada, que representam importante ferramenta para mitigação do risco de refinanciamento, geralmente utilizada quando há elevados volumes de vencimento concentrados em datas específicas. Antes da data de vencimento de determinados títulos, o Tesouro Nacional realizará leilões de troca, oferecendo a seus detentores a possibilidade de adquirir títulos mais longos, entregando como pagamento os títulos vincendos em 2021. A Figura 2 (página 8) apresenta o perfil de maturação da dívida pública ao longo do ano. Os leilões de rolagem antecipada não devem ser confundidos com os leilões de troca de NTN-B, que poderão ser mantidos em 2021, a depender das condições de mercado e de demanda dos investidores.

O Quadro 4 apresenta os títulos a serem ofertados ao longo de 2021 para cada prazo de referência. As portarias dos leilões definirão o critério de seleção das propostas, que poderá ser: i) preço uniforme, no qual serão aceitas todas as propostas com preço igual ou superior ao preço mínimo aceito, o qual será aplicado a todas as propostas vencedoras; ou ii) preço múltiplo, no qual as propostas aceitas pagam o próprio preço apresentado no lance.

Quadro 4 – Títulos de referência ofertados em 2021

Título	Referência	1º Trimestre	Indexador	Cupom de Juros
LTN	6 meses	out/21	Prefixado	Não há
	12 meses	abr/22		
	24 meses	jan/23		
	48 meses	jul/24		
NTN-F	6 anos	jan/27	Prefixado	10% ao ano, pagos semestralmente
	8 anos	jan/29		
	10 anos	jan/31		
LFT	1 ano	mar/22	Taxa Selic	Não há
	6 anos	mar/27		
NTN-B	3 anos	ago/24	IPCA	6% ao ano, pagos semestralmente
	5 anos	ago/26		
	7 anos	ago/28		
	10 anos	ago/30		
	20 anos	ago/40		
	35 anos	mai/55		

Fonte: Tesouro Nacional

O Tesouro Nacional irá publicar, trimestralmente, o cronograma de títulos que serão ofertados nos leilões em seu portal da internet com 15 dias de antecedência, zelando pela transparência e previsibilidade de suas atuações⁷. A mudança na periodicidade na publicação do cronograma, que até 2020 era anual, traz flexibilidade ao gestor da dívida para ajustar tempestivamente a sua estratégia às condições de mercado, em um contexto ainda marcado por incertezas relacionadas aos impactos da pandemia de Covid-19.

⁷ Os comunicados referentes aos cronogramas trimestrais podem ser acessados por meio do link https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_COMUNICADO:1902

3.2. Dívida Externa

A necessidade de financiamento do governo federal é primordialmente suprida pelas emissões de títulos no mercado local. Entretanto, a Dívida Pública Federal externa (DPFe) tem um papel importante em termos de alongamento de prazo, diversificação de indexadores e diversificação da base de investidores. Adicionalmente, a manutenção de uma curva soberana eficiente facilita a descoberta de preços dos títulos corporativos, permitindo assim que as empresas brasileiras acessem o mercado internacional a um custo mais baixo.

Embora haja espaço para ampliar as emissões externas em 2021, a estratégia permanece sendo construída com base qualitativa, por meio da criação e manutenção de pontos de referência (benchmarks) na curva em dólares. Adicionalmente, o Tesouro Nacional pretende retornar a acessar o mercado de títulos denominados em euros, com o objetivo de diversificação, tanto de moeda quanto de base de investidores.

O risco de refinanciamento da DPFe no curto prazo foi totalmente mitigado, tendo em vista que a totalidade dos vencimentos de juros e principal em 2021 já foi previamente financiada por meio de captações no mercado internacional ocorridas em 2020. Observa-se ainda que as captações contratuais realizadas em 2020, no valor aproximado de U\$ 5,2 bilhões, serão desembolsadas em 2021. Mais detalhes dessas operações podem ser encontrados no Relatório Anual da Dívida de 2020.



4

Resultados Esperados

4.1. A DPF no curto prazo (2021)

A necessidade de financiamento pode ser satisfeita por meio de diferentes estratégias de emissão de títulos, compatíveis com os distintos cenários econômicos descritos anteriormente. O Quadro 5 apresenta os resultados esperados para os principais indicadores da DPF. A forma de intervalos confere um bom grau de previsibilidade e propicia a flexibilidade necessária à gestão da dívida pública para ajustar sua atuação diante das condições vigentes no mercado de títulos públicos.

Quadro 5 – Limites de referência para a DPF em 2021

Indicadores	2020	Limites para 2021	
		Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)			
DPF	5.009,6	5.600,0	5.900,0
Composição (%)			
Prefixados	34,8	38,0	42,0
Índices de Preços	25,3	24,0	28,0
Taxa Flutuante	34,8	28,0	32,0
Câmbio	5,1	3,0	7,0
Estrutura de vencimentos			
% Vencendo em 12 meses	27,6	24,0	29,0
Prazo Médio (anos)	3,6	3,2	3,6

Fonte: Tesouro Nacional

O intervalo projetado para o estoque da DPF ao encerramento de 2021 reflete tanto a apropriação dos juros, quanto o resultado do balanço entre emissões e resgates planejado para o ano. A estratégia busca suprir a necessidade de financiamento e manter o caixa em níveis prudentes.

A partir de 2015, os títulos com juros flutuantes, LFT, foram os principais instrumentos de financiamento do governo federal. Apesar de aumentar a exposição da DPF a variações na taxa Selic, a LFT alonga o vencimento da dívida pública, uma vez que seu prazo de vencimento é de aproximadamente 6 anos. Desse modo, a LFT é uma alternativa aos títulos prefixados de curta duração. Em 2020, o aumento da percepção do risco e da preferência por liquidez em função da instabilidade do cenário econômico-fiscal fizeram com que os títulos prefixados de curta duração, com vencimento de 6 e 12 meses, fossem os principais instrumentos de captação do Tesouro Nacional. Para 2021, os intervalos de referência para a composição da DPF comportam a continuidade de uma participação relevante dos títulos prefixados de menores prazos na oferta de títulos públicos. Os intervalos indicam ainda uma redução da participação de LFT, que se dá muito em função do elevado volume de vencimento desse título em 2021, em comparação com anos anteriores.

Ainda sobre a composição da dívida, é importante destacar que, apesar do aumento nas captações externas, sobretudo em decorrência da contratação de empréstimos junto a organismos multilaterais, a exposição cambial da DPF permanece reduzida, ao redor de 5%. Esse fato é positivo, haja vista a maior volatilidade da taxa de câmbio em relação aos demais indexadores.

Outra dimensão monitorada no PAF é a estrutura de vencimentos, por meio dos indicadores de percentual vincendo em 12 meses e de prazo médio do estoque. O primeiro consiste em um índice de concentração de vencimentos no curto prazo, enquanto o segundo reflete a média de tempo restante para os pagamentos de dívida, sendo estes ponderados pelos valores presentes dos fluxos de principal e juros. O risco de refinanciamento da dívida, mensurado por esses indicadores, será tão maior quanto mais elevado for o primeiro e menor o segundo. Ambos os indicadores têm apresentado deterioração nos últimos anos, como consequência dos sucessivos déficits primários e do maior endividamento.

Em 2021 o percentual vincendo em 12 meses continuará em patamar elevado, em decorrência sobretudo do elevado volume de emissões de títulos prefixados de curto prazo ocorridas em 2020. O refinanciamento desses títulos curtos em 2021 tende a ser feito por meio de novos títulos com características similares. A redução do percentual vincendo em 12 meses ocorrerá gradualmente ao longo dos próximos anos, respeitando as condições de mercado. Destaca-se que o risco de refinanciamento no curto prazo é mitigado pela manutenção da reserva de liquidez em níveis prudenciais.

Analogamente, o prazo médio da DPF apresentará queda em 2021. O comportamento desse indicador está associado não apenas ao aumento na participação de títulos prefixados de curto prazo, mas também à redução no prazo médio de outros instrumentos de financiamento, como a NTN-B.

Além do prazo médio, o Tesouro divulga regularmente a vida média (*ATM*, do inglês *average time to maturity*) da DPF⁸. Este indicador é útil para comparações internacionais, uma vez que muitos países usam essa métrica para calcular a maturidade de suas dívidas e não o conceito de prazo médio (*duration*), que é monitorado nos limites deste PAF. As informações de vida média da DPF podem ser encontradas em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/a-divida-em-grandes-numeros>.

4.2. Composição desejada para a DPF no longo prazo

A definição da composição ideal para a DPF no longo prazo, conhecida como portfólio benchmark, é uma das principais ferramentas para o planejamento da dívida. É obtida por meio de modelo quantitativo que busca responder qual seria a composição da dívida que otimiza a relação entre custo e risco no longo prazo, dadas as restrições de demanda previstas para cada tipo de título. A finalidade é prover diretrizes quantitativas que balizem o planejamento estratégico da dívida em alinhamento aos objetivos e diretrizes qualitativas da dívida pública.

Por ser uma referência de longo prazo, é natural que ocorram desvios em relação ao benchmark no curto prazo, uma vez que o Tesouro Nacional ajusta as estratégias às condições macroeconômicas e financeiras vigentes de forma a evitar pressões que resultem em custos ou riscos excessivos. O Quadro 6 apresenta os intervalos indicativos do portfólio benchmark da DPF, inalterados em relação ao ano anterior.

⁸ Observa-se que a vida média é um indicador menos eficiente que o prazo médio, tanto por não considerar os pagamentos de cupons intermediários de juros, quanto pelo fato dos fluxos de principal não serem trazidos a valor presente. Tais incorreções, motivo do menor destaque dado a esse indicador nas estatísticas da Dívida Pública no Brasil, fazem com que ele apresente valores bastante superiores ao prazo médio. Apesar dessas limitações, 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 metas neste PAF.

Quadro 6 – Composição desejada para a DPF no longo prazo

Indicadores	Limites de Longo Prazo	
	Referência	Intervalo
Composição - %		
Prefixados	40,0	+/- 2,0
Índices de Preços	35,0	+/- 2,0
Taxa Flutuante	20,0	+/- 2,0
Câmbio	5,0	+/- 2,0
Estrutura de vencimentos		
% Vencendo em 12 meses	20,0	+/- 2,0
Prazo Médio (anos)	5,5	+/- 0,5

Fonte: Tesouro Nacional

4.3. Indicativos para a DPF no médio prazo

O exercício de médio prazo consiste em projetar estratégias de emissões de títulos para os próximos 10 anos, supondo diferentes cenários. Como resultado, obtemos as projeções da trajetória dos principais indicadores da DPF. Este exercício é essencial para verificar a aderência das estratégias de curto prazo aos objetivos de longo prazo.

O maior desafio da DPF para os próximos anos é conciliar o atendimento das necessidades de financiamento do governo federal com um perfil de dívida que não traga elevados níveis de risco para a gestão da dívida. Uma estratégia baseada na emissão de títulos de curto prazo tende a gerar menos custos, porém aumenta o risco de refinanciamento no curto prazo, dado que os títulos emitidos terão que ser rolados quando vencerem. Essa dinâmica gera uma necessidade de financiamento não apenas maior, mas também mais frequente. Uma estratégia de financiamento baseada na emissão de títulos mais longos é preferível, porém em um cenário de aversão ao risco e preferência por liquidez, o custo aumenta consideravelmente, em razão da elevada inclinação da estrutura a termo da taxa de juros.

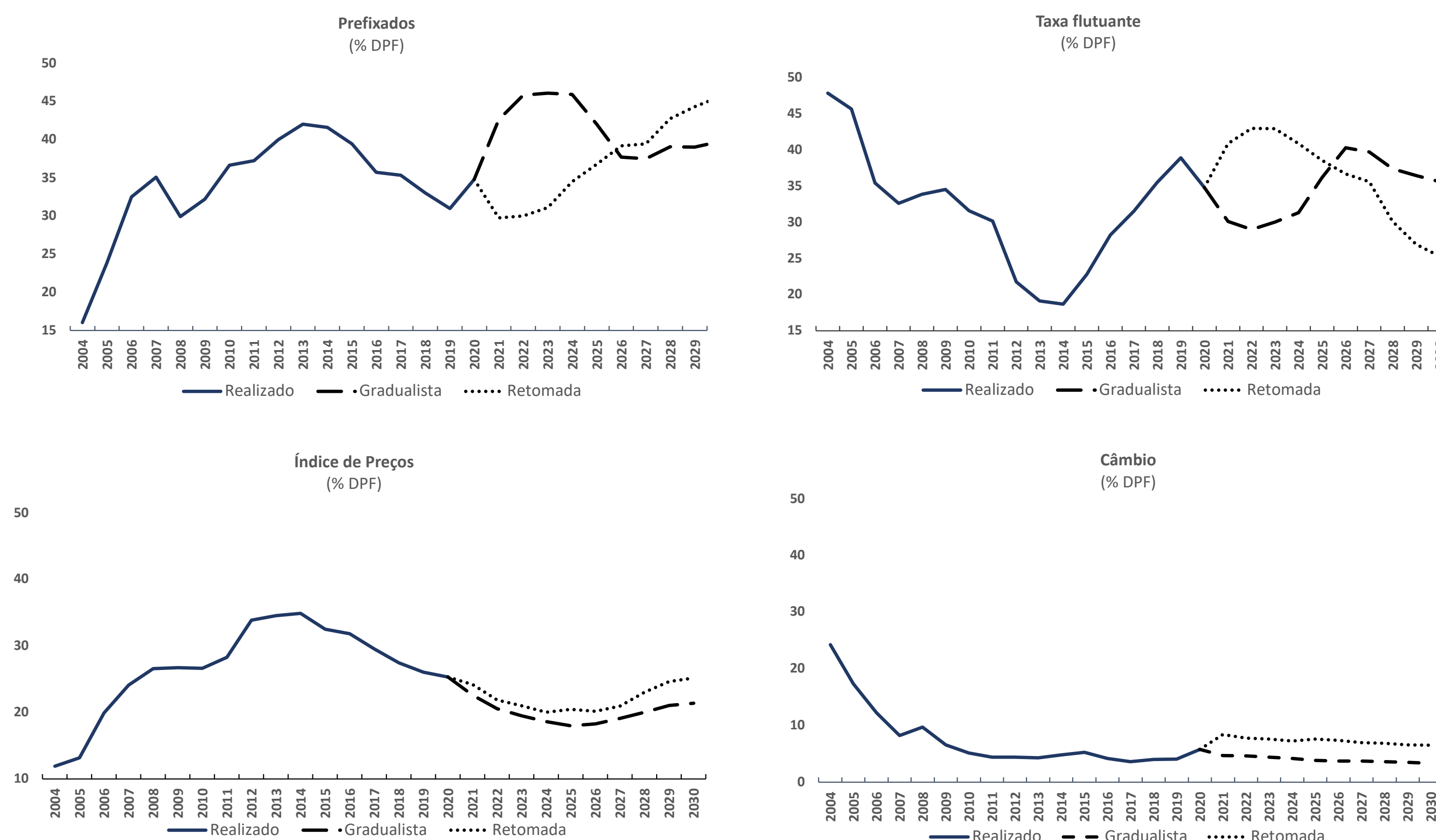
No âmbito das análises de médio prazo, dois cenários se destacam: retomada e gradualista. O primeiro cenário assume melhoras consistentes do ambiente macroeconômico com recuperação da atividade econômica e avanços na agenda de reformas estruturais, de maneira a subsidiar o processo de consolidação fiscal. Neste cenário, as condições de mercado melhoram a ponto de sustentar uma maior demanda pelos títulos mais longos já no curto prazo. O cenário gradualista, por sua vez, é caracterizado por uma melhora das condições financeiras em ritmo mais lento. Como consequência, a estratégia de financiamento mantém parcela relevante de oferta dos títulos de curto prazo, mas ao longo dos anos ocorre uma transição para a colocação de títulos cada vez mais longos.

Nesse sentido, a diferença entre a trajetória de retomada e a gradualista está na velocidade em que o Tesouro Nacional poderia avançar na estratégia de alongamento do prazo médio e redução da concentração no curto prazo dos vencimentos da DPF.

A persistência de déficits primários nas contas públicas desde 2014 e o consequente crescimento do endividamento têm restringido as possibilidades para se promover a convergência dos indicadores da DPF para aqueles almejados no longo prazo. **Para que a composição da DPF retome a trajetória de convergência ao benchmark apresentado no Quadro 6, é fundamental a retomada do processo de consolidação fiscal, de maneira a possibilitar a realização de superávits primários estruturais e redução consistente do endividamento.**

Os resultados das projeções da composição da DPF para o médio prazo encontram-se na Figura 6.

Figura 6 – Composição da DPF no médio prazo (% da DPF)



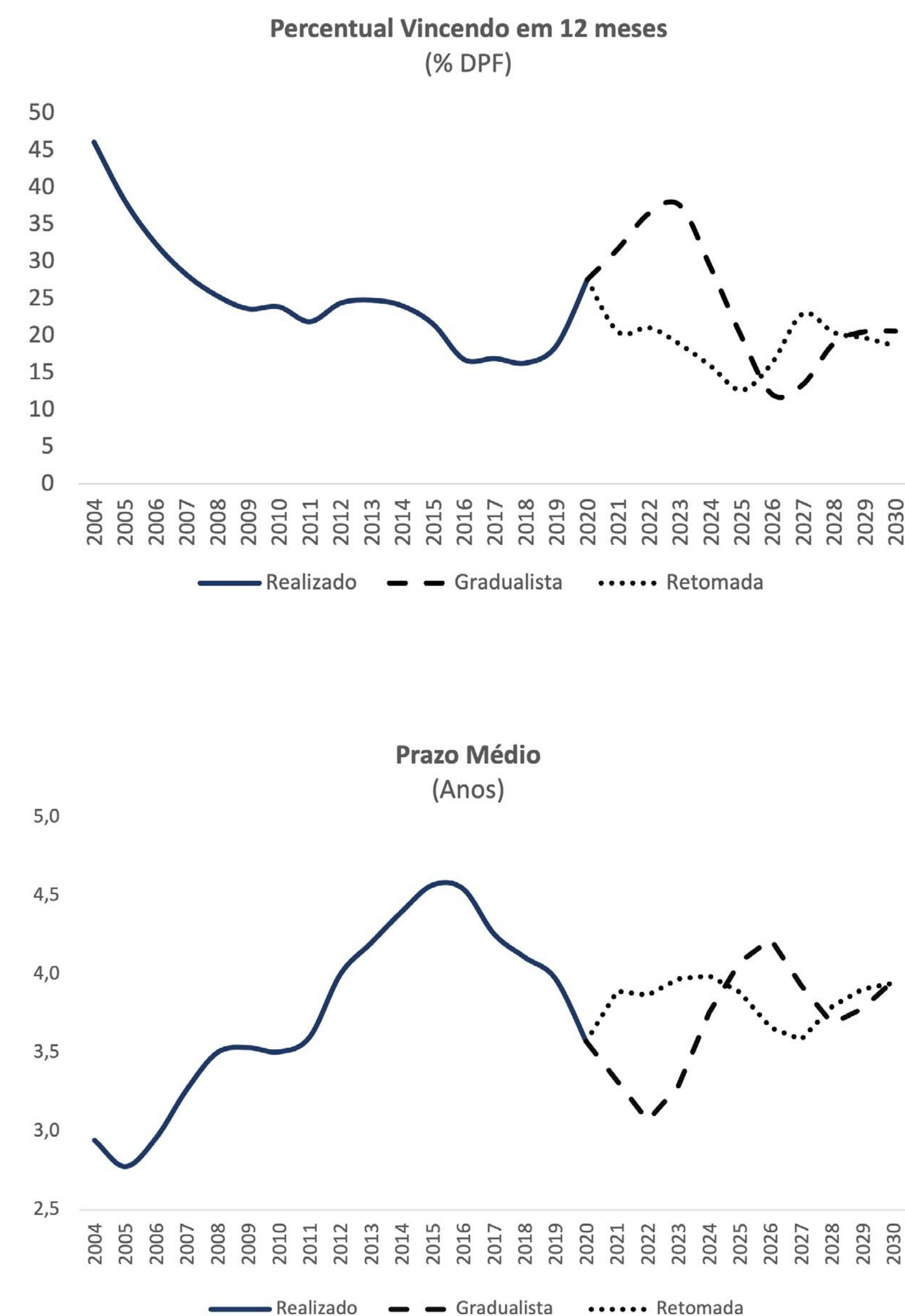
Fonte: Tesouro Nacional

As estimativas mostram dois cenários distintos para a composição da DPF no médio prazo. No cenário retomada, a melhoria das condições de mercado faz com que a partir de 2022 haja crescimento contínuo e consistente da participação de títulos prefixados, em uma estratégia combinada com colocações de títulos com taxas flutuantes, durante o horizonte de projeção. Já no cenário gradualista, a estratégia de financiamento centrada nos títulos de curto prazo eleva rapidamente a participação de títulos prefixados até 2025, mas com perda de participação da LFT no financiamento da dívida. Em ambos os cenários os instrumentos remunerados por índices de preços perdem participação percentual no estoque da DPF.

Sobre a estrutura de vencimentos da DPF no médio prazo, ilustradas na Figura 6, as estimativas também mostram dois cenários distintos. No cenário de retomada, em que há melhora das condições de mercado já no curto prazo, o percentual vincendo em 12 meses e o prazo médio da DPF seguem próximos à média dos anos anteriores, 20% e 4 anos respectivamente, durante o horizonte de projeção. Já no cenário gradualista, no qual a estratégia de financiamento

permanece centrada na emissão de títulos de curto prazo, há aumento da parcela da dívida vincendo em 12 meses e queda no prazo médio nos primeiros anos das projeções.

Figura 7 – Indicadores da estrutura de vencimentos da DPF no médio prazo (% da DPF, Anos)



Fonte: Tesouro Nacional

Em suma, os resultados desta seção revelam riscos associados com a composição e o perfil de vencimentos da DPF. A redução do risco de refinanciamento da dívida no médio prazo passaria por um cenário propício ao aumento das emissões de títulos de prazos mais longo, especialmente prefixados e indexados à inflação. **Equacionar o lado fiscal é condição necessária para que o cenário macroeconômico e as condições financeiras permitam adotar uma estratégia mais favorável à melhora dos indicadores da DPF já nos primeiros anos da trajetória.**

4.4. Risco de Mercado: análise ampliada da composição da dívida

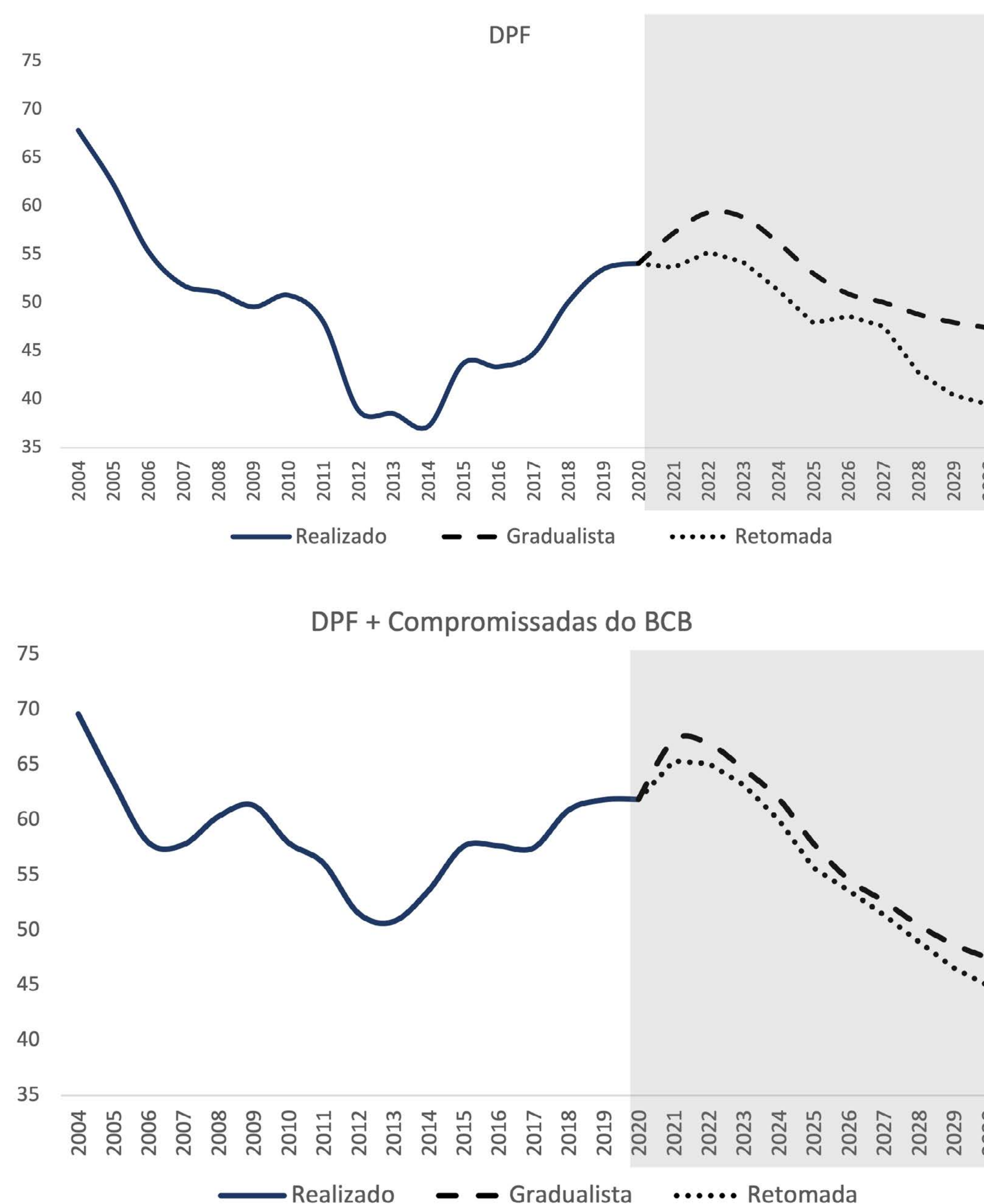
A participação de LFT no estoque é um indicador da exposição da dívida ao risco de taxa de juros, dado que oscilações em seu indexador – a taxa Selic – provocam mudanças no custo médio proporcionais à participação na DPF. Além dos títulos remunerados por juros flutuantes, a parcela total de dívida que vence no curto prazo precisa ser refinanciada e, portanto, também está exposta ao risco de taxa de juros.

O risco de repactuação da DPF é mensurado pelo indicador de percentual de renovação de custo em 12 meses, conforme apresentado na Figura 8. Este indicador incorpora a soma entre dois componentes: (a) a parcela da DPF que vence em até 12 meses, e, portanto, terá seu custo redefinido no curto prazo quando de seu refinanciamento, e (b) a parcela de títulos flutuantes com vencimentos acima de 12 meses. Assim, o indicador busca conjugar os efeitos de mudanças, tanto na composição da dívida, quanto em seu perfil de vencimentos. Este risco não se alteraria, por exemplo, com substituição de LFT por títulos prefixados de curto prazo.

Entretanto, sob uma ótica mais abrangente de dívida, essa análise pode ainda ser ampliada para considerar outros instrumentos também sensíveis a modificações na taxa de juros básica da economia. É o caso das operações compromissadas do Banco Central, que compõem a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e são remuneradas, aproximadamente, pela taxa de juros Selic. A Figura 8, assim, apresenta também o percentual de renovação de custo em

12 meses do agregado da DPF mais operações compromissadas. Nessa abrangência, um aumento de participação de LFT na dívida que cause redução das compromissadas é neutro para o indicador sob análise.

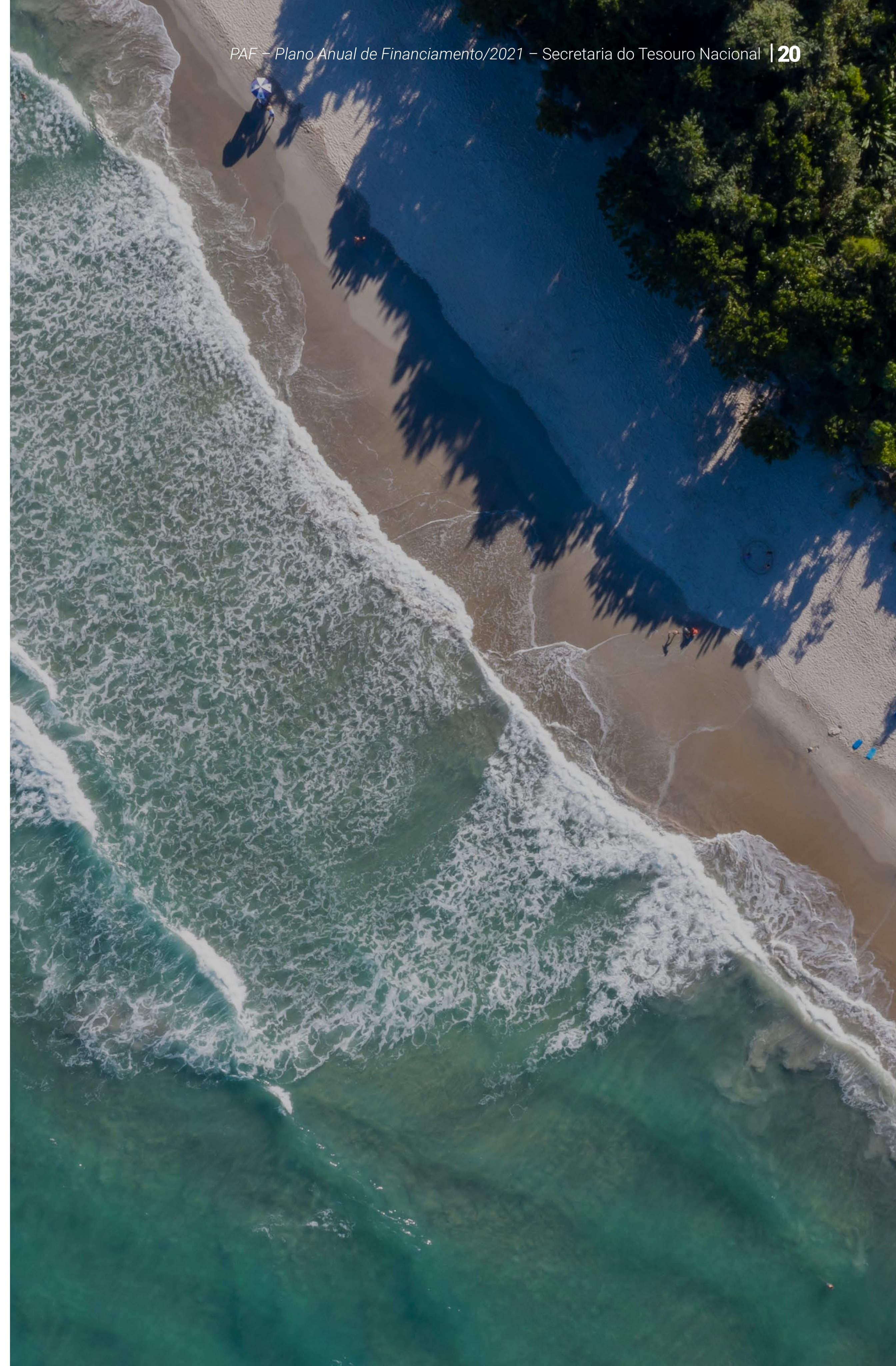
Figura 8 – Percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses (% da dívida)



Fonte: Tesouro Nacional

As diretrizes para a convergência da DPF para o portfólio *benchmark* prescrevem a preferência por instrumentos de financiamento com taxas prefixadas ou remunerados por índices de preço, ambos de longa duração. Isso significa buscar uma redução do percentual de renovação de custo em 12 meses da dívida. Entretanto, uma estratégia concentrada apenas nesses títulos tende a ser limitada pelas condições de demanda, com o cuidado de se evitar que a oferta crie pressões que distorçam a estrutura a termo da taxa de juros.

O percentual de renovação de custo em 12 meses da dívida apresenta tendência de crescimento desde 2013, tanto na DPF quanto na visão ampliada pelas compromissadas, acompanhando o próprio crescimento do endividamento. Para o futuro, a expectativa é que o indicador volte a cair a partir de 2022, em ambos os cenários, em um processo conjugado de redução das compromissadas e das LFT. Um pressuposto chave desse cenário é a expectativa de melhoras nos resultados fiscais primários ao longo do tempo.



5

A relevância da pauta ESG para a gestão da dívida pública

Nos últimos anos, os investidores não residentes têm considerado cada vez mais os aspectos de sustentabilidade dos ativos soberanos, como ambientais, sociais e de governança nas suas estratégias de investimento. Nesse texto, usaremos a sigla em inglês ESG (*Environment, Social and Governance*). Um exemplo claro desse interesse é o compromisso de mais de 3 mil instituições, que administram aproximadamente USD 100 trilhões em ativos, com o investimento sustentável ao assinarem os Princípios de Investimento Sustentável das Nações Unidas (UN PRI) ⁹.

Em 2006, a *United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI)*, uma parceria da ONU com o setor financeiro para incentivar o financiamento de ações relacionadas ao desenvolvimento sustentável (SDG), e a *United Nations -supported Principles for Responsible Investment (PRI)* lançaram uma lista de seis princípios para um investimento responsável que devem ser seguidos pelos signatários. Os seis princípios são:

1. Incorporar os temas ESG às análises de investimento e aos processos de tomada de decisão.
2. Ser proativos e incorporar os temas ESG às políticas e práticas de propriedade de ativos.

3. Buscar sempre fazer com que as entidades nas quais investimos divulguem suas ações relacionadas aos temas ESG.
4. Promover a aceitação e implementação dos princípios dentro do setor do investimento.
5. Trabalhar unidos para ampliar a eficácia na implementação dos princípios.
6. Divulgar relatórios sobre atividades e progresso da implementação dos princípios.

Os princípios buscam incentivar a incorporação dos aspectos ESG nas análises de investimento, promover uma maior abertura de dados relacionados a questões ESG, entre outros. Novas regulamentações implementadas por diversos países fazem com que, a cada dia, as instituições corporativas divulguem mais dados sobre o impacto de suas atividades nos indicadores ESG. A ampliação da disponibilidade dessas informações, por sua vez, aumenta o grau de liberdade para que investidores adotem estratégias que considerem parâmetros de sustentabilidade ESG nas oportunidades de investimento.

⁹ Disponível em: <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

Neste cenário, investidores não residentes da DPF, principalmente, analisam cada vez mais as características ESG em seus portfólios ao avaliar oportunidades de investimento de longo prazo, visto que estatísticas ESG auxiliam na avaliação de risco/retorno desses ativos.

Segundo um relatório publicado pelo Banco Mundial em novembro de 2020¹⁰, o interesse dos investidores internacionais na pauta ESG para moldar suas estratégias de investimento em ativos soberanos ocorre basicamente por dois motivos: os investidores acreditam que as características ESG afetam a relação risco e retorno dos ativos; ou as obrigações mudaram, pois investidores estão recebendo mandatos ESG específicos, seja por causa da regulação do mercado, seja por mudanças de diretrizes das respectivas instituições financeiras.

Observando este movimento, as principais agências de classificação do risco de crédito passaram a internalizar os aspectos ESG com mais clareza em suas metodologias, com o objetivo de avaliar o impacto dessas variáveis sobre o risco de crédito dos soberanos. O Quadro 7 apresenta os indicadores ESG mais relevantes na metodologia das principais agências classificadoras de risco de crédito soberano.

Quadro 7 – Indicadores de Governança (ESG) utilizados pelas agências

Indicador	Descrição	Fonte
Eficiência dos governos	Qualidade dos serviços públicos	WGI - Banco Mundial
Estado de Direito (<i>Rule of Law</i>)	Confiança nas regras legais da sociedade	WGI - Banco Mundial
Controle da corrupção	Influência do ganho privado sobre o poder público	WGI - Banco Mundial
Liberdade de expressão da sociedade	Participação da sociedade nos debates nacionais	WGI - Banco Mundial
Qualidade regulatória	Qualidade da regulação para o investimento privado	WGI - Banco Mundial
Estabilidade Política e ausência de conflitos	Probabilidade de instabilidade política e social	WGI - Banco Mundial

Fonte: Moody's, Fitch e S&P

Neste novo contexto, torna-se relevante a comunicação com a base de investidores da dívida pública a respeito de temas relacionados à agenda ESG no país. A participação de investidores não residentes na DPF é fundamental não apenas para a gestão da dívida pública, mas também para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. A ampliação da base de investidores tem

a capacidade de distribuir riscos inerentes ao financiamento via emissão de títulos. Além disso, uma base de investidores diversificada, em termos de horizontes de investimento, preferências pelos diferentes indexadores e motivações para a comercialização de ativos, é vital para fomentar o mercado de títulos públicos.

Neste contexto, o Tesouro Nacional vem dedicando esforços para prover acesso ao fluxo de informações necessárias à tomada de decisão dos investidores, ou seja, atuando como facilitador ao prestar esclarecimentos a questões relacionadas à pauta ESG. Esta atribuição do gestor de dívida pública é observada em diferentes departamentos de gestão de dívida pública ao redor do mundo, como Chile, Colômbia, Uruguai, México, que são exemplos na América Latina, entre outros, dado o aumento do interesse por informações ESG.

Embora tenha caído ao longo dos últimos anos, a participação de investidores não residentes na DPMFi ainda é significativa, respondendo por 9,5% do estoque, o que representa R\$ 441 bilhões. Ao adicionar a DPFe, que corresponde a R\$ 243 bilhões ou 4,9% da DPF, a participação de investidores não residentes na DPF chega a aproximadamente 13,7%. Em geral, esses investidores têm uma demanda preferencial por títulos prefixados de maior duração, de forma alinhada às diretrizes do Tesouro Nacional de alongamento do prazo médio da dívida e em favor de maior participação de títulos prefixados. A relevância dos investidores não residentes é ainda maior considerando o aumento da necessidade de financiamento e o encurtamento no prazo médio da DPF ocorridos ao longo dos últimos anos. A recuperação dessa classe de investidores é parte fundamental da estratégia do Tesouro Nacional no médio prazo.

O esforço do Tesouro Nacional para aumentar a participação dos investidores não residentes, que era de 0,69% em janeiro de 2006 e saltou para mais de 20% em 2008, foi importante para o desenvolvimento do mercado doméstico de títulos públicos prefixados longos. Em 2005 os títulos prefixados mais longos emitidos pelo Tesouro eram de 4 anos. Com o aumento da participação dos investidores não residentes o Tesouro passou a emitir títulos prefixados com prazo de 10 anos, contribuindo não apenas para o alonga-

¹⁰ Relatório do Banco Mundial: “Engaging with Investors on Environmental, Social, and Governance (ESG) issues: A World Bank Guide for Sovereign Debt Managers”, novembro de 2020.

mento do prazo médio da DPMFi e consequente redução do risco de refinanciamento, mas também para o desenvolvimento da curva de juros prefixada no país.

A partir de 2015, com a perda do grau de investimento e os sucessivos rebaixamentos da nota de crédito soberano em um ambiente marcado por incertezas no cenário econômico, a participação do investidor não residente na DPMFi diminuiu de aproximadamente 20% para 9% em 2020. Este fato amplia os desafios à colocação de títulos prefixados de longo prazo, com reflexos na composição e estrutura de vencimentos da DPF.

A relevância dos investidores não residentes é apenas um exemplo para ilustrar a importância para a gestão da dívida pública de se nortear suas ações de comunicação para aprimorar o fluxo de informações ESG relacionadas ao Brasil. A presente seção deste PAF 2021 surge como parte dessa iniciativa, abrindo espaço para a apresentação de dados ESG referentes ao Brasil.

O referido relatório do Banco Mundial (ver nota de rodapé nº

10) apresenta uma lista dos tópicos ESG mais relevantes para os investidores, entre os quais se destacam os seguintes aspectos:

- **Boas práticas ambientais:** participação de combustíveis fósseis e fontes renováveis na matriz energética, emissão de CO2 per capita;
- **Social:** desigualdade social, liberdade de expressão, igualdade de gêneros, grau de escolaridade da população, acesso ao sistema de saúde;
- **Governança:** indicadores de estabilidade política, transparência de dados, liberdade da imprensa, aplicação dos direitos legais, controle da corrupção, efetividade da governabilidade, qualidade regulatória.

Essa lista de variáveis não é exaustiva e pode se modificar de acordo com as estratégias ESG adotada pelos investidores.

Com base nos dados disponibilizados pelo Banco Mundial e na lista de indicadores relevantes apontada no relatório, é possível verificar a posição relativa do Brasil para cada um dos aspectos, ou seja, ambiental, social e de governança. No Quadro 8 podemos avaliar alguns indicadores relacionados ao aspecto Ambiental (Environmental, a letra E da sigla em inglês ESG), como o consumo de energias renováveis, eficiência energética e emissões de CO2. Essa é uma dimensão na qual o Brasil tem destaque positivo, com performance melhor do que a maioria dos países.

Quadro 8 – Indicadores ambientais do Banco Mundial

Indicadores - Banco Mundial	Brasil	Países Emergentes de renda baixa	América Latina & Caribe	Países Emergentes de renda alta	Países Desenvolvidos	+ = maior valor, melhor desempenho	- = menor valor, melhor desempenho
Ambiental							
Eficiência energética (produção de energia/PIB)	4,1	4,6	3,8	6,0	4,6		—
Consumo de energias renováveis (% do total)	43,8	40,6	27,6	14,4	11,3		+
Consumo de energia de combustíveis fósseis (% do total)	59,1	66,2	87,9	89,0	79,1		—
Poluição do ar	12,7	67,8	16,7	37,1	14,7		—
Emissão de CO2	2,2	1,5	2,9	6,0	10,4		—
Densidade populacional	25,1	131,1	32,0	49,3	34,8		—
Área de floresta (% do total)	58,9	25,0	46,3	36,5	29,0		+
Proteção dos recursos naturais (% do total)	28,6	11,9	21,7	12,9	19,0		+
Redução líquida de florestas ("0"= não há redução líquida)	0,1434	0,2715	0,1221	0,0289	0,0024		—
Segurança alimentar (índice de produção FAO)	136,5	138,1	129,5	130,2	109,8		+

Consulta realizada no dia 18/01/2021

Fonte: Banco Mundial

Outro critério avaliado na temática ESG é o aspecto Social, que utiliza critérios como gasto com educação, expectativa de vida, porcentagem da população em condições de subnutrição, população acima de 65 anos e o acesso da sociedade à energia elétrica. Nessa dimensão, a posição do Brasil depende do indicador, mas, em geral, há uma boa performance, com o país situando-se entre os emergentes de renda alta e os desenvolvidos em vários indicadores.

Quadro 9 – Indicadores sociais do Banco Mundial

Indicadores - Banco Mundial	Brasil	Países Emergentes de renda baixa	América Latina & Caribe	Países Emergentes de renda alta	Países Desenvolvidos	+ = maior valor, melhor desempenho	- = menor valor, melhor desempenho
Social							
População acima de 65 anos (% do total)	9,3	5,6	8,7	10,0	18,3		-
Matriculados na escola primária (% da população elegível)	114,0	99,7	109,3	104,1	101,6		-
Gasto com educação (% do total)	16,5	16,9	17,0	13,5	12,0		+
Expectativa de vida (em anos)	75,7	68,4	75,4	75,3	80,7		+
Taxa de mortalidade infantil (abaixo de 5 anos)	13,9	48,9	16,3	13,3	5,0		-
% da população em condições de subnutrição	2,5	12,7	7,4	4,6	2,7		-
% de obesidade na população adulta	56,5	26,7	59,4	41,8	57,2		-
% da população alfabetizada (acima de 15 anos)	93,2	76,0	94,3	95,6	-		+
% da população com acesso à saneamento básico	49,3	-	31,3	59,6	86,0		+
% da população com acesso à energia	100,0	86,3	98,3	99,4	100,0		+
Liberdade de expressão	58,6	42,1	60,0	48,5	87,2		+

Consulta realizada no dia 18/01/2021

Fonte: Banco Mundial

Já o critério de Governança avalia aspectos quanto à qualidade do ambiente legal e regulatório do país, estabilidade social e violência, a participação da mulher no legislativo e no mercado de trabalho, entre outros. Aqui, geralmente, o Brasil se situa em posição intermediária entre os emergentes de renda alta e os de renda baixa e, em muitos casos, abaixo da média da América Latina e o Caribe. É uma dimensão que traz um desafio maior para o país do que as duas anteriores, sem se retirar a importância da busca de avanços em todos os aspectos ESG.

Quadro 10 – Indicadores de governança do Banco Mundial

Indicadores - Banco Mundial	Brasil	Países Emergentes de renda baixa	América Latina & Caribe	Países Emergentes de renda alta	Países Desenvolvidos	+ = maior valor, melhor desempenho	- = menor valor, melhor desempenho
Governança							
Transparência e eficiência do governo	43,8	34,4	51,5	50,8	87,6		+
Qualidade do ambiente de negócios	59,1	60,2***	59,1	73,1**	78,4*		+
Controle da corrupção	42,3	36,9	52,9	48,4	85,3		+
Ambiente legal	47,6	34,9	49,3	48,9	87,4		+
Qualidade do ambiente de regulação	48,1	34,2	52,9	49,1	88,9		+
Participação das mulheres no parlamento	14,6	21,4	32,9	25,7	29,6		+
Estabilidade social e violência	24,8	39,5	55,4	50,0	74,8		+
Qualidade legal do mercado de crédito	2,0	5,7	5,2	6,0	5,7		+
Razão entre mulheres e homens na força de trabalho	73,1	47,9	68,4	73,4	78,2		+

Consulta realizada no dia 18/01/2021

* OCDE, países de renda alta. ** Europa e Ásia Central. *** Países do norte e oeste do Continente Africano

Fonte: Banco Mundial

Outro elemento que tem demandado crescente atenção dos investidores é o desempenho dos países em relação aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU. Os indicadores ODS avaliam para cada país a evolução de uma série de aspectos ESG diante das metas preestabelecidas pela ONU em 2015, por meio da Resolução 07/01, que constitui um amplo acordo intergovernamental envolvendo os seus 193 Estados Membros. Nesse acordo, definiu-se a base de 17 objetivos a serem perseguidos e alcançados até 2030 para assegurar um desenvolvimento sustentável dos países. A avaliação de desempenho também considera os indicadores divulgados pelo próprio Banco Mundial, entre outros.

Atualmente o Brasil está na 53ª posição de um ranking de 193 países, conforme apresentado no Quadro 11. Cada objetivo é representado por um subconjunto de indicadores ESG mensurados individualmente. As cores representam o desempenho do país nos 17 ODS. Adicionalmente, o Quadro apresenta informações qualitativas relacionadas à tendência de evolução de cada objetivo, por meio das setas que demonstram o desempenho nos últimos anos.

O Brasil destaca-se no objetivo 7 “Energia limpa e Acessível” dada a característica da matriz energética brasileira com baixa emissão de CO2 e o amplo acesso da sociedade à energia. Já os objetivos 4 “Educação de qualidade”, 6 “Igualdade de Gênero”, 13 “Ação Contra a Mudança do Clima” e 17 “Parcerias e Meios de Implementação” apresentam uma tendência de desempenho que podem permitir o país alcançar as metas definidas pela ONU. Por outro lado, objetivos, como 8 “Trabalho Decente e Crescimento Econômico” e 9 “Indústria, Inovação e Infraestrutura” representam maiores desafios, exigindo maiores esforços para alcançar as metas até 2030.

Por último, é importante ressaltar que o Brasil tem um histórico relevante de ações que permeiam iniciativas de cunho sustentável, como Eco-92, Rio+20, Acordo de Paris, entre outros, o que demonstra o engajamento do país na agenda sustentável. Além disso, em 2017, foi criado o Laboratório de Inovação Financeira - LAB, por iniciativa da Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e da CVM, em parceria com a GIZ¹¹, visando promover um espaço de discussão e aprimoramento das finanças sustentáveis no país. Nesse mesmo ano, com o propósito de alinhar a regulação do mercado financeiro brasileiro à crescente demanda pelo aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa, a CVM editou a Instrução 586/2017. Tal normativo passou a demandar das companhias a informação sobre em que medida elas se adequam ao Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC¹².

Em 2020 o Banco Central do Brasil lançou a Agenda BC#, um conjunto de ações de responsabilidade socioambiental que envolvem desde exigências regulatórias para instituições financeiras até a criação de uma linha financeira de liquidez sustentável. Soma-se a isso as iniciativas ambientais do Conselho Nacional da Amazônia Legal, presidido pelo Vice-Presidente Hamilton Mourão, responsável por uma série de iniciativas para a preservação da Floresta Amazônica.

O crescente interesse dos investidores por ações relacionadas à pauta ESG fazem com que o Tesouro Nacional se empenhe constantemente para atuar como facilitador, aprimorando a transparência e garantindo o fluxo de informação adequado para que a base de investidores tome suas decisões relacionadas à alocação de recursos.

Seguindo os princípios de finanças sustentáveis, o Tesouro Nacional desenvolverá arcabouço ESG, passo inicial para a emissão de títulos soberanos ligados a essa temática.

¹¹ A GIZ (Agência Alemã de Cooperação Internacional) é uma instituição do Governo Alemão que busca incentivar boas práticas de sustentabilidade e de desenvolvimento do conhecimento ao redor do mundo.

¹² Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Quadro 11 – Indicadores ODS do Brasil

Metas ODS alcançadas		Alguns desafios ainda permanecem para alcançar as metas ODS		Desafios significativos permanecem para alcançar as metas ODS		Os principais desafios ainda permanecem para alcançar as metas ODS		Posição do Brasil no ranking da ONU: 53 /de 193 países	
	1 ERRADICAÇÃO DA POBREZA	Acabar com a pobreza	→	Indicadores estáveis			10 REDUÇÃO DAS DESIGUALDADES	Reduzir a desigualdade dentro dos países e entre eles	● ● Informação indisponível
	2 FOME ZERO E AGRICULTURA SUSTENTÁVEL	Acabar com a fome e promover a agricultura sustentável	↗	Melhora nos indicadores, mas ainda insuficiente para alcançar as metas ODS			11 CIDADES E COMUNIDADES SUSTENTÁVEIS	Tornar as cidades e os assentamentos humanos inclusivos, seguros, resilientes e sustentáveis	↗ Melhora nos indicadores, mas ainda insuficiente para alcançar as metas ODS
	3 SAÚDE E BEM-ESTAR	Assegurar uma vida saudável e promover o bem-estar	↗	Melhora nos indicadores, mas ainda insuficiente para alcançar as metas ODS			12 CONSUMO E PRODUÇÃO RESPONSÁVEL	Assegurar padrões de produção e de consumo sustentáveis	● ● Informação indisponível
	4 EDUCAÇÃO DE QUALIDADE	Assegurar a educação inclusiva e equitativa e de qualidade	↑	No caminho para alcançar as metas definidas			13 AÇÃO CONTRA A MUDANÇA DO CLIMA	Tomar medidas urgentes para combater a mudança climática e seus impactos	↑ No caminho para alcançar as metas definidas
	5 IGUALDADE DE GÊNERO	Alcançar a igualdade de gênero	↗	Melhora nos indicadores, mas ainda insuficiente para alcançar as metas ODS			14 VIDA NA ÁGUA	Conservação e uso sustentável dos oceanos	→ Indicadores estáveis
	6 IGUALDADE DE GÊNERO	Assegurar a disponibilidade da água e saneamento	↑	No caminho para alcançar as metas definidas			15 VIDA TERRESTRE	Proteger, recuperar e promover o uso sustentável dos ecossistemas terrestres	→ Indicadores estáveis
	7 ENERGIA LIMPA E ACESSÍVEL	Assegurar o acesso confiável e sustentável à energia	↑	Manterá as metas já alcançadas			16 PAZ, JUSTIÇA E INSTITUIÇÕES EFICAZES	Promover sociedades pacíficas e inclusivas para o desenvolvimento sustentável	→ Indicadores estáveis
	8 TRABALHO DECENTE E CRESCIMENTO ECONÔMICO	Promover o crescimento econômico sustentado	→	Indicadores estáveis			17 PARCERIAS E MEIOS DE IMPLEMENTAÇÃO	Fortalecer os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o desenvolvimento sustentável	↑ No caminho para alcançar as metas definidas
	9 INDÚSTRIA, INOVAÇÃO E INFRAESTRUTURA	Construir infraestruturas resilientes, promover a industrialização inclusiva e sustentável e fomentar a inovação	→	Indicadores estáveis					

Fonte: ONU, disponível em: <https://dashboards.sdgindex.org/profiles/BRA>

6

Considerações Finais

O PAF 2021 foi construído considerando o ambiente externo marcado pela acomodação no ritmo de recuperação da atividade global e o cenário doméstico de recuperação econômica, com inflação sob controle e taxas de juros em patamares baixos. O atual ciclo de política monetária atenua a trajetória de crescimento da dívida por meio da conta de juros.

Em 2020, a pandemia de COVID-19 e seus desdobramentos na economia global adicionaram desafios ao cenário macroeconômico e financeiro. No Brasil, a agenda de reformas fiscais sofreu adiamento e o combate à pandemia ampliou consideravelmente os gastos públicos, aumentando a necessidade de financiamento do Governo Federal. Em decorrência desse desafio fiscal, é esperado que em 2021 ainda persista o aumento da participação de títulos prefixados de curto prazo.

A perspectiva de curto prazo aponta para um distanciamento temporário da composição da dívida em relação ao perfil desejado para o longo prazo. O alcance desse perfil ideal deve ser feito por meio de trajetória sustentável, o que requer respeito às condições de mercado e suas implicações conjunturais sobre o equilíbrio entre custo e risco da dívida pública.

É necessária a retomada da agenda de reformas para a reversão das mudanças no perfil de endividamento que ocorreram em 2020 e a manutenção das

condições favoráveis à gestão da DPF. Em que pesem os desafios enfrentados em 2020, o compromisso com a responsabilidade fiscal segue firme no Governo Federal e será fundamental para a retomada do crescimento da economia.

Por fim, o Tesouro Nacional vem dedicando esforços para trazer considerações à pauta de finanças sustentáveis e para assegurar que a estratégia de gestão da dívida esteja aderente às boas práticas consolidadas na sigla ESG. É uma agenda crescente em relevância entre investidores mundo afora, que cada vez mais estão alocando capital em ativos ligados à temática ESG. Assim, é uma pauta de importância particular para gestão da dívida, principalmente para desenvolvimento da base de investidores no país e da curva de juros externa, inclusive como referência para as companhias brasileiras. O PAF se apresenta como um espaço regular para apresentar informações ESG sobre o Brasil.

Disposto a promover inovações que contribuam para o aumento da transparência na gestão da dívida pública, o Tesouro Nacional coloca-se à disposição para sugestões que venham a contribuir com melhorias deste relatório.

E-mail para sugestões: ascom@tesouro.gov.br